



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)

INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

**Definição de estratégias económico-financeiras a
implementar na expansão da empresa MAS**

José Lourenço

Trabalho de Projeto apresentado ao *Instituto Politécnico de Bragança*

Para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças

Orientação:

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Prof.^a Doutora Paula Odete Fernandes

Bragança, outubro, 2024



ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)
INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

**Definição de estratégias económico-financeiras a
implementar na expansão da empresa MAS**

José Lourenço

Orientação:

Prof. Doutor António Borges Fernandes

Prof.^a Doutora Paula Odete Fernandes

Bragança, outubro, 2024

Resumo

O presente trabalho de projeto teve como finalidade estudar a empresa MAS, que opera no setor da distribuição alimentar, de bebidas e tabaco há mais de 30 anos. Assim, o principal objetivo do estudo centrou-se em fazer um diagnóstico económico-financeiro que ajudasse a delinear estratégias que suportassem o desenvolvimento e expansão da empresa em análise. Neste sentido, foi analisado o impacto da mudança do modelo de vendas da empresa MAS, de auto venda para pré-venda que ocorreu em 2019. Para tal, foi realizada uma análise quantitativa comparativa entre os anos de 2018 e 2022 de modo a averiguar o impacto da alteração no desempenho financeiro da empresa. Os resultados sugerem que a alteração do modelo de negócio para pré-venda fez com que a MAS registasse mais vendas, mais resultados operacionais, melhores rentabilidades operacionais das vendas e melhores rentabilidades líquidas das vendas. Adicionalmente, no presente trabalho de projeto examinou-se a venda da MAS em 2023 que ocorreu pelo valor de 1.500.000,00€. Para tal recorreu-se à metodologia de múltiplos de avaliação (EV/Vendas, EV/EBITDA, EV/EBIT e *Price Earnings Ratio* (PER)). Os resultados da avaliação permitiram concluir que o valor transacionado foi benéfico para o vendedor. Por fim para aferir o impacto dos stocks realizou-se uma análise á politica de stocks da MAS, verificando quais as estratégias de gestão de stocks implementadas pela MAS.

Palavras-Chave: Modelo de vendas; EV/EBITDA; EV/EBIT; *Price Earnings Ratio*; Avaliação empresarial.

Abstract

The present work project aimed to study the company MAS, which has been operating in the food, beverage and tobacco distribution sector for over 30 years. In this sense, the impact of the change in the sales model of the company MAS, from self-sales to pre-sales that occurred in 2019, was analyzed. To this end, a comparative quantitative analysis was carried out between the years 2018 and 2022 in order to determine the impact of change in the company's financial performance. The results suggest that changing the business model to pre-sales caused MAS to record more sales, more operating results, better operational returns on sales and better net returns on sales. Additionally, in this work project the sale of MAS in 2023 was analyzed, which occurred for the amount of €1,500,000. To this end, the valuation multiple methodology was used (EV/Sales, EV/EBITDA, EV/EBIT and PER). The results of the evaluation allowed us to conclude that the value transacted was beneficial for the seller. Finally, to assess the impact of stocks, an analysis of MAS's stock policy was carried out, checking which stock management strategies are implemented by MAS.

Keywords: Sales model; EV/EBITDA; EV/EBIT; Price/Profit Ratio; Business valuation

Resumen

Esta disertación tuvo como objetivo estudiar la empresa MAS, que opera en el sector de distribución de alimentos, bebidas y tabaco desde hace más de 30 años. En este sentido, se analizó el impacto del cambio de modelo de ventas de la empresa MAS, de autoventa a preventa ocurrido en el año 2019. Para ello se realizó un análisis cuantitativo comparativo entre los años 2018 y 2022 con el fin de determinar el impacto del cambio en el desempeño financiero de la empresa. Los resultados sugieren que cambiar el modelo de negocio a preventa provocó que MAS registrara más ventas, más resultados operativos, mejores retornos operativos sobre las ventas y mejores retornos netos sobre las ventas. Además, en esta tesis se examinó la venta de MAS en 2023, que se produjo por importe de 1.500.000 €. Para ello se utilizó la metodología de múltiplos de valoración (EV/Ventas, EV/EBITDA, EV/EBIT y PER). Los resultados de la evaluación nos permitieron concluir que el valor transado fue beneficioso para el vendedor. Finalmente, para evaluar el impacto de las acciones, se realizó un análisis de la política bursátil del MAS, comprobar qué estrategias de gestión de stocks implementa MAS.

Palabras clave: Modelo de ventas; EV/EBITDA; EV/EBIT; Relación Precio/Beneficio; Valoración empresarial

Acrónimos e Siglas

CRM - *Customer Relationship Management*

EBIT - *Earnings Before Interest and Taxes*

EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*

EV/EBIT - *Enterprise value to EBIT ratio*

EV/EBITDA - *Enterprise value to EBITDA ratio*

KPI - *Key Performance Indicators*

PER - *Price Earnings Ratio*

ROC - *Revisor oficial de contas*

SWOT - *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

CAPEX - *Capital Expenditure*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

EVCA - *European Private Equity and Venture Capital Association*

Índice

Introdução.....	1
1. Revisão de Literatura	3
1.1. O conceito de estratégia empresarial	3
1.2. Estratégia empresarial ao nível das vendas	4
1.3. Literatura de auto venda e pré-venda	5
1.4. Literatura que se debruça sobre a avaliação do valor de empresas	7
1.4.1 Modelo dos fluxos de caixa descontados	8
1.4.1.1 A determinação dos fluxos de caixa livres	9
1.4.1.2 A determinação do valor residual	10
1.4.1.3 Limitações do modelo dos fluxos de caixa descontados	11
1.4.2 Modelo de avaliação por Múltiplos	11
2. Metodologia	18
2.1 Objetivos de estudo.....	18
2.2 Recolha de dados	18
2.3 Amostra em análise.....	18
2.4 Período Amostral.....	19
2.5 Identificação dos instrumentos de avaliação	19
3. Resultados.....	21
3.1. Análise à alteração de auto venda para pré-venda	21
3.2. Análise ao valor pelo qual a MAS foi vendida.....	26
3.3. Análise à política de redução de stocks da MAS	30
Conclusões	32
Referências	34

Lista de Figuras

Figura 1 - Evolução das vendas.....	24
Figure 2 - Evolução do EBITDA	24

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Empresas cotadas na Euronext utilizadas para determinar os múltiplos do setor	18
Tabela 2 - Evolução das vendas	21
Tabela 3 - Evolução do EBITDA	22
Tabela 4 - Evolução do resultado líquido	23
Tabela 5 - Indicador de liquidez geral da MAS e do setor de atividade	26
Tabela 6 - Indicador do endividamento da MAS e do setor de atividade	27
Tabela 7 - Indicador do ROA da MAS e do setor de atividade	27
Tabela 8 - Estatísticas descritivas dos múltiplos das empresas cotadas	28
Tabela 9 - Avaliação do valor da empresa.....	29
Tabela 10 - Análise inventários da MAS e do setor de atividade	30

Introdução

Na atualidade, o contexto económico apresenta desafios significativos e encontra-se fortemente marcado por incertezas, o que obriga as empresas dos mais diversos setores de atividade a adaptarem a sua conduta através do desenvolvimento e/ou implementação de estratégias que sejam mais eficazes e que permitam não só manterem o seu nível de atividade, mas que também proporcionem ganhos de produtividade, o que garante a sua sustentabilidade no longo prazo (Karlsson et al., 2020; Alexandre et al., 2021; Alexandre et al., 2022; Alexandre, 2023; Jiménez-Partearroyo et al., 2024).

A empresa MAS, objeto de estudo da presente investigação, conta com 30 anos de experiência no setor da distribuição alimentar, de bebidas e tabaco, tem enfrentado com sucesso as vicissitudes do mercado ao longo das últimas três décadas. Com uma atuação consolidada nos distritos de Bragança e Vila Real, a empresa conseguiu estabelecer uma forte presença no mercado regional, sendo um exemplo de perseverança e adaptação num setor marcado por flutuações económicas, pressões competitivas e alterações nas dinâmicas de consumo da população (Boyacı-Gündüz et al., 2021). Para além da sua operação em território nacional, a MAS alargou a sua atividade para o mercado espanhol, onde realiza transações intracomunitárias de mercadorias por grosso, contudo o peso do mercado espanhol é residual no total das vendas da empresa, correspondendo a 2,03% do volume total registado em 2022.

Neste sentido, e tal como tem sucedido com outras empresas no setor da distribuição alimentar, de bebidas e tabaco, a MAS tem sido obrigada a adaptar-se a um mercado em constante evolução, onde as exigências logísticas e de marketing estão cada vez mais integradas. Desta forma, uma das principais transformações implementadas pela empresa foi a mudança ao nível da forma como comercializa os seus produtos, mais precisamente com a alteração de auto venda para um modelo de pré-venda. Esta alteração estratégica, ocorreu em junho de 2019 e teve como intuito a melhoria da eficiência operacional, a promoção de uma maior sinergia entre os departamentos de logística e de marketing e, consequentemente, maximizar os resultados da empresa.

O presente estudo pretende analisar de forma detalhada os impactos desta alteração no modelo de venda da MAS, procurando compreender até que ponto a implementação da pré-venda trouxe benefícios ao nível do seu desempenho. Para tal, iremos analisar as contas da empresa no ano imediatamente anterior à reforma (2018) e comparar com os anos que se seguiram (2019, 2020, 2021 e 2022).

Já em meados de 2023, a MAS foi vendida pelo valor de 1.500.000,00€. Esta transação levantou uma questão fundamental: será que este valor reflete o justo valor de mercado da empresa? Para responder a esta questão, neste trabalho vamos analisar os diversos fatores que influenciam o valor de uma empresa deste tipo, de modo a averiguar se o valor pelo qual foi transacionada está em linha com os valores praticados pelo setor de atividade ou se o negócio foi mais vantajoso para o comprador ou para o vendedor.

A realização deste trabalho reveste-se de grande importância, uma vez que pretende contribuir para a literatura que se debruça sobre o conceito e implementação de auto venda e de pré-venda nas empresas do setor da distribuição alimentar, de bebidas e tabaco em Portugal. Adicionalmente, este estudo pretende contribuir para a literatura que se debruça sobre a avaliação do valor das micro, pequenas e médias empresas do mesmo setor que não se encontram cotadas em bolsa. Este trabalho também é relevante para os gestores de empresas portuguesas do setor da distribuição alimentar, de bebidas e tabaco, pois pode indicar formas de administrarem as suas empresas de forma mais eficiente. De igual modo, este estudo pode auxiliar os gestores a avaliarem empresas do mesmo setor caso as pretendam adquirir.

Para dar resposta ao objetivo deste estudo, o presente trabalho encontra-se dividido em quatro secções, após a apresentação desta introdução. Na secção 1 deste trabalho é realizada um enquadramento teórico, apresentando referências bibliográficas recentes, sobre o conceito de auto venda e de pré-venda bem como as suas implicações práticas nas empresas. Na mesma secção são apresentados os objetivos específicos deste trabalho e apresenta-se informação teórica sobre a determinação do justo valor de empresas não cotadas em bolsa. A secção 2, identifica a base de dados bem como a origem dos mesmos e apresenta-se a metodologia utilizada neste trabalho. Na secção 3 são apresentados os resultados e é realizada uma análise aos mesmos. Por fim, exibem-se as principais conclusões deste trabalho bem como as suas limitações e sugestões para investigações futuras.

1. Revisão de Literatura

Nesta secção serão analisados os conceitos de estratégia empresarial e de estratégia de vendas. Adicionalmente, serão analisados os conceitos de auto venda e pré-venda e serão referenciados todos os seus possíveis impactos no desempenho das empresas. De seguida, mas ainda nesta secção deste trabalho serão apresentados os métodos de análises de empresas mais utilizados pelos analistas e são apresentados estudos que se debruçam sobre a análise de empresas que não se encontram negociadas em mercado de capitais.

1.1. O conceito de estratégia empresarial

O processo de criação e desenvolvimento de uma estratégia empresarial começa de um modo geral, através de uma análise rigorosa ao ambiente no qual as empresas estão inseridas. Este diagnóstico tende a considerar os aspetos relacionados com as empresas ao nível interno e externo (Esty et al., 2009; Kumar et al., 2021). Sendo os aspetos internos todos os fatores que são mais facilmente controlados pela gestão das empresas, nomeadamente, os recursos humanos, financeiros, materiais e tecnológicos, a estrutura organizacional e a capacidade de inovação (Mishra & Yadav, 2021; Aftab et al., 2023).

Já os aspetos externos, são todos aqueles fatores que estão fora do controlo direto das empresas, mas que ainda assim podem impactar de um modo significativo o seu desempenho e a execução das suas estratégias. Ferramentas como a análise SWOT¹ (forças, fraquezas, oportunidades e ameaças) e a análise PEST (fatores políticos, fatores económicos, fatores sociais e fatores tecnológicos) são muito referenciados pela literatura que podem ser utilizados para avaliar o ambiente competitivo onde as empresas se inserem (Houben et al., 1999; Cox, 2021; Muzwardi & Simbolon, 2024).

Dobbs (2014), Gerard e Bruijl (2019) e Goyal (2020) por seu turno, referem que o método das 5 forças competitivas de Porter também pode ajudar a fazer uma análise rigorosa ao ambiente competitivo onde as empresas se inserem, uma vez que avalia a dependência que as empresas têm dos seus fornecedores e dos seus clientes. Adicionalmente, este método avalia também se existem barreiras à entrada para empresas que surjam recentemente, a ameaça de produtos ou serviços que podem substituir aqueles oferecidos pela empresa em análise e avalia o grau de concorrência entre as empresas dentro do mesmo setor.

Deste modo, com a utilização destas ferramentas, as empresas podem posteriormente obter uma visão aprofundada do ambiente interno e externo onde se inserem, e assim definir de forma mais clara a sua estratégia empresarial. A estratégia empresarial pode se definir como um combinado de decisões e ações que as empresas definem e executam de modo a concretizarem o seu plano estratégico, que é vertido através de objetivos de curto, médio e longo prazo e que são considerados essenciais para

¹ Do inglês *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*.

garantir a sua viabilidade económica (Mankins & Steele, 2005; Kaplan & Norton, 2008; Steiner, 2010; Jofre, 2011; Barbosa et al., 2020).

Uma boa estratégia empresarial é aquela que é capaz de interligar os objetivos definidos à sua execução. Para tal, as empresas devem tomar decisões sobre, por exemplo, em quais mercados atuar, quais os produtos ou serviços que pretendem oferecer, como se podem diferenciar dos seus concorrentes diretos e que tipo de estrutura organizacional será a mais apropriada para sustentar a estratégia delineada (Esty et al., 2009; Kumar et al., 2021; Mishra & Yadav, 2021; Aftab et al., 2023). Para garantir o sucesso na implementação, é necessário o comprometimento de todas as áreas da empresa, desde os executivos até aos níveis operacionais. O uso de indicadores de desempenho (KPI) permitem que as empresas monitorem o progresso das suas ações estratégicas e façam ajustes conforme necessário (Marr, 2012; Parmenter, 2015).

Por outro lado, Aaker e Mascarenhas (1984), Volberda (1997) e Bahrani e Evans (2014) salientam que a estratégia empresarial também deve ser flexível. Isto porque o ambiente empresarial é cada vez mais dinâmico com o surgimento de modo mais célere de novas inovações tecnológicas, crises económicas e mudanças nas preferências de consumo e, por isso, é natural que estas alterações exijam uma capacidade de adaptação rápida por parte das empresas de modo a conseguirem se antecipar às tendências ou, pelo menos, reagirem de um modo mais célere do que a sua concorrência.

Adicionalmente, Zheng et al. (2010) e Taheri et al. (2015) referem que a cultura das empresas exerce um papel fundamental no sucesso da sua estratégia empresarial. Os autores salientam que empresas com uma cultura forte e alinhada com a sua estratégia tendem a ser mais coesas e a conseguirem envolver os seus colaboradores em torno dos objetivos comuns.

A liderança, neste contexto, é responsável por comunicar a estratégia de modo claro a toda a empresa. Para Evangelista (2017) uma boa política de comunicação empresarial possibilita uma melhoria na motivação dos colaboradores e fomenta um bom relacionamento com os seus públicos, seja interno ou externo. Adicionalmente, uma boa política de comunicação pode fomentar o reconhecimento perante a sociedade e fortalecer a marca da organização. Tavares (2010) informa, que o exercício da comunicação organizacional e o aperfeiçoamento dos seus canais pode ser via oral, escrita, simbólica, gestual e eletrónica.

1.2. Estratégia empresarial ao nível das vendas

A estratégia empresarial ao nível das vendas, é uma dimensão fundamental para o sucesso de qualquer empresa, pois é a partir dela que as empresas definem de modo claro como os seus produtos chegam ao mercado, como aumentam as vendas aos seus clientes habituais e como irão conquistar novos clientes de modo a garantirem um crescimento das vendas de um modo sustentável. Esta estratégia está intimamente relacionada com o posicionamento estratégico das empresas no mercado e com a

forma com que se diferenciam dos seus concorrentes (Esty et al., 2009; Kumar et al., 2021; Mishra & Yadav, 2021; Aftab et al., 2023).

Contudo, é preciso que exista consciência, por parte dos gestores, porque uma estratégia bem estruturada de vendas vai muito além de simplesmente se atingirem o montante de vendas definido, isto porque ela envolve compreender profundamente o público-alvo, ajustar as ofertas e os processos e construir relacionamentos de longo prazo com os clientes (Ling & Yen, 2001; Hollensen & Opresnik, 2015; Hinson et al., 2018).

A implementação da estratégia de vendas exige obrigatoriamente que as empresas detenham uma equipa comercial bem formada e motivada (Hase et al., 2018; Rodriguez & Boyer, 2020; Czinkota et al., 2021; Pookandy, 2024). Os autores referem que os comerciais das empresas precisam de ser extremamente conhecedores não apenas dos produtos ou serviços que comercializam, mas também das necessidades e expectativas dos seus clientes. Para tal, é extremamente relevante que as equipas comerciais tenham programas de formação contínua de vendas, e que adicionem o uso de ferramentas tecnológicas como é o caso dos sistemas de *Customer Relationship Management* (CRM), que permitem um acompanhamento mais eficiente dos clientes e ajuda a identificar oportunidades de melhoria ao longo do processo de venda. Além disso, o uso de indicadores de desempenho, como é o caso das taxas de conversão e dos objetivos de vendas periódicos, são muito importantes para monitorizar o sucesso da estratégia de vendas das empresas.

Outro fator determinante na estratégia de vendas das empresas é o modelo de venda que será adotado (Sheng & Lu, 2020; He, 2021; Wu et al., 2021; Serikov, 2024). Existem diferentes abordagens, como vendas consultivas, onde o foco está em entender profundamente as necessidades dos clientes e oferecer soluções personalizadas, e vendas transacionais, onde a prioridade é a agilidade na concretização das vendas. O modelo escolhido deve refletir a complexidade do produto ou serviço oferecido e o tipo de relacionamento que a empresa deseja construir com os seus clientes. No contexto da MAS, é relevante analisar o modelo que tinha até 2019 (auto venda) e analisar o modelo que foi implementado pela empresa a seguir a esse ano (pré-venda).

1.3. Literatura de auto venda e pré-venda

Para Hong e Yuling (2019), Sheng e Lu (2020), He (2021), Wu et al. (2021) o modelo de auto venda nas empresas do setor da MAS é uma abordagem de vendas em que o vendedor (neste caso a MAS) não apenas realiza a venda, mas também é responsável pela entrega imediata dos produtos ao cliente. Isto significa que a MAS fazia chegar junto dos clientes (que podiam ser revendedores, supermercados, lojas de conveniência e restaurantes) um veículo próprio com produtos e, após obter o pedido dos clientes, entregava no mesmo momento os produtos solicitados.

O recebimento à luz deste método de vendas pode ser feito de forma imediata após a entrega dos produtos, ou dependendo do relacionamento comercial, podem existir prazos de pagamento acordados com os clientes de acordo com o seu historial bem como a sua probabilidade de incumprimento (Fang & Chen, 2022; Harefa et al., 2023).

Para Hong e Yuling (2019) e He (2021) este método de venda pode ser vantajoso para as empresas que o utilizam, uma vez que podem fazer vendas de forma imediata e responder de forma quase instantânea às necessidades dos seus clientes. Porém, este método também acarreta desvantagens, desde logo a de só ser possível transportar uma quantidade limitada de produtos nos veículos, o que pode restringir a variedade e a quantidade de produtos disponíveis para venda imediata. De igual modo, esta forma de vendas permite um planeamento menos eficiente do inventário uma vez que é muito difícil prever com rigor todas as necessidades dos clientes, mesmo daqueles em que existe uma relação comercial duradoura (Xie et al., 2022). Este facto pode fazer aumentar os desperdícios ao nível dos inventários, com conseqüente impacto negativo nos resultados operacionais das empresas (Akçay et al., 2010; Bian et al., 2020; Sun et al., 2020; Sheng & Lu, 2020; Wu et al., 2021). Bian et al. (2020), Yan et al. (2020) e Sun et al. (2020) dão o exemplo em como a não venda de determinados produtos frescos que têm uma validade muito curta num determinado período (poucos dias) podem levar a imparidades no valor dos inventários das empresas, com conseqüente impacto negativo nos resultados operacionais.

Por outro lado, e de acordo com Guarin (2009), Cabuay e Castillo (2015), Gonçalves (2016), Ma et al. (2021), Serikov (2024) o modelo de pré-venda no setor da MAS é uma estratégia de venda em que os vendedores visitam os clientes (que continuam a ser revendedores, supermercados, lojas de conveniência e restaurantes), recebem os seus pedidos e, posteriormente, o pedido é processado e entregue pelo distribuidor da empresa, geralmente numa data posterior ao pedido. Neste modelo, o vendedor não entrega os produtos diretamente, mas apenas realiza o pedido (pré-venda), que será processado e entregue na etapa da venda (Ma et al., 2021; Xie et al., 2022).

Shugan e Xie (2000), Tang et al. (2004), Zhao e Stecke (2010), Jin et al., (2018), Ma et al. (2021) e Duary et al. (2022) referem que este método pode ser mais vantajoso tanto para vendedores como para compradores. Isto porque com a pré-venda as empresas conseguem obter informações importantes acerca da situação do mercado dos produtos e vender os produtos antecipadamente. Já para os consumidores este método pode ser mais vantajoso, uma vez que o conseguem obter geralmente por um preço mais baixo. Ainda assim Hong e Yuling (2019) e He (2021) salientam que este método tem a desvantagem de geralmente não permitir que os clientes recebam o produto no dia em que o pediram. De igual modo, Katz (2014), Cahayani et al. (2019), Wang et al. (2019), Gupta e Chutani, 2020; Ma et al. (2021), Guo et al. (2022), Maria et al. (2022), Venny et al. (2022) indicam que este método também pode ser prejudicial para os clientes que pagam antecipadamente pelos produtos, uma vez que podem se sentir defraudados no momento do efetivo recebimento dos mesmos se estes não cumprirem exatamente com o que foi idealizado.

Por outro lado, para o vendedor (neste caso em análise a MAS) esta forma de venda pode trazer um conjunto de vantagens significativas, com destaque para o facto de conseguir ser mais competitiva ao nível do preço e, com isso conseguir obter um volume de negócios superior ao que obteria com a estratégia de auto venda (Shugan & Xie, 2000; Tang et al., 2004; Cho & Tang, 2013; Xu & Ma, 2017; Ma et al., 2021; Xie et al., 2022; Jiang et al., 2024). De igual modo, este método vem permitir que a logística seja planeada de modo mais eficiente, o que faz reduzir os desperdícios, obter os produtos por um preço mais acessível, melhorar a experiência do cliente e, conseqüentemente, reduzir o risco da atividade operacional e impactar positivamente os resultados operacionais das empresas (Cachon, 2004; Tang et al., 2004; Hui et al., 2008; Nocke et al., 2011; Xu et al., 2015; Dai et al., 2017; Cheng et al., 2018; Wei & Zhang, 2018; Niu & Yang, 2020; Bigne et al., 2021; Ma et al., 2021; Ma et al., 2022; Xie et al., 2022; Zhang et al., 2023; Zou, 2023; Jiang et al., 2024; Qin & Chen, 2024).

Tang et al. (2004), Hui et al. (2018), Nocke et al. (2011), Alves (2018), Xie et al. (2022), Zou (2023) e Jiang et al. (2024) referem também que no modelo de auto venda, os custos com a distribuição podem ser mais elevados devido à imprevisibilidade da procura e à necessidade de reposições constantes. Com a pré-venda, as empresas podem conseguir definir de modo mais eficiente as suas rotas de distribuição, ajustadas com base nas necessidades de venda previstas, ao mesmo tempo que o marketing pode trabalhar em estratégias mais específicas, direcionadas aos clientes que já manifestaram interesse ou necessidade por determinados produtos. Para os autores, esta sinergia tende a melhorar a experiência dos clientes.

Por este motivo é que Liu et al. (2013), Cabuay e Castillo (2015), Gonçalves (2016), Xie et al. (2022), Serikov (2024) referem que este é um modelo de vendas cada vez mais utilizado no setor da distribuição de alimentos, bebidas e tabaco, onde o volume de vendas é elevado, as margens de negócio reduzidas e onde as relações de proximidade com os clientes são cada vez mais valorizadas para que seja garantida a fidelidade e o seu fornecimento contínuo.

Ma et al. (2021), Xie et al. (2022), Jiang et al. (2024), Serikov (2024) indicam que para perceber se a alteração de auto venda para pré-venda é benéfica para as empresas, o procedimento mais adequado é comparar a evolução das vendas, EBITDA, EBIT e do resultado líquido das empresas em análise com o desempenho do setor de atividade onde as mesmas se inserem.

Face ao exposto, formulou-se o primeiro objetivo específico deste trabalho:

Objetivo específico 1: A alteração de auto venda para pré-venda por parte da MAS provocou um efeito positivo no seu desempenho financeiro.

1.4. Literatura que se debruça sobre a avaliação do valor de empresas

Ser capaz de avaliar com precisão uma empresa é extremamente importante e considerado por muitos como uma das tarefas mais importantes na área das finanças empresariais (Rhodes-Kropf &

Viswanathan, 2004; Damodaran, 2006; Friedl & Schwetzler, 2009; Martins, 2023). Neste sentido e considerando que analisar o valor das empresas é algo feito com muita regularidade e que é uma das tarefas mais comuns realizadas pelos profissionais desta área, podia-se supor que se trata de um assunto muito bem investigado e que todos os profissionais seguem metodologias ultra precisas. No entanto, a avaliação ainda é uma questão muito subjetiva e que não raras vezes, tende a gerar controvérsia até mesmo entre os especialistas mais prestigiados (Reilly & Brown, 2012; Macedo, 2020; Pfirrmann & Eichner, 2024).

A avaliação de empresas de capital fechado tornou-se cada vez mais importante nos últimos anos (Demirakos et al., 2004; Damodaran, 2006; Dukes et al., 2006; Petersen et al., 2006; Vardavaki & Mylonakis, 2007; Ribal et al., 2010; Damodaran, 2012; Karlsson & Jönsson, 2022; Fang, 2023; Prabhakar & Japee, 2023; Singh et al., 2023; Pfirrmann & Eichner, 2024).

Ramírez e Lema (2006), Chasteney e Jeannin (2007), Vardavaki e Mylonakis (2007), Ribal et al. (2010), Damodaran (2012), Cunha et al. (2023), Prabhakar e Japee (2023), Singh et al. (2023) e Pfirrmann e Eichner (2024) indicam que são 2 os principais modelos de avaliação de empresas não cotadas, mais precisamente, o método dos fluxos de caixa descontados e o método dos múltiplos.

Reilly e Brown (2012), Prabhakar e Japee (2023), Singh et al. (2023) e Pfirrmann e Eichner (2024) referem que até aos dias de hoje, nenhum método se demonstrou capaz de oferecer uma avaliação totalmente precisa de uma empresa, e que cada método tem os seus pontos fortes e os seus pontos fracos. Deste modo, escolher o método correto a ser usado e que é capaz de proporcionar uma avaliação mais precisa de uma empresa, é vital, pois comparando o valor proposto para a sua aquisição com o valor estimado, um investidor pode optar por vender, manter ou comprar o seu capital. Assim, de seguida são apresentados os dois modelos de avaliação mais relevantes segundo a literatura (Damodaran, 2012; Cunha et al., 2023; Prabhakar & Japee, 2023; Singh et al., 2023; Pfirrmann & Eichner, 2024).

1.4.1 Modelo dos fluxos de caixa descontados

À luz deste modelo, o valor de uma empresa resulta dos seus fluxos de caixa esperados descontados para o momento presente (Damodaran, 2006). Deste modo, o modelo dos fluxos de caixa descontados estima o valor presente dos fluxos de caixa futuros produzidos pelas empresas, descontados a uma taxa que incorpora o risco do negócio. A fórmula 1 demonstra como é possível obter a avaliação através deste modelo:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{VR_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Onde:

CF_t , é o fluxo de caixa livre

VR_t , é o valor residual

r , é a taxa de desconto apropriada ao risco dos fluxos de caixa

n , é o número total de anos considerados na avaliação

1.4.1.1. A determinação dos fluxos de caixa livres

O fluxo de caixa livre compreende a totalidade de todo o caixa gerado pelas empresas que pode ser distribuído aos detentores do seu capital. Contudo, Koller et al. (2010), Macedo (2020) e Martins (2023) referem que é necessário fazer alguns ajustes, pois o resultado após impostos não representa o fluxo de caixa livre e nem todos os constituintes do resultado líquido se relacionam diretamente com o caixa. Assim, as depreciações são readicionadas para remover o seu efeito. Além disso, como o CAPEX revela os investimentos e desinvestimentos realizados por uma empresa e tendo em vista que estes não são considerados no resultado líquido, há a necessidade de subtraí-los. Por último, a variação do fundo de manuseio também é deduzida do resultado financeiro gerado pelas empresas, uma vez que representa a sua capacidade para honrarem as suas obrigações a curto prazo. Deste modo, o fluxo de caixa livre pode ser descrito na fórmula 2:

$$FCFF = EBIT * (1 - \text{Taxa de imposto}) + \text{Depreciação} - \text{CAPEX} - \Delta\text{fundo de manuseio} \quad (2)$$

As taxas de desconto refletem a recompensa exigida pelos investidores para suportar o risco de investir num determinado ativo. Naturalmente, estas flutuam tanto com as características do ativo como com o ambiente macroeconómico (Franco et al., 2008; Koller et al., 2010; López e Martín, 2019; Macedo, 2020; Karlsson & Jönsson, 2022; Martins, 2023).

O custo médio ponderado de capital é a taxa de retorno mínima que a empresa precisa obter para satisfazer os seus credores, acionistas e outros fornecedores de capital. Ele reflete o custo ponderado de cada fonte de capital (dívida e capital próprio), levando em consideração a estrutura de financiamento da empresa (Luehrman, 1997; Koller et al., 2010; Macedo, 2020). A fórmula do custo médio ponderado é a seguinte:

$$\text{Custo médio ponderado} = \left(\frac{CP}{CP+D} * r_e\right) + \left(\frac{D}{CP+D} * r_d * (1 - T)\right) \quad (3)$$

Onde:

CP, é o valor do capital próprio

D, é o valor da dívida

r_e , é o custo do capital próprio

r_d , é o custo da dívida

T, é a taxa de imposto

A fórmula do custo médio ponderado incorpora o custo da dívida, multiplicado pelo peso da dívida na estrutura de capital da empresa e deduzido pelo efeito dos impostos. Damodaran (2006) refere que no caso das empresas que não estão cotadas em bolsa se deve analisar as suas condições mais recentes de financiamento.

Quanto ao custo do capital próprio, o mesmo é ponderado pelo nível de capital próprio da empresa sobre o seu valor total. O custo do capital próprio pode ser estimado usando o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), que considera o retorno esperado pelos acionistas dado o risco da empresa (Koller et al., 2010; Damodaran, 2012). O CAPM pode ser descrito da seguinte forma:

$$\text{CAPM: } re = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (4)$$

Onde:

r_f , é a taxa isenta de risco

β , é o Beta da empresa

r_m , é o retorno do mercado

O CAPM determina o nível de risco de uma empresa em específico considerando a sua sensibilidade ao mercado de ações. Fáz-lo tendo em conta a taxa isenta de risco, r_f , o prémio de risco de mercado, $r_m - r_f$, e também o risco da empresa em análise em comparação com o risco do mercado (Pinho et al., 2011).

O modelo CAPM assume alguns pressupostos que precisam ser levados em consideração. Desde logo o facto de não ter em ponderação os custos de transação. O segundo pressuposto é que todos os investimentos são perfeitamente líquidos e que qualquer investidor é capaz de comprar ou vender capital a qualquer altura. O último pressuposto assume que não existem ativos sobrevalorizados ou subvalorizados a serem negociados no mercado (Koller et al., 2010; Pinho et al., 2011; Macedo, 2020).

1.4.1.2. A determinação do valor residual

De acordo com Young et al. (1999), Koller et al. (2010), Pinho et al. (2011) e Macedo (2020), o valor residual representa o valor presente de todos os fluxos de caixa após o período de projeção traçado pelos analistas. Isto porque normalmente, os analistas ao realizarem uma avaliação através deste método, escolhem um número de anos para realizarem as previsões anuais e, de seguida, calculam o valor residual. Koller et al. (2010) e Damodaran (2012) alertam, contudo, que quanto mais anos são considerados na previsão, maior a probabilidade de surgirem erros nas projeções dos analistas.

1.4.1.3. Limitações do modelo dos fluxos de caixa descontados

O modelo dos fluxos de caixa descontados apresenta algumas limitações com destaque para o conjunto de pressupostos que assume. Civera (2002), Koller et al. (2010), Pinho et al. (2011), Damodaran (2012) e Macedo (2020) referem que existem muitas informações ocultas sobre as empresas que os analistas precisam fazer palpites para realizarem os cálculos necessários para a execução deste modelo, o que significa que, o valor intrínseco alcançado por este modelo raramente permite a obtenção de uma avaliação precisa.

Outra limitação significativa do modelo é a escolha da taxa de desconto, que deve refletir tanto o risco do negócio como o custo de capital. Determinar a taxa correta, frequentemente representada pelo custo médio ponderado de capital, pode ser complicado, pois envolve estimativas do custo da dívida, do capital próprio e da estrutura de capital da empresa. Pequenas variações na taxa de desconto podem ter um grande impacto no valor presente dos fluxos de caixa futuros, tornando o modelo sensível a essas escolhas e muito difícil de proporcionar sistematicamente avaliações precisas (Luehrman, 1997; Koller et al., 2010; Fernandez, 2001; Damodaran, 2012; Fernandez, 2019; Macedo, 2020). Pelos motivos que foram referidos, nesta investigação não irá ser utilizado o modelo dos fluxos de caixa descontados.

1.4.2 Modelo de avaliação por Múltiplos

No que diz respeito à avaliação por múltiplos, Fernandez (2001), Ribal et al. (2010), Damodaran (2011), Weitzl (2016), Macedo, (2020), Barwe (2022), Coulon e Coulon (2022) e Karlsson e Jönsson (2022) indicam que os analistas ao utilizarem este modelo, se devem concentrar nos indicadores com base na capitalização, na dívida e na capacidade que cada empresa demonstra para gerar vendas e/ou resultados operacionais.

Neste estudo, iremos analisar os múltiplos que são mais frequentemente utilizados em estudos empíricos e na realidade empresarial, nomeadamente o *Enterprise Value to Sales ratio* (EV/Vendas), *Enterprise value to EBITDA ratio* (EV/EBITDA), *Enterprise value to EBIT ratio* (EV/EBIT) e o *price earnings ratio* (PER) (Fernández, 2001; Block, 2007; Ribal et al., 2010; Damodaran, 2012; Agranat, 2023; Anto net al., 2023; Fang, 2023; Martins, 2023; Prabhakar & Japee, 2023; Singh et al., 2023; Pfirrmann & Eichner, 2024).

O indicador EV/Vendas resulta do quociente entre a capitalização bolsista das empresas acrescida da sua dívida e o total das suas vendas. Os analistas utilizam frequentemente este indicador para analisar as empresas, uma vez que este múltiplo é mais fiável do que os múltiplos baseados nos resultados líquidos, uma vez que estes últimos são mais fáceis de manipular e podem ser influenciados por lucros extraordinários ou não recorrentes (Fernández, 2001; Ribal et al., 2010; Agranat, 2023; Singh et al., 2023).

Por outro lado, o EV/EBITDA é segundo Ribal et al., (2010), Weitzl (2016) Fang (2023), Hong et al. (2023), Prabhakar e Japee (2023) o indicador mais frequentemente utilizado na determinação do justo valor das empresas. Este rácio tende a ter uma aceitação generalizada por parte da academia e das empresas porque ele tem a capacidade de eliminar as distorções criadas por diferentes legislações contabilísticas, sistemas fiscais e ajustamentos de avaliação. O EBITDA indica os lucros das empresas sem ter em conta as despesas relacionadas com juros, impostos, depreciações e amortizações, o que significa que evita as distorções causadas por diferentes estruturas financeiras e políticas fiscais e, por isso, é um indicador muito relevante para demonstrar a real capacidade operacional das empresas (Weitzl, 2016; Hong et al., 2023; Prabhakar & Japee, 2023).

Já o EV/EBIT calcula os lucros sem ter em conta as despesas relacionadas com juros e impostos, o que significa que evita as distorções causadas por diferentes estruturas de capital e políticas fiscais. No entanto, deve se ter em conta que este múltiplo será afetado pelas diferentes políticas contabilísticas aplicadas pelas empresas em relação às amortizações e depreciações (Weitzl, 2016; Eivazlu & Razaghi, 2023; Pfirrmann & Eichner, 2024). Contudo, é também um indicador muito referenciado na literatura sobre esta problemática, pelo que o devemos ter em atenção (Ribal et al., 2010; Cunha et al., 2023; Zhang, 2023).

Por último, o PER é também um indicador muito utilizado para avaliar o valor das empresas (Morris, 1994; Ribal et al., 2010; Anto net al., 2023; Muslikin et al., 2023). Este rácio é calculado através do quociente entre o valor de mercado e o resultado líquido das empresas, e pode ser definido como o tempo de recuperação do investimento realizado, uma vez que representa o tempo médio que o investidor levaria para recuperar totalmente o seu investimento se todos os resultados líquidos fossem pagos como dividendos (Ribal et al., 2010).

Ribal et al. (2010) e Martins (2023) referem que as vendas são maiores do que o EBITDA que, por sua vez, é maior do que o EBIT, o que significa que o múltiplo EV/Vendas será menor do que o múltiplo EV/EBITDA que, por sua vez, será menor do que o múltiplo EV/EBIT.

Segundo Franco et al. (2008), Damodaran (2012) e Karlsson e Jönsson (2022) a forma de avaliação de uma empresa com o capital fechado é muito semelhante ao processo de avaliação de uma empresa cotada em bolsa de valores. Contudo os autores comentam que existem diferenças significativas entre as características de uma empresa com o capital fechado quando comparadas com as de capital admitido em bolsa. Isto porque por lei, todas as empresas cotadas são obrigadas a publicar informações financeiras com um alto nível de detalhe. As empresas privadas, por outro lado, não são obrigadas a publicar informações financeiras detalhadas e, por vezes, a sua contabilidade não é padronizada. Para os autores esta característica faz com que as empresas com o capital fechado sejam entendidas como mais arriscadas e, por isso, tendem a ser transacionadas com um desconto no seu valor. Ball e Shivakumar (2005) e Franco et al. (2008) reforçam esta ideia indicando que existe uma diferença significativa entre a qualidade das demonstrações financeiras reportada pelas empresas privadas e

públicas, sendo as primeiras muito menos fiáveis e, por isso, tendem a apresentar mais irregularidades, com conseqüente desconto na forma como são avaliadas.

Outra questão importante a ter em conta cifra-se na liquidez do investimento. Segundo Koeplin et al. (2000) e Damodaran (2012) uma empresa cotada na bolsa de valores possibilita aos investidores obterem de forma constante o valor atualizado do seu preço. De igual modo, uma empresa cotada permite aos investidores liquidarem a sua posição de um modo mais simples e rápido quando comparado com a liquidação da participação do capital de uma empresa com o capital fechado. Isto porque o tempo para encontrar um comprador do capital das empresas não cotadas tende a ser longo e mais dispendioso. Para Bajaj et al. (2001) este é um aspeto importante e, portanto, os investidores estão dispostos a pagar em média mais 20,36% por empresas cotadas face às que não são negociadas em mercado de capitais. Damodaran (2005) no seu estudo para o mercado do Estados Unidos, analisou uma amostra de empresas com o capital fechado entre o ano de 1984 e 2004. Os resultados indicam que as empresas não cotadas são negociadas com um desconto entre 20 a 30% quando comparadas com as empresas do mesmo setor cotadas em bolsa. O autor indica que o facto de estas empresas serem mais ilíquidas é o principal fator para este resultado.

A gestão das empresas que não estão cotadas em bolsa e de menor dimensão tende a estar muito dependente do seu proprietário e isso pode levar à mistura de despesas do proprietário com as despesas do negócio. Custos como escritórios na residência dos proprietários, veículos utilizados tanto para fins pessoais como empresariais são comuns em pequenas empresas privadas. Os membros da família também podem ser contratados em cargos que não existem para pagar salários ou para reduzir os impostos da empresa (López & Martín, 2019; Karlsson & Jönsson, 2022). Por outro lado, a dinâmica organizacional e operacional das empresas pode depender de forma significativa de um restrito grupo de pessoas, pelo que esse é um risco que tem de ser sempre introduzido na avaliação das empresas e que tende a fazer com que as empresas privadas apresentem um desconto face às empresas cotadas em bolsa (Damodaran, 2012; López & Martín, 2019; Barwe, 2022; Coulon & Coulon, 2022).

Koeplin et al. (2000) no seu estudo identificaram que existem diferenças significativas na determinação dos múltiplos entre os setores de atividade e entre as características específicas das empresas. Caballer e Moya (1998), Adelaja et al. (1999), Sales (2002), Vardavaki e Mylonakis (2007), Franco et al. (2008) e López e Martín (2019) referem que as empresas tendem a ter um menor desconto quanto mais favoráveis são os seus indicadores económico-financeiros, tais como a liquidez, a rentabilidade e a estrutura de capitais e o crescimento das vendas. Harjoto e Paglia (2010) apoiam esta tese, uma vez que no seu estudo demonstraram que as empresas maiores, menos endividadas e mais rentáveis tendem a oferecer, em média, descontos menores. De igual modo, os autores demonstraram que o setor de atividade exerce uma influência na determinação do desconto, com o menor desconto a surgir no setor de transportes e o maior desconto a ocorrer no setor das tecnologias de informação. Contudo, esta relação setorial não é consensual uma vez que Block (2007) no seu estudo para os Estados Unidos

da América concluíram que os maiores e menores descontos são encontrados na indústria transformadora e financeira, respetivamente.

Por outro lado, Maksimovic (2013) e Karlsson e Jönsson (2022) identificaram que o ambiente macroeconómico é muito relevante para determinar a avaliação das empresas de modo correto. Os autores indicam que em períodos em que se verificam mais fusões e aquisições entre empresas, o desconto no preço das empresas não cotadas em bolsa tende a se reduzir. De igual modo, Adra et al. (2020), Musah et al. (2020), David (2021) referem que os níveis das taxas de juro definidas pelos bancos centrais exercem uma influência significativa na avaliação das empresas, sendo que quanto menor a taxa, menor é o desconto praticado na aquisição de empresas não cotadas em bolsa.

Pelos motivos que foram referidos nesta secção é que a literatura tende a referir que as empresas cotadas em bolsa tendem a ter uma avaliação maior do que as empresas que têm o capital fechado (Koeplin et al., 2000; Block, 2007; Harjoto e Paglia, 2010; Klein & Scheibel, 2012; Karlsson & Jönsson, 2022).

Kaplan e Ruback (1995) analisaram 51 aquisições de empresas dos Estados Unidos entre os anos de 1983 e 1989. Os resultados demonstram que existe um desconto de 15 a 30% no PER, EV/EBITDA e EV/Vendas. Contudo, não se verifica um diferencial significativo no rácio entre a capitalização bolsista e o valor do capital próprio das empresas.

Bajaj et al. (2001) no seu estudo analisaram 88 empresas dos Estados Unidos da América entre o ano de 1990 e o ano de 1995. Os resultados indicam que o desconto médio de EV/EBITDA das empresas com o capital fechado é de 14,09%. Já Comment (2012) na sua investigação concluiu que a dimensão das empresas tem impacto no desconto pelo qual são transacionadas, sendo este de 20% para as pequenas empresas, contudo à medida que as empresas apresentam uma dimensão maior, este valor tende a reduzir-se para 6%.

Franco et al. (2008) na sua investigação analisaram 2.225 empresas do Estados Unidos da América entre os anos de 1994 e 2005. Os resultados indicam que as empresas com o capital fechado são transacionadas com um desconto médio na sua avaliação de 20%. Resultados semelhantes são apresentados por Paglia e Koeplin et al. (2000), Kooli et al. (2003) e Harjoto (2010), contudo os autores indicam que estas percentagens sofrem alterações tendo por base o múltiplo que se analisa. Já Elnathan et al. (2010) analisaram 147 empresas de Israel entre o ano de 1991 e o ano de 2006. O desconto médio apresentado pelas empresas com o capital fechado é de 21% face às empresas com o capital disperso em bolsa de valores.

Damodaran (2012), Barwe (2022) e, Coulon e Coulon (2022) referem que para se analisar o valor de mercado de uma determinada empresa não cotada em bolsa, se deve comparar a empresa em análise com as empresas semelhantes que estão fora de bolsa que foram vendidas recentemente (se existirem), ou por outro lado, com um grupo de empresas cotadas em bolsa que pertencem ao mesmo

setor e que têm modelos de negócio análogos. Uma vez identificadas as empresas que podem ser alvo de comparação, os múltiplos das empresas comparáveis são aplicados à empresa em análise para assim se obter uma estimativa do seu valor de mercado. Os autores elucidam o modo como este procedimento é feito através da seguinte fórmula:

$$\text{Valor da empresa em análise} = \text{Normalized Aggregate of the subject company} * \text{Adjusted Multiple of the Peer Group} \quad (5)$$

Onde o termo *Normalized Aggregate of the subject company* (Agregado Normalizado da empresa em análise) se refere a um valor ajustado e representativo da empresa em análise, ou seja, a empresa "sujeita" (que está a ser avaliada). Este valor pode ser uma métrica financeira importante como, por exemplo, as Vendas, o EBITDA e o EBIT. Os autores referem que o "agregado normalizado" significa que as métricas financeiras utilizadas têm de ser ajustadas de modo a remover as distorções causadas por eventos atípicos ou não recorrentes. Só dessa forma é que é possível obter um retrato mais apropriado do desempenho das empresas que reflita o seu real valor de avaliação.

Já o *Adjusted Multiple of the Peer Group* (Múltiplo Ajustado do Grupo de Comparáveis) refere-se a um múltiplo aplicado à empresa em análise, tendo por base o grupo de empresas comparáveis (*peer group*). Os autores referem que a fórmula tanto se pode aplicar a dados históricos como projetados. De igual modo Barwe (2022) e Coulon e Coulon (2022) salientam que se deve aplicar desconto quando a empresa em análise se cifra numa pequena empresa e os múltiplos de mercado usados vêm de um grupo de empresas cotadas de maior dimensão. Este desconto considera principalmente a menor dimensão e o fator de risco associado à "pessoa chave". Por último, os autores referem que a maior dificuldade desta metodologia de avaliação de empresas reside na seleção de um grupo de amostras de empresas comparáveis e, conseqüentemente dos múltiplos de mercado relevantes e disponíveis.

Neste sentido, Caselli e Gatti (2004) referem que na Europa continental, o número de empresas cotadas não é elevado e, neste contexto, encontrar uma boa amostra de empresas comparáveis não é um exercício fácil. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, a avaliação por comparação é utilizada há muito tempo por bancos comerciais, bancos de investimento e por empresas que estejam à procura de adquirir outras empresas, sejam elas do mesmo setor de atividade ou de outro (Ribal et al., 2010; Karlsson & Jönsson, 2022). Ribal et al. (2010) referem que o setor da indústria de distribuição alimentar espanhol é constituído principalmente por pequenas e médias empresas (PME) não cotadas em bolsa, enquanto que o número de empresas do setor cotadas em bolsa é baixo. Tendo em conta estes dois factos, praticamente não existem informações sobre os múltiplos de valorização neste setor para o país. Martins (2023) refere que o cenário em Portugal é muito semelhante ao descrito por Ribal et al. (2010) para o mercado espanhol.

Contudo, Lambert e Grégoire (2021) e Costa (2022) indicam que ao contrário do que acontece em Espanha, a bolsa de valores portuguesa está integrada no maior grupo de bolsas de valores da Europa, mais precisamente na Euronext e, por isso, é mais fácil obter dados fidedignos acerca dos múltiplos das empresas do setor de atividade da MAS graças ao ambiente institucional homogéneo entre cada uma das praças financeiras integrantes da Euronext.

Ribal et al. (2010) na sua investigação para o setor da distribuição alimentar espanhol optaram por avaliar as empresas através do método dos múltiplos, usando para tal a informação disponível das empresas do setor de atividade no país de modo a obterem os valores dos múltiplos de referência para pequenas e médias empresas. Os autores concluíram que neste setor, o valor médio do múltiplo EV/EBITDA é de 11,51x para as pequenas empresas e 11,88x para médias empresas, sendo que quando comparados os valores médios dos múltiplos das pequenas e médias empresas, não foram encontradas diferenças estatisticamente significativas. O mesmo sucedeu para o EV/Vendas com o valor médio das pequenas empresas a ser de 1,08x e o das médias empresas a ser 1,00x.

Karlsson e Jönsson (2022) no seu estudo analisaram a diferença entre a avaliação das empresas da Suécia com o capital fechado tendo por comparação as empresas cotadas em bolsa. Para tal, os autores recolheram dados desde 2002 até 2021. As empresas pertencentes à amostra tinham de ter apresentado um valor de vendas superior a 1 milhão de dólares americanos e a aquisição tinha de ser de pelo menos 50% das ações da empresa. Estas condições resultaram em 859 empresas com o capital fechado e em 230 empresas cotadas em bolsa. Todas as empresas foram analisadas à luz de um conjunto de empresas do mesmo setor de atividade cotado em bolsa no ano em que ocorreu a transação. Os resultados demonstram que as empresas com o capital fechado apresentaram um desconto no valor dos seus múltiplos quando comparadas com as empresas cotadas em bolsa do seu setor. A ordem de grandeza do desconto é de 48% e 32% quando comparados os múltiplos EV/EBITDA e EV/Vendas, respetivamente.

O uso de múltiplos de avaliação de mercado tem ganho cada vez mais relevância, e, por isso, tem ganho cada vez mais notoriedade por parte dos académicos e profissionais a atuar nesta área. A utilização desta metodologia é também recomendada tanto pela norma internacional de contabilidade 13 (IFRS 13) como pela *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)* (Covrig & McConaughy, 2015; Dong et al., 2017; Ferraro, 2017; Gupta, 2018; López & Martín, 2019; Barwe, 2022; Coulon & Coulon, 2022). Por estes motivos, este é o método escolhido para a realização da parte empírica do presente trabalho.

Face ao exposto formulou-se o segundo objetivo específico de investigação deste trabalho:

Objetivo específico 2: A venda da MAS foi benéfica para o vendedor.

Tendo por base os estudos de Kaplan e Ruback (1995), Koeplin et al. (2000), Bajaj et al. (2001), Kooli et al. (2003), Damodaran (2005), Franco et al. (2008), Harjoto (2010), Karlsson e Jönsson (2022) pode

considerar-se que a venda da MAS foi benéfica para o vendedor se a diferença percentual resultante da diferença entre o valor de avaliação, calculado pelo método dos múltiplos e o valor real da venda da empresa for inferior a 20%.

2. Metodologia e Dados

Nesta secção é apresentada a metodologia que será utilizada neste estudo, bem como as fontes de onde foram recolhidos todos os dados necessários para a sua implementação de modo a responder aos objetivos específicos apresentados na secção número 1.

2.1 Objetivos de estudo

Este trabalho tem essencialmente 2 objetivos de investigação. O primeiro prende-se com a análise da alteração da estratégia de vendas da MAS, mais precisamente de auto venda para pré-venda, com o intuito de aferir se a mesma se revelou benéfica para a empresa. O segundo objetivo deste trabalho incide na determinação do justo valor da MAS, de modo a identificar se o vendedor fez ou não um negócio profícuo.

2.2 Metodologia

A nível metodológico, de modo a dar resposta ao objetivo específico número 1, neste trabalho vai proceder-se a uma análise quantitativa comparativa. Esta metodologia foi implementada nas investigações de Brătianu e Bălănescu (2008), Protopapas e Vlahou (2009), Agrawal (2021), Florido-Benítez (2021), Silva e Silva (2022) e Baptista e Quadros (2024). De seguida, e para avaliar e dar resposta ao objetivo específico número 2, vai analisar-se o valor da empresa aquando da venda, através do EV/Vendas, EV/EBITDA, EV/EBIT e PER.

2.3 Recolha de dados

Recolheram-se dados para o setor de atividade da empresa junto dos quadros do setor do banco de Portugal. A obtenção da informação deve ser realizada através de uma fonte fidedigna, pelo que tal como ocorreu no estudo de Kokény et al. (2022) os dados das empresas Euronext foram retirados do site Investing e confirmados no seu relatório e contas.

2.4 Amostra em Análise

Tal como sugerem Ribal et al. (2010), Damodaran (2012), Lambert e Grégoire (2021), Barwe (2022), Costa (2022), Coulon e Coulon (2022) e Karlsson e Jönsson (2022) neste trabalho utilizamos 17 empresas cotadas na Euronext que operam no mesmo setor da MAS para determinar os múltiplos do setor. Deste modo, na Tabela 1 estão as empresas que foram consideradas na análise.

Tabela 1. Empresas cotadas na Euronext utilizadas para determinar os múltiplos do setor.

Empresas Euronext	
Acomo N.V.	Sonae, SGPS, S.A.
Ahold Delhaize N.V.	Danone
Sligro Food Grp N.V.	Carrefour
Lotus Bakeries N.V.	Casino SA
Miko N.V.	Fonciere Euris
Sipef	Rallye
What's Cooking Group NV/SA	Saint Jean Groupe
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.	Savencia S.A.
Tipiak	

Fonte: Elaboração própria.

2.5 Período Amostral

De modo a responder ao objetivo específico número 1, neste trabalho vão ser analisadas as contas da MAS, mais precisamente as vendas, o EBITDA, o EBIT e o resultado líquido, no ano imediatamente anterior à alteração do seu modelo de negócio de auto venda para pré-venda (2018) e comparar com os anos que se seguiram (2019, 2020, 2021 e 2022).

Para analisar o objetivo número 2 e dado que a transação da empresa ocorreu no ano de 2023, considerando que as empresas analisadas são cotadas em bolsa, os dados analisados para avaliar o setor foram os anos de 2021 e de 2022.

2.6 Identificação dos instrumentos de avaliação

Neste sentido, e tal como referem Fernández (2001), Ribal et al. (2010), Agranat (2023) e Singh et al. (2023), é relevante referir que o EV/Vendas é calculado da seguinte forma:

$$\frac{\text{Capitalização bolsista} + \text{dívida financeira} - \text{caixa}}{\text{Vendas}} \quad (6)$$

De igual modo, Ribal et al., (2010), Weitl (2016) Fang (2023), Hong et al. (2023), Prabhakar e Japee (2023) referem que o EV/EBITDA é obtido da seguinte forma:

$$\frac{\text{Capitalização bolsista} + \text{dívida financeira} - \text{caixa}}{\text{EBITDA}} \quad (7)$$

De seguida, e tal como referem Ribal et al. (2010), Weitl (2016), Cunha et al. (2023), Eivazlu e Razaghi (2023), Zhang (2023), Pfirrmann e Eichner (2024) o EV/EBIT é calculado da seguinte forma:

$$\frac{\text{Capitalização bolsista} + \text{dívida financeira} - \text{caixa}}{\text{EBIT}} \quad (8)$$

Por último, o PER pode ser determinado do seguinte modo (Morris, 1994; Ribal et al., 2010; Anto net al., 2023; Muslikin et al., 2023):

$$\frac{\text{Capitalização bolsista}}{\text{Resultado líquido}} \quad (8)$$

3. Resultados

Nesta secção vai-se analisar numa primeira fase se a alteração do modelo de auto venda para pré-venda por parte da MAS se revelou benéfico para a empresa. De seguida será analisada a sua venda e se a mesma foi benéfica para o vendedor.

3.1. Análise à alteração de auto venda para pré-venda

Tal como recomendam Ma et al. (2021), Xie et al. (2022), Jiang et al. (2024), Serikov (2024) para analisar o impacto da alteração entre o modelo de auto venda e o modelo de pré-venda, neste trabalho vamos analisar a alteração das vendas, do EBITDA, do EBIT e do resultado líquido ao longo dos anos de 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022. De modo a ser possível obter uma referência com o setor de atividade, recorreu-se aos quadros do setor do Banco de Portugal para obter dados do setor de atividade da MAS. Para tal retiraram-se os dados para as empresas que têm o código de atividade empresarial número (46.390) (Comércio por grosso não especializado de produtos alimentares, bebidas e tabaco). Os dados estão retratados nas Tabelas 2, 3 e 4.

Tabela 2. Evolução das vendas.

MAS	2022	2021	2020	2019	2018
Valor	2 084 957,33 €	1 938 649,58 €	1 839 277,66 €	1 108 425,60 €	933 599,42 €
Variação das vendas	7,55%	5,40%	65,94%	18,73%	
Base 100 em 2018	223,32	207,65	197,01	118,73	100,00
Evolução do setor					
Valor Médio	4 456 000,00 €	3 645 000,00 €	3 591 000,00 €	3 963 000,00 €	4 105 000,00 €
Variação das vendas	22,25%	1,50%	-9,39%	-3,46%	
Base 100 em 2018	108,55	88,79	87,48	96,54	100,00

Fonte: Elaboração própria.

Através de uma análise à Tabela 2 é possível comprovar que a MAS registou uma evolução positiva das vendas de 2018 a 2022, passando de 933.599,42€ em 2018 para 2.084.957,33€, o que significa que registou uma taxa de crescimento das vendas anual média de impressionantes 22,25%. Esta dinâmica de crescimento parece ter começado em 2019, ano que ficou marcado pela alteração do modelo de venda da empresa de auto venda para pré-venda. O ano de 2020 parece ter sido de consolidação, tendo as vendas registado um aumento de 65,94% no seu valor absoluto face ao valor registado em 2019. O ano de 2021 e 2022 também ficou marcado por um aumento das vendas, contudo a sua magnitude é inferior à registada nos anos anteriores. No ano de 2022, a empresa registou uma variação positiva das vendas de 7,55%, valor que compara com a taxa de inflação desse ano registado em Portugal de 7,83% (Pordata, 2024).

Tabela 3. Evolução do EBITDA.

MAS	2022	2021	2020	2019	2018
Valor	160 077,96 €	130 248,27 €	114 146,83 €	85 770,14 €	63 468,07 €
Variação do EBITDA	22,90%	14,11%	33,08%	35,14%	
Base 100 em 2018	252,22	205,22	179,85	135,14	100,00
Evolução do setor					
Valor Médio	175 800,00 €	131 300,00 €	99 600,00 €	142 600,00 €	159 800,00 €
Variação do EBITDA	33,89%	31,83%	-30,15%	-10,76%	
Base 100 em 2018	110,01	82,17	62,33	89,24	100,00

Fonte: Elaboração própria.

Avaliando o EBITDA e margem líquida da MAS, para o ano de 2022 foi de 7,68% e 3,37%, respetivamente. Estes valores comparam com os valores de 3,95% e 2,14% registados pelo setor. O EBITDA apresenta oscilações ao longo do período em análise, registando uma queda no ano de 2021 para o valor de 14,11%, voltando novamente a aumentar para 22,90% em 2022. Estes dados indicam que a empresa MAS tende a apresentar melhores margens de EBITDA e margem líquida, do que o setor de atividade onde se insere.

Tabela 4. Evolução do resultado líquido.

MAS	2022	2021	2020	2019	2018
Valor	70 341,44 €	64 475,54 €	52 842,56 €	41 187,35 €	39 915,14 €
Varição do resultado líquido	9,10%	22,01%	28,30%	3,19%	
Base 100 em 2018	176,23	161,53	132,39	103,19	100,00
Evolução do setor					
Valor Médio	95 200,00 €	61 500,00 €	33 600,00 €	63 700,00 €	79 800,00 €
Varição do resultado líquido	54,80%	83,04%	-47,25%	-20,18%	
Base 100 em 2018	119,30	77,07	42,11	79,82	100,00

Fonte: Elaboração própria.

O setor de atividade apresentou um comportamento significativamente distinto da MAS. Isto porque de 2018 para 2019, registou uma variação negativa ao nível das Vendas, EBITDA e resultado líquido, facto que contrasta com a realidade positiva da MAS. Com o surgimento da pandemia de Covid-19, a evolução do setor registou uma quebra significativa do EBITDA de 30,15% e do resultado líquido de 47,25% valores que contrastaram com a evolução positiva da MAS de 33,08% e 28,30% no mesmo período. Os valores registados pelo setor eram de se esperar, pois como indicam Alfaro et al. (2020), Baker et al. (2020), Martins e Cró (2022) e Ribeiro (2023) o surgimento da pandemia da Covid-19 desencadeou em 2020 a maior recessão económica a nível mundial em 70 anos, pelo que Portugal não ficou imune a este fenómeno. Em 2021, o setor começou a mostrar sinais de recuperação ligeiras, com um aumento de 1,50% ao nível das vendas. O ano de 2022 foi marcado por uma recuperação robusta do setor, verificando-se um crescimento de 22,25% nas vendas, de 33,89% no EBITDA e 54,80% no resultado líquido. Ainda assim, e mesmo com esta recuperação, o setor como um todo registou um crescimento acumulado muito inferior quando comparado com o registado com a MAS, com um aumento de apenas 8,55% nas vendas desde 2018 e de 10,10% no EBITDA.

A MAS parece ter um volume de vendas muito inferior ao valor médio efetuado pelo setor, contudo quando analisamos o seu EBITDA e resultado líquido, é possível constatar que a mesma apresenta uma margem EBITDA e margem líquida superior à verificada pelo setor. A título de exemplo a margem Harbury (2014) e Selvanathan et al. (2016) referem que a utilização da base 100 facilita a comparação de variações percentuais ao longo do tempo entre a MAS e a média do setor de atividade. Deste modo,

de seguida são exibidas 2 figuras que comparam a evolução das vendas e do EBITDA tendo por consideração o ano de 2018 como de base 100.

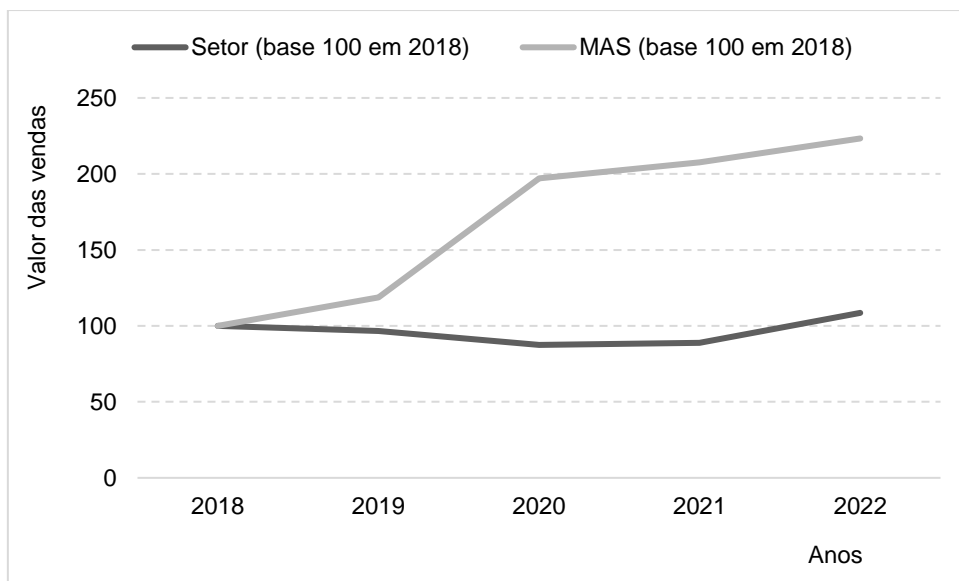


Figura 1. Evolução das vendas.

Fonte: Elaboração própria.

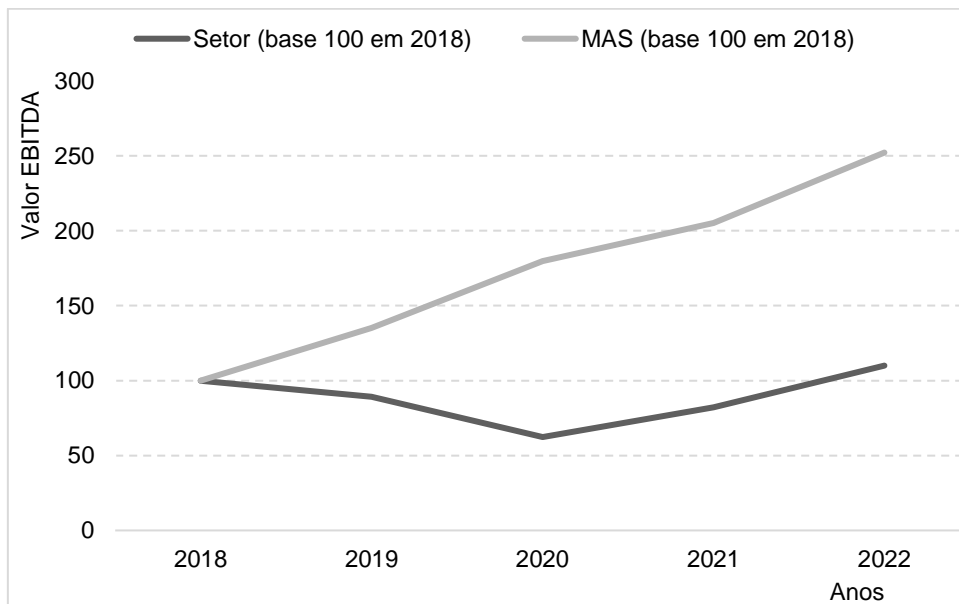


Figura 2. Evolução do EBITDA.

Fonte: Elaboração própria.

Com a utilização da base 100 em 2018 é possível identificar com maior facilidade a diferença de desempenho entre a MAS e o setor de atividade. O valor das vendas da MAS ultrapassou o valor de

220 em 2022, o que compara com o valor de 108,55 atingido pelo setor no mesmo período. De igual modo, o EBITDA da MAS atingiu o valor de 252,22 em 2022, enquanto o setor alcançou apenas o valor de 110,01. Estes resultados demonstram de forma clara que a MAS obteve um desempenho financeiro muito superior ao registado pelo setor de atividade durante o período analisado.

Estes dados sugerem que a alteração do modelo de auto venda para pré-venda ocorrido em meados de 2019 foi benéfico para a empresa. Esta alteração parece estar em linha com a literatura que refere que a alteração para o modelo de pré-venda pode tornar a empresa mais competitiva ao nível do preço e, com isso conseguir obter um volume de vendas superior ao que obteria com a estratégia de auto venda (Shugan & Xie, 2000; Tang et al., 2004; Cho & Tang, 2013; Xu & Ma, 2017; Ma et al., 2021; Xie et al., 2022; Jiang et al., 2024).

Para além do aumento das vendas, os resultados demonstram que a empresa aumentou a sua margem EBITDA de 6,80% em 2018 para 7,68% em 2022. Estes dados confirmam os estudos de Cachon (2004), Tang et al. (2004), Hui et al. (2008), Nocke et al. (2011), Xu et al. (2015), Dai et al. (2017), Cheng et al. (2018), Wei e Zhang (2018), Niu e Yang (2020), Bigne et al. (2021), Ma et al. (2021), Ma et al. (2022) Xie et al. (2022), Zhang et al. (2023), Zou (2023), Jiang et al. (2024) e Qin e Chen (2024) e sugerem que a alteração do modelo de auto venda para pré venda veio permitir que a logística da MAS ficasse planeada de modo mais eficiente, o que fez reduzir os desperdícios, obter os produtos por um preço mais acessível, melhorar a experiência do cliente e, conseqüentemente, reduzir o risco da atividade operacional e impactar positivamente os resultados operacionais da empresa.

Deste modo, os resultados deste estudo sugerem que alteração de modelo de auto venda para pré-venda veio provocar um impacto positivo no desempenho financeiro da MAS. Face ao exposto deu-se resposta ao objetivo específico número 1 deste trabalho.

Ainda assim, o ano de 2022 ficou marcado por um abrandamento do crescimento da MAS, tendo as vendas registado um aumento muito semelhante ao valor da inflação. Em conversa com a gerência, foi possível constatar que sentiam que o crescimento da empresa tinha voltado ao seu ponto cruzado, uma vez que tinha a sua posição consolidada no mercado e as perspectivas de crescimento, nos moldes em que o modelo de negócio da empresa assentava, eram diminutas.

Face ao exposto, era convicção da gerência que para fazer a empresa aumentar o seu volume de negócios num valor acima da inflação, algo teria de ser feito. Para tal, estava em cima de mesa a possibilidade de abrir um espaço físico, contudo essa possibilidade teria obrigatoriamente que fazer com que a MAS recorresse a financiamento bancário, circunstâncias que a empresa nunca experimentou em 3 décadas de atividade. Esta hesitação levou a que potenciais interessados na empresa fizessem demonstrar o seu interesse para a aquisição da mesma. Outro aspeto importante é que o gerente da MAS, na altura detentor da totalidade do capital social da empresa, já tinha 64 anos de idade. Esse facto acabou por pesar significativamente para que vendesse a empresa por

1.500.000,00€ em 2023. Deste modo, de seguida será analisado se o valor pelo qual a empresa foi transacionada se revelou benéfica para o vendedor.

3.2. Análise ao valor pelo qual a MAS foi vendida

Antes de analisarmos a empresa à luz do método de avaliação por múltiplos, Caballer e Moya (1998), Adelaja et al. (1999), Koeplin et al. (2000), Sales (2002), Block (2007), Vardavaki e Mylonakis (2007), Harjoto e Paglia (2010), Franco et al. (2008) e López e Martín (2019) indicam que é relevante analisar a empresa do ponto de vista económico-financeiro.

Deste modo, nas tabelas seguintes serão analisados os indicadores de liquidez, de rentabilidade e de endividamento da MAS e comparados com a média do setor.

Tabela 5. Indicador de liquidez geral da MAS e do setor de atividade.

MAS	2022
Liquidez Geral	2,64
Evolução do setor	
Liquidez Geral (valor médio)	1,56

Fonte: Elaboração própria.

O rácio de liquidez geral é obtido através do quociente entre o ativo corrente e o passivo corrente (Fernandes et al., 2012). Os autores afirmam que o valor de referência oscila entre cada setor de atividade, contudo um valor mínimo recomendado cifra-se em 1,30. Caballer e Moya (1998), Adelaja et al. (1999), Sales (2002) e Franco et al. (2008) referem que este indicador indica a facilidade que as empresas têm para cumprirem com os compromissos de curto prazo, pelo que quanto maior é este indicador, menos problemas de liquidez as empresas apresentam.

Como se pode verificar na Tabela 4, a empresa apresenta um nível liquidez acima do valor mínimo de referência e acima do valor médio do setor. Estes dados indicam que a empresa apresenta um menor risco de liquidez que as empresas do setor e que tinha em 2022 um valor elevado de inventário, o que pode impactar de forma significativo o valor pelo qual é transacionada (Adegbite & Ajagbe, 2023).

Já o nível de endividamento que é obtido através do rácio entre o passivo e o ativo das empresas, pode variar entre 0 e 1. Contudo, um excessivo peso do capital alheio no financiamento das empresas pode colocar em causa a sustentabilidade, uma vez que quanto mais endividadas as empresas se encontram, maiores serão os juros que terão de desembolsar aquando da amortização do capital em dívida, com conseqüente aumento do risco de incumprimento (Fernandes et al., 2012). Os autores indicam que as

empresas não devem, por isso, ter um rácio de endividamento superior a 0,66. Deste modo, de seguida na Tabela 6 é apresentado o nível de endividamento da MAS bem como o valor deste indicador para a média do setor de atividade.

Tabela 6. Indicador do endividamento da MAS e do setor de atividade.

MAS	2022
Endividamento	0,31
Evolução do setor	
Endividamento (valor médio)	0,71

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados demonstram que a MAS apresentava um rácio de endividamento muito inferior ao máximo recomendado pela literatura e menor do que o valor de endividamento registado por empresas do mesmo CAE. Estes resultados podem ser explicados pelo facto de a empresa não registar dívida bancária e demonstram que a empresa tinha um risco muito mais baixo de insolvência do que as empresas do seu setor.

De seguida, a rentabilidade operacional do ativo (ROA) que é obtida através do rácio entre o EBIT e o ativo total das empresas, é um indicador que avalia o retorno obtido em termos operacionais, por cada unidade monetária investida pela empresa sendo que, quanto maior o valor deste indicador, maior a propensão para o investimento gerar resultados (Fernandes et al., 2012). Deste modo, os autores indicam que as empresas devem ter um ROA o mais elevado possível. Assim, de seguida na Tabela 6 é exibido o ROA da MAS bem como o valor deste indicador para a média do setor de atividade.

Tabela 7. Indicador do ROA da MAS e do setor de atividade.

MAS	2022
ROA	0,13
Evolução do setor	
ROA (valor médio)	0,03

Fonte: Elaboração própria.

Através da análise da tabela, é possível constatar que o ROA da empresa é de 13%, valor que compara com a rentabilidade operacional de 3% do setor. Estes dados indicam que a MAS tem um desempenho

mais eficiente a converter o seu ativo em EBIT do que a maioria das empresas do setor de atividade onde se insere.

Feita uma análise à situação económico-financeira da empresa, de seguida na Tabela 8, apresentamos as estatísticas descritivas dos múltiplos das empresas cotadas em bolsa do setor da MAS.

Tabela 8. Estatísticas descritivas dos múltiplos das empresas cotadas.

Variável	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
EV/Vendas(x)	0,996	1,370	0,519	0,176	6,339
EV/EBITDA(x)	9,915	6,912	7,544	2,750	33,182
EV/EBIT(x)	16,431	11,454	13,665	4,933	58,585
PER(x)	23,041	21,263	14,331	5,201	105,670

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 8 releva que o valor médio de EV/Vendas e EV/EBITDA é de 0,996x e 9,915x, respetivamente. Estes valores encontram-se muito próximos dos valores apresentados por Ribal et al. (2010) para o mercado espanhol. De seguida, o EV/EBIT surge com o valor médio de 16,431 sendo que tal como sucede com todas as variáveis, a mediana é inferior à média, o que indica que a maioria das empresas da amostra têm múltiplos mais baixos, contudo os valores médios acabam por ser influenciados pelos valores mais extremos, sendo que no caso do EV/EBIT esse valor é de 58,59x. Por fim o PER registou um valor médio de 23,041x.

Tal como sucedeu nos estudos de Paglia e Koeplin et al. (2000), Kooli et al. (2003), Franco et al. (2008), Harjoto (2010), Elnathan et al. (2010), Macedo (2020) e Martins (2023) neste estudo vamos utilizar os valores médios dos múltiplos como o valor de referência para cada indicador específico.

De seguida, e tal como sugerem Damodaran (2012), Barwe (2022) e Coulon e Coulon (2022) devemos utilizar o valor das vendas, do EBITDA, do EBIT e do resultado líquido com os ajustes necessários de modo que estas rubricas sejam realmente “representativas da empresa em análise”. Contudo, e tal como foi a indicação do antigo gerente da empresa bem com a observação da mais recente evolução das vendas na altura da venda da empresa, a mesma encontrava-se numa situação de cruzeiro no que respeita à sua evolução, pelo que se podiam utilizar os valores das rubricas registadas no ano de 2022 para determinar os múltiplos pelos quais a empresa foi vendida. Neste sentido, na Tabela 9 são apresentados os resultados dos valores de avaliação determinados à luz dos múltiplos EV/Vendas, EV/EBITDA, EV/EBIT e PER.

Tabela 9. Avaliação do valor da empresa.

Indicador	EV/Vendas	EV/EBITDA	EV/EBIT	PER
Múltiplos do setor (1)	0,996x	9,915x	16,431x	23,041x
Rubrica da MAS (2)	2 084 957,33 €	160 077,96 €	104 589,29 €	70 341,44 €
Valor de avaliação da MAS 3 = (1*2)	2 076 696,26 €	1 587 178,06 €	1 718 458,28 €	1 620 757,85 €
Valor de venda real (4)	1.500.000,00€	1.500.000,00€	1.500.000,00€	1.500.000,00€
Diferença percentual face ao valor de venda $(\frac{3-4}{3})$	38,45%	5,81%	14,56%	8,05%

Fonte: Elaboração própria.

Analisando os resultados obtidos, é possível constatar sem surpresa que os valores de avaliação obtidos pelos múltiplos da empresa foram sempre superiores ao valor pelo qual a empresa foi transacionada. Contudo, o único indicador onde a diferença percentual face ao valor da venda é superior a 20% é no EV/Vendas. Os restantes 3 indicadores apresentam uma diferença percentual face ao valor de venda inferior a 15%, sendo que a menor diferença se registou ao nível do EV/EBITDA que é considerado por muitos autores como o indicador mais relevante na determinação do justo valor das empresas (Ribal et al., 2010; Weitzl, 2016; Fang, 2023; Hong et al., 2023; Prabhakar & Japee, 2023). Isto porque mais relevante do que as vendas que são realizadas pelas empresas, são os resultados operacionais que as mesmas são capazes de gerar. À luz deste indicador, o valor da empresa é de 1.587.178,06€; pelo que a diferença face ao valor pelo qual foi transacionada é de apenas 87.178,06€.

A impactar positivamente o valor da empresa pode ter estado o facto de a MAS apresentar indicadores de liquidez, endividamento e rendibilidade superiores ao setor e aos valores mínimos recomendados aquando da venda (Caballer & Moya, 1998; Adelaja et al., 1999; Koeplin et al., 2000; Sales, 2002; Block, 2007; Vardavaki & Mylonakis, 2007; Harjoto & Paglia, 2010; Franco et al., 2008, López & Martín, 2019).

Porém, existe um conjunto de motivos que podem ter impactado negativamente o valor da transação. Desde logo o contexto macroeconómico, uma vez que o conflito geopolítico vivido na Europa fez aumentar a incerteza, a taxa de inflação e, conseqüentemente, as taxas de juro de referência com conseqüente expectativa de desvalorização dos ativos (Maksimovic, 2013; Adra et al., 2020; Musah et al., 2020; David, 2021; Karlsson & Jönsson, 2022). A título de exemplo e de acordo com o Banco de

Portugal (2024), em 2019 a taxa de juro de referência de depósito era de -0,5% ao passo que no início de 2023 era de 2,50%.

Adicionalmente, o facto de a empresa não ser obrigada a ter um revisor oficial de contas (ROC), nem a ter as contas auditadas pode ter impactado negativamente o seu preço (Ball & Shivakumar, 2005; Franco et al., 2008). De igual modo, existem outras características que terão certamente impactado negativamente o valor da empresa, desde logo o facto de ser menos líquida do que uma empresa do mesmo setor cotada, o facto de ser de menor dimensão do que todas as empresas cotadas em bolsa analisadas em termos do valor total de ativos e o facto da MAS estar muito dependente do Sr. Maurício (gerente da empresa na altura da venda) (Barwe, 2022; Coulon & Coulon, 2022).

O PER é o segundo indicador com menor diferença face ao valor pelo qual a empresa foi transacionada, sendo esta diferença de 8,05%. Já o EV/EBIT apresenta uma diferença de 14,56%, ainda assim, estas diferenças percentuais face ao valor da venda encontram-se distantes do patamar de 20% definido pela generalidade da literatura como o desconto que as aquisições das empresas não cotadas tendem a registar. Estes resultados parecem sugerir que a venda foi benéfica para o vendedor, pelo que se deu resposta ao objetivo específico número 2 deste trabalho.

3.3. Análise à política de redução de stocks da MAS

Na tabela 10, serão analisados os valores de inventários e tempo médio de stock da MAS e comparados com a média do setor em Portugal.

Tabela 10. Análise inventários da MAS e do setor de atividade.

MAS	2022	2021	2020	2019	2018
Inventários	415 504,00 €	388 248,93 €	251 558,82 €	151 191,28 €	143 008,87 €
Tempo Médio de Stock (dias)	73	73	50	50	56
Evolução do setor					
Inventários (valor médio)	320 300,00 €	365 900,00 €	322 200,00 €	376 000,00 €	364 900,00 €
Tempo Médio de Stock (dias)	26	37	33	35	32

Fonte: Elaboração própria.

No intervalo de anos de 2018 a 2020 os valores de inventários da MAS estiveram abaixo do valor médio do setor de atividade em Portugal, para os anos de 2021 e 2022 a empresa apresenta valores superiores aos da média do setor, evidenciando que os stocks da empresa apresentam um maior peso que o setor. O aumento deste valor é explicado pelo aumento das vendas nos anos da reforma do modelo de auto venda para pré-venda, com conseqüente aumento no volume de vendas.

Quanto ao tempo médio de stock em armazém, a empresa em 2018 apresenta inventários que permanecem em média 56 dias em stock e 32 dias no setor, ambos apresentam estabilidade relativa aos anos seguintes de 2019 e 2020. Na MAS os inventários permanecem mais tempo em armazém para satisfazer os consumos que no setor. Nos anos de 2021 e 2022 o tempo médio de stock aumenta para 73 dias, facto que é justificado para aproveitar descontos de quantidade e procurar prevenir ruturas de stock, tornando-se maior o tempo de escoamento do stock existente e como consequência aumenta o tempo médio de stock. Relativamente ao mercado externo, a empresa apostou na importação de mercadorias que requerem um adiantamento parcial ou total, variando de fornecedor, que por sua vez tem implicações na tesouraria da empresa.

Os valores de tesouraria podem aumentar quando se pratica uma gestão de stocks eficaz, podendo diminuir o fundo de maneio necessário através da redução do número de dias de stock e, por sua vez libertando capital para realizar outro tipo de investimentos. Em contrapartida, o excesso de stock tem consequência na liquidez da empresa, uma vez que o processo de transformação dos stocks existentes em vendas e consequente entrada de receitas é mais demorado, agravando a tendência para entrar em ciclos de endividamento, aumentando os custos financeiros (Carvalho, 2010).

Em suma, uma gestão económica dos stocks, com o propósito de redução dos stocks melhora o rácio de liquidez geral da empresa, isto porque a redução dos stocks provoca um aumento na rotação de existências, encurtando assim o processo de recuperação do capital investido em stocks (Carvalho, 2010).

A estratégia atual que está a ser seguida pela MAS em termos de previsões da procura, é admitir que a quantidade de unidades vendidas de um determinado produto, num determinado mês, será igual à quantidade de unidades vendidas que foi constatada no mês homólogo do ano anterior. Esta estratégia tem como inconveniente o facto de não analisar diversos parâmetros que podem ser importantes para realizar uma boa previsão da procura. No entanto, esta estratégia de realizar previsões poderá ser eficaz para séries onde se verifique um comportamento de vendas com uma tendência estável onde a sazonalidade poderá ou não estar presente. Caso a série apresente uma tendência crescente/decrescente, tal estratégia poderá levar a que ocorram erros de previsão, tendo em conta planos de compras estabelecidos pela MAS com base nas previsões efetuadas. A alteração da estratégia de auto venda para pré-venda ocorrido em 2019, serve como auxílio para a estratégia de gestão de stocks, uma vez que é possível perceber com antecedência, quais os produtos e quantidades vendidas aos clientes, com um faseamento temporal entre o momento em que a encomenda é colocada e o ato de entrega da mercadoria.

Conclusões e recomendações

Este trabalho de investigação teve como finalidade estudar a empresa MAS que opera no setor da distribuição alimentar, de bebidas e tabaco há mais de 3 décadas. Deste modo, o primeiro aspeto que foi abordado cifrou-se na determinação do impacto da alteração do modelo de vendas da MAS, de auto venda para pré-venda que ocorreu no ano de 2019, no seu desempenho financeiro. Para tal foi realizada uma análise quantitativa comparativa entre o ano de 2018 e o ano de 2022. Adicionalmente, e tendo em consideração que a empresa foi vendida em 2023 pelo valor de 1.500.000,00€, neste trabalho tentamos também averiguar se a venda ocorreu por um valor benéfico para o vendedor. Para tal recorreu-se à metodologia de múltiplos de avaliação, mais precisamente, através dos indicadores de EV/Vendas, EV/EBITDA, EV/EBIT e PER.

Os resultados obtidos através da análise quantitativa comparativa parecem claros e sugerem que a alteração do modelo de vendas da MAS de auto venda para pré-venda impactou positivamente as suas vendas, os seus resultados operacionais, bem como as suas margens de negócio. Os resultados corroboraram a literatura existente sobre o tema, que refere que o modelo de pré-venda faz com que as empresas aumentem o seu nível de eficiência quer através da redução dos desperdícios quer através da melhoria da operação logística.

Relativamente à venda da empresa, a literatura sugere que existem diversos fatores que podem influenciar de modo negativo o preço das empresas não cotadas em bolsa em comparação com as empresas cotadas. Esta diferença pode ser explicada pelo facto de as empresas não cotadas tenderem a apresentar mais irregularidades nas contas, tenderem a ser de menor dimensão, serem mais difíceis de transacionar e de estarem mais dependentes da sua gestão, pelo que um conjunto alargado de autores demonstra que empresas não cotadas tendem a ser transacionadas por descontos nunca inferiores a 20%.

Neste sentido, a avaliação realizada à transação demonstrou que os valores de avaliação da empresa foram, sem surpresa, superiores ao valor transacionado. Contudo, a grande descoberta centrou-se no facto de que o EV/EBITDA, EV/EBIT e o PER terem uma diferença percentual face ao valor real da venda inferior a 20%, facto que nos levou a concluir que este negócio foi mais benéfico para o vendedor.

As principais vantagens da constituição de stocks prendem-se com a obtenção de descontos de quantidade, a minimização de riscos de ruturas de stock e a célere capacidade de resposta ao cliente, uma vez que existe disponibilidade imediata de produto para entrega, com consequente aumento do nível de satisfação do cliente. Por outro lado, a constituição de stocks também apresenta algumas desvantagens, tais como: o excesso de stock que se traduz em capital imobilizado, o aumento dos custos diretos e do custo total de aprovisionamento.

A empresa MAS não apresenta nenhuma estratégia de gestão de stocks, que serve como apoio à tomada de decisão por parte da gestão, o que é crucial para a maximização do lucro e valor da empresa. Desta forma, recomenda-se aplicar novas estratégias como o modelo de previsão da procura, modelo estocástico de revisão contínua dos stocks, implementando um software de gestão de stocks. Cabendo essa decisão ao gerente da empresa.

Por último, é importante salientar que este trabalho apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, não foi possível obter dados anteriores a 2018, facto que não nos permitiu fazer um melhor enquadramento do modelo de auto venda que a empresa utilizava na época. Outra limitação incide no facto de que toda a análise se focou apenas na empresa MAS, que é apenas uma empresa, o que limita a generalização dos resultados. Adicionalmente, o período da análise coincidiu com fenómenos anormais, como foi o caso do contexto pandémico da Covid-19 e do conflito entre a Rússia e a Ucrânia. Deste modo, para investigações futuras seria interessante analisar a introdução das tecnologias digitais no processo de venda da empresa. Adicionalmente, seria interessante analisar com maior profundidade as transações de empresas não cotadas que ocorreram no setor da distribuição alimentar, de bebidas e tabaco em Portugal.

Referências

- Aaker, D. A., & Mascarenhas, B. (1984). The need for strategic flexibility. *The Journal of Business Strategy*, 5(2), 74.
- Adegbite, T. A., & Ajagbe, S. T. (2023). Inventory Effectiveness and Nigeria Manufacturing Companies: Analysis with Return on Equity. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 7(4), 1-12.
- Adelaja, A., Nayga Jr, R., & Farooq, Z. (1999). Predicting mergers and acquisitions in the food industry. *Agribusiness: An International Journal*, 15(1), 1-23.
- Adra, S., Barbopoulos, L. G., & Saunders, A. (2020). The impact of monetary policy on M&A outcomes. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101529.
- Aftab, J., Abid, N., Cucari, N., & Savastano, M. (2023). Green human resource management and environmental performance: The role of green innovation and environmental strategy in a developing country. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 1782-1798.
- Agranat, V. (2023). Evaluation of Impact of ESG Rating and Environmental Performance Factors on the Level of Credit Risk and Shareholder Expectations of Companies in Carbon-Intensive Industries from BRICS Countries. *Корпоративные финансы*, 17(2), 68-84.
- Agrawal, A. (2021). Sustainability of airlines in India with Covid-19: Challenges ahead and possible way-outs. *Journal of Revenue and Pricing Management*, 20(4), 457-472.
- Akçay, Y., Natarajan, H. P., & Xu, S. H. (2010). Joint dynamic pricing of multiple perishable products under consumer choice. *Management Science*, 56(8), 1345-1361.
- Alexandre, F. (2023). *A Produtividade e a Qualidade do Emprego*. Conselho Económico e Social.
- Alexandre, F., Bação, P., & Veiga, F. J. (2022). The political economy of productivity growth. *European Journal of Political Economy*, 75, 102185.
- Alexandre, F., Jalles, J., Martins, J., Brinca, P., Sequeira, T., Montelius, L., Ferrão, P., Verejão, J., Portela, M., Vasconcelos, J., Cerejeira, J., Costa, H., Cruz, C., Januário, J., Catão, L., Faria, P., Martins, A., Dietrich, T., Marchioro, F., Rosa, R., Sá, M., Silva, A. & Santos, C. (2021). Do made in ao created in: um novo paradigma para a economia portuguesa. *Fundação Francisco Manuel dos Santos*.
- Alfaro, L., Chari, A., Greenland, A. N., & Schott, P. K. (2020). *Aggregate and firm-level stock returns during pandemics, in real time* (No. w26950). National Bureau of Economic Research.
- Alves, R. (2018). *Vehicle Routing and Tour Planning Problem: A Cement Industry Case Study* (Master's thesis, Universidade do Minho (Portugal)).

- Anton, A., Lorensa, S., Purnama, I., Eddy, P., & Andi, A. (2023). Net Profit Margin, Earnings per Share, Return on Asset, Debt Equity Ratio, and Current Ratio on Firm Value in Agricultural Sector Companies Listed on Indonesia Stock Exchange 2016-2021. *Journal of Applied Business and Technology*, 4(2), 155-167.
- Bahrami, H., & Evans, S. (2014). *Super-flexibility for knowledge enterprises: a toolkit for dynamic adaptation*. Springer.
- Bajaj, M., Denis, D. J., Ferris, S. P., & Sarin, A. (2001). Firm value and marketability discounts. *J. Corp. L.*, 27, 89.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K., Sammon, M., & Viratyosin, T. (2020). The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *The review of asset pricing studies*, 10(4), 742-758.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 83-128.
- Banco de Portugal (2024). Taxas de juro oficiais e de referência Disponível em: <https://www.bportugal.pt/page/taxas-de-juro-oficiais-e-de-referencia> (Consultado em: 17 de agosto de 2024).
- Baptista, C., & Quadros, R. C. (2024). European Airlines in Turmoil: Post-Pandemic Challenges and Recovery Efforts. In *Strategic Management and Policy in the Global Aviation Industry* (pp. 53-70). IGI Global.
- Barbosa, M., Castañeda-Ayarza, J. A., & Ferreira, D. H. L. (2020). Sustainable strategic management (GES): Sustainability in small business. *Journal of cleaner production*, 258, 120880.
- Barwe, T. (2022). *Valuation of unlisted equity instruments for financial reporting purposes* (Doctoral dissertation, University of Johannesburg).
- Bian, X., Yao, G., & Shi, G. (2020). Social and natural risk factor correlation in China's fresh agricultural product supply. *PLoS one*, 15(6), e0232836.
- Bigne, E., Nicolau, J. L., & William, E. (2021). Advance booking across channels: The effects on dynamic pricing. *Tourism Management*, 86, 104341.
- Block, S. (2007). The liquidity discount in valuing privately owned companies. *Journal of Applied Finance*, 17(2), 33.
- Boyacı-Gündüz, C. P., Ibrahim, S. A., Wei, O. C., & Galanakis, C. M. (2021). Transformation of the food sector: Security and resilience during the COVID-19 pandemic. *Foods*, 10(3), 497.
- Brătianu, C., & Bălănescu, G. V. (2008). Vision, mission and corporate values. A comparative analysis of the top 50 US companies. *Management & Marketing*, 3(3), 19-38.

- Caballer, V., & Moya, I. (1998). Valoración bursátil de empresas agroalimentarias. *Investigación Agraria: Economía*, 9(3), 319-344.
- Cabuay, C. J. R., & Castillo, P. (2015). Industry Career Guide: Wholesale and Retail Trade.
- Cachon, G. P. (2004). The allocation of inventory risk in a supply chain: Push, pull, and advance-purchase discount contracts. *Management science*, 50(2), 222-238.
- Cahayani, D., Sulistiyono, A., & Asrori, M. H. (2019). Consumer Protection Model in the Practice of Selling and Purchasing Apartments With Pre-Project Selling System in Indonesia. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 10(3).
- Carvalho, J. C. (2010). *Logística e gestão da cadeia de abastecimento* (3ª Ed.). Edições Sílabo.
- Caselli, S., & Gatti, S. (Eds.). (2004). *Venture capital: A euro-system approach*. Springer Science & Business Media.
- Chastenet, E., & Jeannin, G. (2007). *Evaluation d'entreprise: quelles sont les méthodes réellement appliquées par les analystes financiers?* (No. halshs-00753173).
- Cheng, Y., Li, H., & Thorstenson, A. (2018). Advance selling with double marketing efforts in a newsvendor framework. *Computers & Industrial Engineering*, 118, 352-365.
- Cho, S. H., & Tang, C. S. (2013). Advance selling in a supply chain under uncertain supply and demand. *Manufacturing & Service Operations Management*, 15(2), 305-319.
- Civera, J. M. S. (2002). La valoración de empresas asociativas agrarias: una aplicación de la metodología analógico-bursátil. *CIRIEC-España, revista de economía pública, social y cooperativa*, (41), 213-234.
- Comment, R. (2012). Revisiting the Illiquidity Discount for Private Companies: A New (and “Skeptical”) Restricted-Stock Study. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(1), 80-91.
- Costa, L. M. (2022). The impact of productivity on Euronext stock returns. *European Journal of Applied Business and Management*, 8(4).
- Coulon, Y., & Coulon, Y. (2022). Market Approach to Valuation. *Small Business Valuation Methods: How to Evaluate Small, Privately-Owned Businesses*, 109-130.
- Covrig, V., & McConaughy, D. L. (2015). Public versus private market participants and the prices paid for private companies. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 10(1), 77-97.
- Cox, J. (2021). The higher education environment driving academic library strategy: A political, economic, social and technological (PEST) analysis. *The Journal of Academic Librarianship*, 47(1), 102219.

- Cunha, A. M. S., Bartolomeu, E. T., dos Santos Arueira, G. V., & de Araujo, S. J. (2023). Valuation: uma estudo de análise financeira sobre a Vale SA. *Humanas Sociais & Aplicadas*, 13(38), 51-52.
- Czinkota, M. R., Kotabe, M., Vrontis, D., Shams, S. R., Czinkota, M. R., Kotabe, M., ... & Shams, S. R. (2021). Selling and sales management. *Marketing Management: Past, Present and Future*, 649-693.
- Dai, Z., Aqlan, F., & Gao, K. (2017). Optimizing multi-echelon inventory with three types of demand in supply chain. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 107, 141-177.
- Damodaran, A. (2005). Marketability and value: Measuring the illiquidity discount. *Available at SSRN 841484*.
- Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics: A survey of the theory and evidence*. 2nd ed. Hanover: Now Publishers Inc.
- Damodaran, A. (2011). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666). John Wiley & Sons.
- David, J. M. (2021). The aggregate implications of mergers and acquisitions. *The Review of Economic Studies*, 88(4), 1796-1830.
- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What valuation models do analysts use?. *Accounting horizons*, 18(4), 221-240.
- Dobbs, M. E. (2014). Guidelines for applying Porter's five forces framework: a set of industry analysis templates. *Competitiveness review*, 24(1), 32-45.
- Dong, J., Jiao, D., & Sun, X. (2017). Acquisition discount and valuation effect of private M&As in China. *Journal of Systems Science and Complexity*, 30(6), 1364-1381.
- Duary, A., Das, S., Arif, M. G., Abualnaja, K. M., Khan, M. A. A., Zakarya, M., & Shaikh, A. A. (2022). Advance and delay in payments with the price-discount inventory model for deteriorating items under capacity constraint and partially backlogged shortages. *Alexandria Engineering Journal*, 61(2), 1735-1745.
- Dukes, W. P., & English II, P. C. (2006). How do practitioners value common stock?. *The Journal of Investing*, 15(3), 90-104.
- Eivazlu, R., & Razaghi, D. (2023). Presenting a suitable model for the valuation of companies. *Journal of Securities and Exchange*, 16(62), 253-282.

- Elnathan, D., Gavius, I., & Hauser, S. (2010). An analysis of private versus public firm valuations and the contribution of financial experts. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 387-412.
- Esty, D. C., & Winston, A. (2009). *Green to gold: How smart companies use environmental strategy to innovate, create value, and build competitive advantage*. John Wiley & Sons.
- Evangelista, W. R. M. C. (2017). Desafios da comunicação organizacional em consultoria de serviços bancários.
- Fang, X., & Chen, H. C. (2022). Using vendor management inventory system for goods inventory management in IoT manufacturing. *Enterprise Information Systems*, 16(7), 1885743.
- Fang, Z. (2023). Research and Application of Company Valuation Methods. *BCP Business & Management GEBM*, 2023.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2012). Análise Financeira-Teoria e Prática. *Lisboa: Edições Sílabo*.
- Fernandez, P. (2001). Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions. *IESE Business School*, 1(2001), 1-13.
- Fernandez, P. (2019). Finance for Managers. *Available at SSRN 3396089*.
- Ferraro, O. (2017). Business valuation: premiums and discounts in international professional practice. *In Financial Environment and Business Development: Proceedings of the 16th Eurasia Business and Economics Society Conference* (pp. 79-88). Springer International Publishing.
- Florida-Benítez, L. (2021). The effects of COVID-19 on Andalusian tourism and aviation sector. *Tourism Review*, 76(4), 829-857.
- Franco, G., Gavius, I., Jin, J., & Richardson, G. D. (2008). The private company discount and earnings quality (Working Paper). University of Toronto.
- Friedl, G., & Schwetzler, B. (2009). Inflation, Wachstum und Unternehmensbewertung. *Wirtschaftsprüfung*, 62(3), 152.
- Gerard, H., & Bruijl, T. (2019). *The relevance of Porter's five forces in today's innovative and changing business environment*. SSRN.
- Gonçalves, A. (2016). *Research of the Internet of Things business models in Portugal* (Master's thesis, Universidade NOVA de Lisboa (Portugal)).
- Goyal, A. (2020). A critical analysis of Porter's 5 forces model of competitive advantage. *Goyal, A. (2021). A Critical Analysis of Porter's, 5*.

- Guarin, A. (2009). *Old links in a new chain: The unlikely resilience of corner stores in Bogota, Colombia*. University of California, Berkeley.
- Guo, X., Zhou, Q., & Bian, J. (2022). Online retailers' platform-based Worry-Free-Shopping: Retailing strategy considering consumer valuation bias. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 167, 102902.
- Gupta, V. (2018). Predicting accuracy of valuation multiples using value drivers: evidence from Indian listed firms. *Theoretical Economics Letters*, 8(5), 755-772.
- Gupta, V., & Chutani, A. (2020). Supply chain financing with advance selling under disruption. *International Transactions in Operational Research*, 27(5), 2449-2468.
- Harbury, C. (2014). *Workbook in introductory economics*. Elsevier.
- Harefa, M. S., Manurung, A., & Harefa, E. Y. (2023). A Digital World: Role of Electronic Invoice for Personal Taxpayer Compliance. *Jurnal Penelitian Pendidikan IPA*, 9(SpecialIssue), 1328-1333.
- Harjoto, M. & Paglia, J. (2010). The discount for lack of marketability in privately owned companies: a multiples approach. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 5(1).
- Hase, S., Busch, C., Hase, S., & Busch, C. (2018). Sales management. *The Quintessence of Sales: What You Really Need to Know to Be Successful in Sales*, 77-122.
- He, Z. (2021). Analysis of the agricultural E-Commerce in Rural China. In *Proceedings of the 2021 12th International Conference on E-Education, E-Business, E-Management, and E-Learning* (pp. 360-363).
- Hinson, R. E., Adeola, O., & Amartey, A. F. O. (2018). *Sales Management: A Primer for Frontier Markets*. IAP.
- Hollensen, S., & Opresnik, M. O. (2015). *Marketing: A relationship perspective*. Vahlen.
- Hong, J. W., Meidell, J. E., & Kim, H. J. (2023). M&A valuation for going concern: A case study using Samsung electronics' adjusted EBITDA Multiple. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2209975.
- Hong, W., & Yuling, S. (2019). A Study of the Omni-channel Operational Mode of Fresh Agricultural Products Supply Chain. *Industrial Engineering Journal*, 22(6), 74.
- Houben, G., Lenie, K., & Vanhoof, K. (1999). A knowledge-based SWOT-analysis system as an instrument for strategic planning in small and medium sized enterprises. *Decision support systems*, 26(2), 125-135.
- Hui, S. K., Eliashberg, J., & George, E. I. (2008). Modeling DVD preorder and sales: An optimal stopping approach. *Marketing Science*, 27(6), 1097-1110.

- Jiang, M., Qin, L., Zuo, W., & Hu, Q. (2024). Selection of presale models for innovative products considering channel preferences and valuation differences. *Plos one*, 19(3), e0299945.
- Jiménez-Partearroyo, M., & Medina-López, A. (2024). Leveraging Business Intelligence Systems for Enhanced Corporate Competitiveness: Strategy and Evolution. *Systems*, 12(3), 94.
- Jin, W., Luo, J., & Zhang, Q. (2018). Optimal ordering and financing decisions under advance selling and delayed payment for a capital-constrained supply chain. *Journal of the Operational Research Society*, 69(12), 1978-1993.
- Jofre, S. (2011). *Strategic Management: The theory and practice of strategy in (business) organizations*.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2008). *The execution premium: Linking strategy to operations for competitive advantage*. Harvard business press.
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. *The journal of Finance*, 50(4), 1059-1093.
- Karlsson, A., & Jönsson, E. (2022). The Private Company Discount: An acquisition study of public and private companies on the Swedish market.
- Karlsson, I. C. M., Mukhtar-Landgren, D., Smith, G., Koglin, T., Kronsell, A., Lund, E., ... & Sochor, J. J. T. R. P. A. P. (2020). Development and implementation of Mobility-as-a-Service—A qualitative study of barriers and enabling factors. *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 131, 283-295.
- Katz, A. (2014). The First Sale Doctrine and the Economics of Post-Sale Restraints. *BYU L. Rev.*, 55.
- Klein, C. & Scheibel, M. (2012). The Private Company Discount from a European Perspective: An Analysis Based on the Acquisition Approach for Comparable Transactions of European Target Companies. *The Journal of Private Equity*, 16(1), pp. 74-82.
- Koeplin, J., Sarin, A., & Shapiro, A. C. (2000). The private company discount. *Journal of applied corporate finance*, 12(4), 94-101.
- Kokény, L., Kenesei, Z., & Neszveda, G. (2022). Impact of COVID-19 on different business models of European airlines. *Current issues in tourism*, 25(3), 458-474.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.
- Kooli, M., Kortas, M., & L'her, J. F. (2003). A new examination of the private company discount: The acquisition approach. *The Journal of Private Equity*, 6(3), 48-55.

- Kumar, S., Sureka, R., Lim, W. M., Kumar Mangla, S., & Goyal, N. (2021). What do we know about business strategy and environmental research? Insights from Business Strategy and the Environment. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3454-3469.
- Lambert, A., & Grégoire, P. (2021). Impact of greenhouse gas emissions disclosure policy on stock returns of Euronext listed companies.
- Ling, R., & Yen, D. C. (2001). Customer relationship management: An analysis framework and implementation strategies. *Journal of computer information systems*, 41(3), 82-97.
- Liu, Q., & Zhang, D. (2013). Dynamic pricing competition with strategic customers under vertical product differentiation. *Management Science*, 59(1), 84-101.
- López, Á. R., & Martín, G. R. (2019). The marketability discount in Spanish valuation multiples: Investors' perception in listed companies versus private transactions. *Journal of business economics and management*, 20(1), 107-130.
- Luehrman, T. A. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard business review*, 75(3), 132-132.
- Ma, L., Yan, X., & Huo, Y. (2021). Research on the inventory of online merchants in the pre-sale mode of deposit. *International Journal of Innovative Computing, Information and Control*, 17(3), 1075-1083.
- Ma, S., Li, G., Sethi, S. P., & Zhao, X. (2022). Advance booking discount strategies: competition, information transparency and spot market. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 158, 102589.
- Macedo, D. (2020). *Pirelli & SpA: Equity Valuation Research* (Master's thesis, Universidade Catolica Portuguesa (Portugal)).
- Mankins, M. C., & Steele, R. (2005). Turning great strategy into great performance. *Harvard business review*, 2607.
- Maria, V. I., Koeswahyono, I., & Amiputra, S. (2022). Consumer's legal protection in the sale and purchase of flats in the pre-project selling system. *International Journal of Research in Business and Social Science (2147-4478)*, 11(2), 454-461.
- Marr, B. (2012). *Key Performance Indicators (KPI): The 75 measures every manager needs to know*. Pearson UK.
- Martins, A. M., & Cró, S. (2022). Airline stock markets reaction to the COVID-19 outbreak and vaccines: An event study. *Journal of Air Transport Management*, 105, 102281.

- Martins, S. A. M. G. (2023). *The valuation of a non-listed company: the case of a cybersecurity firm* (Doctoral dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão).
- Mishra, P., & Yadav, M. (2021). Environmental capabilities, proactive environmental strategy and competitive advantage: A natural-resource-based view of firms operating in India. *Journal of cleaner production*, 291, 125249.
- Morris E.L. (1994). Why acquirers may need to rethink terminal values. *Mergers and Acquisitions* 29, 24-29.
- Musah, A., Abdulai, M., & Baffour, H. (2020). The effect of mergers and acquisitions on bank performance in Ghana. *Asian Journal of Economics and Empirical Research*, 7(1), 36-45.
- Muslikin, M., & Alim, R. (2023). The Impact of Current Ratio, Total Asset Turnover, Debt Equity Ratio, Return on Equity, And Price Earning Ratio Toward Stock Return. *Indikator: Jurnal Ilmiah Manajemen dan Bisnis*, 7(3), 100-112.
- Muzwardi, A., & Simbolon, G. (2024). SWOT and PEST analysis in tourism management in Bintan Regency. *Indonesian Tourism Journal*, 1(1), 82-92.
- Niu, Q., & Yang, F. (2020). The Impact of Advance Selling Strategies on a Three-Echelon Supply Chain in the Presence of Social Influence. *Mathematical Problems in Engineering*, 2020(1), 9823731.
- Nocke, V., Peitz, M., & Rosar, F. (2011). Advance-purchase discounts as a price discrimination device. *Journal of economic theory*, 146(1), 141-162.
- Parmenter, D. (2015). *Key performance indicators: developing, implementing, and using winning KPIs*. John Wiley & Sons.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Schøler, F. (2006). Issues in valuation of privately held firms. *The Journal of Private Equity*, 33-48.
- Pfirrmann, M., & Eichner, K. (2024). How activist investors value target firms: Evidence from hedge fund presentations. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 35(2), 357-374.
- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M., & Vieira, E. (2011). Risco Financeiro-Medida e Gestão. *Lisboa: Edições Sílabo*, 16-17.
- Pookandy, J. (2024). Enhancing customer relationship management with Salesforce: A comprehensive review. *International Journal of Computer Engineering and Technology (IJCET)*, 15(4), 64-84.
- Pordata (2024). Taxa de inflação por bens e serviços (%) - índice de preços no consumidor (IPC). Qual é a variação média anual do índice de preços no consumidor (IPC) português por tipo de bens ou serviços, como alimentação ou transportes? Disponível em:

<https://www.pordata.pt/pt/estatisticas/inflacao/taxa-de-inflacao/taxa-de-inflacao-por-bens-e-servicos-indice-de-precos-no> (Consultado em: 17 de agosto de 2024).

- Prabhakar, B. A., & Japee, G. P. (2023). Assessment of Listed Cement Companies in India with Reference to Specific Valuation Parameters. *Assessment*, 7(2).
- Protopapas, A., & Vlahou, E. L. (2009). A comparative quantitative analysis of Greek orthographic transparency. *Behavior research methods*, 41, 991-1008.
- Qin, X., & Chen, H. (2024). Research on Multi-Channel Pre-Sale Strategies for New Retail Enterprises in the Context of Big Data. In *Modern Management based on Big Data V* (pp. 208-215). IOS Press.
- Ramírez, A. A. R., & de Lema, D. G. P. (2006). La valoración de empresas en España: un estudio empírico. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 35(132), 913-934.
- Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.
- Ribal, J., Blasco, A., & Segura, B. (2010). Estimation of valuation multiples of Spanish unlisted food companies. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 8(3), 547-558.
- Ribeiro, P. C. C. (2023). Política monetária do BCE e resposta à crise pandémica: Comparação com a recente crise financeira.
- Rodriguez, M., & Boyer, S. (2020). The impact of mobile customer relationship management (mCRM) on sales collaboration and sales performance. *Journal of marketing analytics*, 8(3), 137.
- Selvanathan, E. A., Selvanathan, S., & Keller, G. (2016). *Business Statistics: Australia New Zealand with Online Study Tools 12 Mo Nths*. Cengage AU.
- Serikov, B. (2024). Customer relationship management in a logistics company in the digital economy.
- Sheng, J., & Lu, Q. (2020). The influence of information communication technology on farmers' sales channels in environmentally affected areas of China. *Environmental Science and Pollution Research*, 27(34), 42513-42529.
- Shugan, S. M., & Xie, J. (2000). Advance pricing of services and other implications of separating purchase and consumption. *Journal of Service Research*, 2(3), 227-239.
- Silva, R. C., & Silva, A. Q. (2022). Turismo, o setor de aviação e os reflexos da Covid-19 Um estudo comparativo sobre as companhias aéreas no Brasil: Azul, GOL e TAM. *Revista Científica Hermes*, (31), 57-75.

- Singh, V., Sui, S., & Guo, X. (2023). Board gender diversity, government subsidies, and green vehicles sales: Evidence from China. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 32(2), 790-801.
- Steiner, G. A. (2010). *Strategic planning*. Simon and Schuster.
- Sun, B., Ma, M., Li, Y., & Zheng, L. (2020). Analysis on the stability and evolutionary trend of the symbiosis system in the supply chain of fresh agricultural products. *Plos one*, 15(7), e0236334.
- Taheri, M., Monshizadeh, M., & Kordiani, H. (2015). The relationship between organizational culture and organizational success: A case study. *Management Science Letters*, 5(5), 507-516.
- Tang, C. S., Rajaram, K., Alptekinoğlu, A., & Ou, J. (2004). The benefits of advance booking discount programs: Model and analysis. *Management science*, 50(4), 465-478.
- Tavares, M. (2010). *Comunicação empresarial e planos de comunicação*. EDa Atlas SA.
- Vardavaki, A., & Mylonakis, J. (2007). Empirical evidence on retail firms equity valuation models.
- Venny, I. M., Koeswahyono, I., Suhariningsih, A., & Amiputra, S. (2022). Weaknesses of the pre project selling system in the sale and purchase of flats. *Journal of Social Sciences*, (2), 196-210.
- Volberda, H. W. (1997). Building flexible organizations for fast-moving markets. *Long range planning*, 30(2), 169-148.
- Wang, G. L. Zhou and Y. L. Zhang,. (2019). Research on new product pre-sale and return strategy under strategic consumer loss aversion, *System Engineering Theory and Practice*, 39, 1479- 1486.
- Wei, M. M., & Zhang, F. (2018). Advance selling to strategic consumers: preorder contingent production strategy with advance selling target. *Production and Operations Management*, 27(7), 1221-1235.
- Weitl, G. (2016). *Company valuation methods and their practical relevance* (Doctoral dissertation, Technische Universität Wien).
- Wu, S., Ji, X., & Tang, R. (2021). Choice of Profit Models for the Transformation and Development of Traditional Industrial Enterprises in the Internet Industry. *In Application of Intelligent Systems in Multi-modal Information Analytics: Proceedings of the 2020 International Conference on Multi-model Information Analytics (MMIA2020), Volume 1* (pp. 64-69). Springer International Publishing.
- Xie, J., Liu, D., Liang, L., & Li, Q. (2022). Contract choice and advance selling strategy in a supply chain of FAP. *Plos one*, 17(3), e0265661.
- Xu, D., & Ma, Z. (2017). Research on Retailer's Deposit and Inventory Decision Under the Refundable Presale. *Technol. Manag*, 19, 86-91.

- Xu, L., Li, Y., Govindan, K., & Xu, X. (2015). Consumer returns policies with endogenous deadline and supply chain coordination. *European Journal of Operational Research*, 242(1), 88-99.
- Yan, N., Liu, Y., Xu, X., & He, X. (2020). Strategic dual-channel pricing games with e-retailer finance. *European Journal of Operational Research*, 283(1), 138-151.
- Zhang, G. (2023). Influence of EV/EBIT on the Fama French Three Factors Model. *Advances in Economics and Management Research*, 6(1), 534-534.
- Zhang, W., Zhang, Y., Pu, X., & Wang, Z. (2023). Optimal pricing strategy for new products considering reference price effect in advance selling. *RAIRO-Operations Research*, 57(4), 2045-2066.
- Zhao, X., & Steckel, K. E. (2010). Pre-orders for new to-be-released products considering consumer loss aversion. *Production and Operations Management*, 19(2), 198-215.
- Zheng, W., Yang, B., & McLean, G. N. (2010). Linking organizational culture, structure, strategy, and organizational effectiveness: Mediating role of knowledge management. *Journal of Business research*, 63(7), 763-771.
- Zou, Y. (2023). A reverse mechanism of advance selling driven by information asymmetry and competition. *Heliyon*, 9(5).