

# **SONAE SIERRA**

## **-- ANÁLISE ECONÓMICO-FINANCEIRA**

*Ana Jorge Neves de Barros*

### **RESUMO**

*Este trabalho tem como objecto o estudo da Sonae Sierra ao nível dos vários indicadores económico-financeiros, para avaliar o seu desempenho enquanto empresa destinada a cativar os vários investidores, espalhados pelas diferentes áreas e países.*

### **SUMÁRIO**

#### **0. INTRODUÇÃO**

#### **1. ANÁLISE DA ESTRUTURA FINANCEIRA E DOS PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICO-FINANCEIROS**

##### *1.1. Balanço*

##### *1.2. Demonstração dos Resultados*

##### *1.3. Anexo ao Balanço e à Demonstração dos Resultados*

##### *1.4. Demonstração dos Fluxos de Caixa*

##### *1.5. Demonstração de Origem e Aplicação de Fundos*

##### *1.6. Reconstituição de Fluxos de Tesouraria*

##### *1.7. Estrutura Capitais*

##### *1.8. Painel de Indicadores Económico-Financeiros*

##### *1.9. Análise Alavancagem*

##### *1.10. Análise Dupont*

#### **2. CONCLUSÃO**

#### **BIBLIOGRAFIA**

### **0. INTRODUÇÃO**

O objecto deste trabalho é o estudo da empresa Sonae Sierra SGPS, através da análise económica e financeira.

Foram analisadas as contas consolidadas que representam o conjunto de demonstrações das contas do grupo de empresas, dependentes da SGPS, embora juridicamente autónomas, como se se tratasse de uma única entidade, eliminando todas as operações internas.

A Sonae Sierra é uma empresa internacional especialista em centros comerciais, tendo sido fundada em Portugal em 1989 pela Sonae, SGPS, por Portugal e a Grosvenor, pelo Reino Unido participando ambas as empresas em 50% do capital.

É certificada em Gestão Ambiental pela Norma ISO 14001-2004.

A chave do seu sucesso está numa estrutura que integra três áreas de negócio - a propriedade, a promoção e a gestão de 36 centros comerciais em Portugal, Espanha, Itália, Alemanha, Grécia e Brasil, com uma área bruta locável de 1,6 milhões de m<sup>2</sup>.

Igualmente importante é a política de parcerias com investidores internacionais e parceiros locais que permite responder a novas oportunidades de negócio muito rapidamente.

Detém preferencialmente os activos promovidos pela própria empresa, podendo no entanto investir noutros activos que promovam a criação de valor através da sua gestão.

Actualmente encontra-se a desenvolver mais 15 projectos naqueles países com um total de 550.000 m<sup>2</sup>.

Esta empresa possui um fundo – “O Sonae Sierra European Retail Real Estate Asset Holdings B.V. (SIERRA) é um fundo de investimento imobiliário pan-europeu com capitais próprios de € 1.08 mil milhões, que detém a propriedade de 24 Centros Comerciais em operação do portefólio da Sonae Sierra.

Cinco Investidores institucionais juntam-se à Sonae Sierra neste veículo:

- Stichting Pensioenfonds ABP (Holanda);
- Caisse des Dépôts et Consignations EP (França);
- CNP Assurances (França);
- Ecureuil Vie (França);
- TIAA-CREF (EUA)”<sup>1</sup>

O objectivo deste fundo é proporcionar aos Investidores e à Sonae Sierra um retorno atractivo e cash yields no período de vida de dez

---

<sup>1</sup> [www.sonaesierra.com](http://www.sonaesierra.com) (Junho 2006) - Sonae Sierra – Press Kit - página 4.

anos, comprometendo-se a Sonae Sierra a manter 50,1% desse fundo durante esse tempo, o que facilita as parcerias com lojistas e parceiros de joint-ventures;

No entanto a Sonae Sierra continuará a gerir diariamente os centros comerciais e as operações de gestão de activos para o Fundo SIERRA.

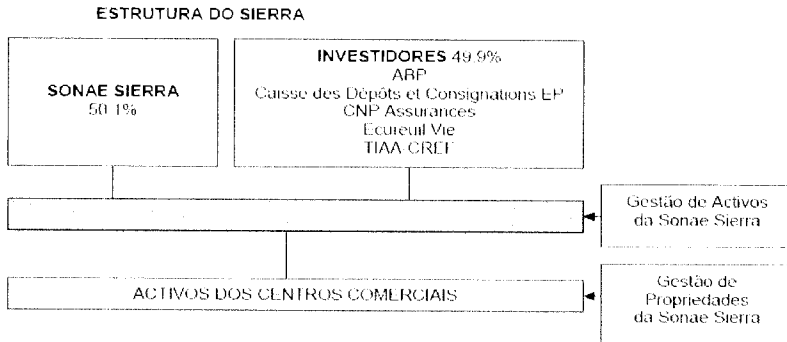


Figura 1 - Estrutura do Sierra

“A estratégia adoptada é multifacetada, abrangendo o crescimento sustentado com base na expansão internacional da empresa e numa cultura de inovação e excelência.

Foi a Sonae Sierra a responsável pela introdução de um novo conceito de centro comercial mais moderno, com novos formatos, com integração de comércio e lazer, incluindo centros comerciais “verdes” e temáticos.”<sup>2</sup>

Para esta empresa o sucesso económico está directamente relacionado com o sucesso ambiental, procurando assumir uma posição de liderança na área da gestão ambiental, pela integração dos aspectos ambientais na fase de projecto dos empreendimentos o que se traduz num aumento da rentabilidade económica.

O objectivo deste estudo é, através da análise económico – financeira da empresa, poder concluir da sua “saúde” financeira e do seu enquadramento económico nas empresas congéneres. As empresas desenvolvem a sua actividade de acordo com o chamado meio envolvente, sendo por ele influenciadas e influenciando-o nomeadamente a nível

<sup>2</sup> www.sonaesierra.com (Junho 2006) – Relatório de Responsabilidade Corporativa da Sonae Sierra – página 2.

de políticas económicas e sociais.

A análise financeira deve apreciar de forma crítica os objectivos da função financeira, ou seja concluir se a empresa tem ou não criado valor para os seus accionistas.

A actividade de qualquer empresa pode sempre ser analisada por três ópticas:

- financeira relacionada com as despesas ou remuneração dos factores de produção e as receitas ou remuneração das vendas e serviços prestados;

- económica ou produtiva relacionada com a transformação e incorporação dos factores de produção e que permite chegar aos custos e proveitos;

- tesouraria correspondente às entradas e saídas de dinheiro.

O método de trabalho usado para o estudo aqui proposto, parte das demonstrações financeiras e dos vários indicadores financeiros, entre tanto processados para analisar a empresa de acordo com as ópticas atrás propostas.

Determinaram-se os principais indicadores económico-financeiros com recurso aos dados disponibilizados pelo relatório e contas do ano de 2005, tendo sido feita uma análise sucinta do ano de 2005 para a Sonae Sierra, que permitirá concluir sobre o seu poder económico no sector em que se insere e da sua solidez financeira que os vários indicadores demonstram.

## **1. ANÁLISE DA ESTRUTURA FINANCEIRA E DOS PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICO-FINANCEIROS**

Este capítulo é uma análise da estrutura financeira da empresa através das várias peças contabilísticas consolidadas ou demonstrações financeiras consolidadas, e da determinação de alguns dos indicadores financeiros.

### **1.1. Balanço**

Esta peça contabilística dá uma imagem estática, como numa fotografia, da posição do património da empresa num determinado ponto do tempo, correspondendo a um instantâneo dos activos e dos fundos com eles relacionados. Depois compara-os com o período anterior, o

que é útil para uma análise de gestão já que permite avaliar a posição financeira da empresa.

“O Balanço apresenta a situação patrimonial e financeira de uma empresa, numa determinada data, evidenciando os bens, os direitos, as obrigações da empresa e a posição dos seus proprietários.”<sup>3</sup>

“O conjunto dos bens e direitos constitui o activo. O conjunto das obrigações constitui o passivo.

O capital próprio e o passivo representam, afinal, as origens de capital e o activo das respectivas aplicações.

Numa óptica financeira o activo corresponde às aplicações de fundos ou investimento. Estes bens e direitos são financiados quer por capitais próprios quer por capitais alheios.

Por isso, também se designa o segundo membro do balanço como origens de fundos e financiamento.

Porque as empresas se financiam com capitais próprios e alheios, será normal que o activo exceda o capital alheio. Se assim não for, diz-se que a empresa está tecnicamente falida ou insolvente, ou seja sempre que o valor do capital próprio é negativo.<sup>4</sup>

O Resultado Líquido do Exercício representa o lucro ou prejuízo obtido pela empresa. No caso de ser positivo poderá ser distribuído aos seus donos como remuneração dos capitais investidos, sendo que esta distribuição implica sempre uma diminuição do Capital Próprio.”<sup>5</sup>

O balanço encontra-se ordenado por ordem crescente de liquidez.

Para o primeiro membro do balanço ou activo, temos:

– Imobilizado – constituído por Imobilizações Incorpóreas e Cor-

---

<sup>3</sup> Carvalho, Cristina Neto de e Gioconda Magalhães, “Análise Económico-Financeira de Empresas, 3ª. Edição, Universidade Católica Editora – página 36.

<sup>4</sup> De acordo com o artigo 35.º da Código das Sociedades Comerciais alterado pelo Decreto-Lei n.º 19/2005 de 18 de Janeiro e com efeitos a 31 de Dezembro de 2004, sempre que resulte das contas do exercício ou das contas intercalares, ou sempre que existam fundadas razões para admitir que esteja perdida metade do capital social, a gestão da sociedade deve convocar de imediato uma assembleia geral para dar a conhecer essa situação e tomar medidas julgadas convenientes, nomeadamente:

- i) a dissolução da sociedade;
- ii) a redução do capital social para montante não inferior ao capital próprio da sociedade;
- iii) a realização de aumentos de capital.

<sup>5</sup> Neves, João Carvalho das, “Análise Financeira - Técnicas Fundamentais”, 1.ª Edição – Fevereiro 2006, Texto Editora - página 43/44.

pórcas e os Investimentos Financeiros. Ao Imobilizado Bruto deduzem-se em coluna separada as Amortizações Acumuladas, obtendo-se o Imobilizado Líquido.

– Circulante – que inclui as Existências, as Dívidas de Terceiros a Médio e Longo prazo e a Curto prazo, os Títulos Negociáveis – realizável e os Depósitos Bancários e Caixa - disponível.

– Acréscimos e Diferimentos – inclui os acréscimos de proveitos e os custos diferidos respeitando o Princípio da Especialização dos Exercícios que o Plano Oficial de Contabilidade preconiza.

Do ponto de vista financeiro classificar as Dívidas de Terceiros a Médio e Longo Prazo como activo circulante é incorrecto, pois por definição o activo circulante é aquele que se espera converter em dinheiro num ano.

Para o POC essa classificação resulta de meras decisões ligadas à exploração, dividindo o activo em fixo que inclui o imobilizado e o activo circulante que engloba os restantes activos que não sejam fixos, independentemente do seu prazo de realização, já que o que está em causa são os direitos da empresa e não o prazo que lhes está associado e que é um conceito financeiro e não contabilístico.

Também a rubrica de Acréscimos e Diferimentos inclui elementos financeiros circulantes e fixos, pelo que do ponto de vista de uma análise financeira o activo deverá então ser reordenado em função do seu grau de liquidez.

Para o segundo membro do balanço temos:

– Capital Próprio – riqueza contabilística dos accionistas.

– Passivo que inclui as Dívidas de Terceiros a Médio e Longo Prazo e a Curto Prazo.

– Acréscimos e Diferimentos – compreende os acréscimos de custos e os proveitos diferidos.

A análise financeira deste segundo membro relaciona-se com a estrutura do capital e o grau de exigibilidade dos passivos, necessitando pois de ser reorganizado de acordo com esse grau de exigibilidade.

O balanço reorganizado ou reclassificado apresentará do lado do activo – activo fixo e activo circulante que compreenderá as existências, dívidas de terceiros, quase disponível e disponível e que serão as aplicações. Do lado do passivo ou das origens teremos os capitais próprios e as dívidas a médio e longo prazo ou capitais permanentes e outro

grupo formado pelas dívidas de curto prazo ou passivo circulante.<sup>6</sup>

O balanço reorganizado para a Sonae Sierra SGPS relativo aos anos de 2004 e 2005 e que teve por base o Relatório e Contas, apresenta-se desta forma: (ver quadros 1 e 2).

Relativamente ao balanço para o ano de 2005 da Sonae Sierra SGPS verifica-se que:

– As propriedades de investimentos sofrem uma variação positiva acentuada e são o peso pesado dos activos não correntes devido principalmente à política de crescimento dos centros comerciais em que a Sonae Sierra tem apostado.

– No activo corrente a rubrica com maior variação negativa foi a de contas a receber de accionistas, relacionada com empréstimos de curto prazo concedidos a accionistas, que vencem juros a taxas normais de mercado e cujo prazo de reembolso está previsto para o primeiro semestre de 2006.

– Directamente relacionada com o tipo de actividade desta SGPS e com os aumentos em investimentos, sobretudo fora de Portugal, está a variação dos empréstimos bancários de longo prazo, em passivos não correntes.

– Nos passivos correntes a rubrica com maior variação positiva foi a de empréstimos bancários na sua parcela de curto prazo, já anteriormente explicada e a maior variação negativa foi a nível de fornecedores. Na rubrica de fornecedores há que ter em conta que foi feita a transferência de 31.387.903 € para médio longo prazo.

---

<sup>6</sup> Neves, João Carvalho das, “Análise Financeira - Técnicas Fundamentais”, 1.ª Edição -- Fevereiro 2006, Texto Editora.



SONAE SIERRA

**SONAE SIERRA SGPS**  
**- BALANÇO CONSOLIDADO EM 31/12/2005**

ACTIVO	2005	2004	Variação
<b>ACTIVOS NÃO CORRENTES</b>			
Investimentos Financeiros	2.772.546.374	2.239.022.555	533.523.819
Propriedades de investimento	2.469.044.658	1.992.304.793	476.739.865
Propriedades de investimento em construção	250.037.810	224.893.570	25.144.240
Goodwill	45.252.263	18.989.313	26.262.950
Investimentos em associadas e empresas excluídas de consolidação	8.211.643	2.834.879	5.376.764
Imobilizações Corpóreas	1.929.062	2.180.871	-251.809
Imobilizações Incorpóreas	8.320.814	9.159.420	-838.606
<b>Total de activos não correntes</b>	<b>2.782.796.250</b>	<b>2.250.362.846</b>	<b>532.433.404</b>
<b>ACTIVOS CORRENTES</b>			
Dívidas de Terceiros Curto Prazo			
Dívidas de Terceiros	140.267.629	212.702.769	-72.435.140
Clientes	21.474.965	18.144.734	3.330.231
Contas a receber de accionistas	65.475.000	130.000.000	-64.525.000
Outras dívidas de terceiros	53.317.664	64.558.035	-11.240.371
<b>Total de activos correntes</b>	<b>140.267.629</b>	<b>212.702.769</b>	<b>-72.435.140</b>
Acréscimos e Diferimentos Activo	64.747.618	50.268.575	14.479.043
Activos por impostos diferidos	27.565.270	18.526.246	9.039.024
Outros activos não correntes	20.104.859	20.307.102	-202.243
Outros activos correntes	17.077.489	11.435.227	5.642.262
Caixa e equivalentes de Caixa	184.251.745	115.212.239	69.039.506
<b>Total do Activo</b>	<b>3.172.063.242</b>	<b>2.628.546.429</b>	<b>543.516.813</b>

Quadro 1

Balanço reorganizado - Activo da Sonae Sierra SGPS 2004/2005



**SONAE SIERRA**

CAPITAL PRÓPRIO, INTERESSES MINORITÁRIOS E PASSIVO	2005	2004	Variação
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>			
Capital Social	162.244.860	162.244.860	-
Reservas	49.836.465	4.796.283	45.040.182
Variações no Capital			-12.853.606
Resultados Transitados	641.922.760	572.530.009	69.392.751
Resultado líquido do período atribuível aos accionistas da empresa mãe	148.149.441	82.246.357	65.903.084
Total do capital próprio atribuível aos accionistas da empresa mãe	1.002.153.526	821.817.509	180.336.017
Interesses minoritários	298.895.918	250.077.187	48.818.731
Total do Capital Próprio	1.301.049.444	1.071.894.696	229.154.748
<b>PASSIVOS NÃO CORRENTES</b>			
Empréstimos Longo Prazo	1.042.522.833	874.869.988	167.652.845
Empréstimos bancários de longo prazo - líquidos da parcela de c p	1.042.522.833	844.869.988	197.652.845
Empréstimos obrigacionistas não convertíveis – líquidos parcela c p	-	30.000.000	-30.000.000
Dívidas a Terceiros Longo Prazo	107.867.922	89.517.203	18.350.719
Outros accionistas	69.655.258	89.517.203	-19.861.945
Credores por locação financeira	6.824.761	-	6.824.761
Fornecedores	31.387.903	-	31.387.903
Total dos passivos não correntes	1.150.390.755	964.387.191	186.003.564
<b>PASSIVOS CORRENTES</b>			
Empréstimos Curto Prazo	131.182.194	51.345.660	79.836.534
Parcela curto prazo dos empréstimos bancários longo prazo	99.886.649	39.364.097	60.522.552
Parcela curto prazo dos empréstimos obrigacionistas não convertíveis	31.279.638	11.939.990	19.339.648
Empréstimos bancários de curto prazo e outros empréstimos	15.907	41.573	-25.666
Dívidas a Terceiros Curto Prazo	93.063.734	138.843.330	-45.779.596
Outros accionistas	4.339.000	5.568.242	-1.229.242
Parcela curto prazo - credores por locação financeira	1.142.364	-	1.142.364
Fornecedores	55.087.902	100.239.871	-45.151.969
Outros passivos correntes	32.494.468	33.035.217	-540.749
Total dos passivos correntes	224.245.928	190.188.990	34.056.938
Acréscimos e Diferimentos Passivos	494.463.514	401.409.759	93.053.755
Outros credores não correntes	11.723.742	10.888.231	835.511
Passivos por impostos diferidos	403.612.636	315.547.896	88.064.740
Outras dívidas a terceiros	79.127.136	74.973.632	4.153.504
Provisões	1.913.601	665.793	1.247.808
Total do Passivo, capital próprio e interesses minoritários	3.172.063.242	2.628.546.429	543.516.813

Quadro 2

Balço reorganizado - Passivo da Sonae Sierra SGPS 2004/2005

## **1.2. Demonstração dos Resultados**

Nesta peça são incluídos todos os proveitos e custos referentes a um período de tempo, comparando-os com o período imediatamente anterior.

“A Demonstração dos Resultados explica ou demonstra (tal como o próprio nome indica) como é que a empresa gerou o Resultado Líquido de um determinado período económico.

Este mapa explica todos os proveitos e custos incorridos durante o período em análise.

O proveito ocorre quando a empresa entrega um bem ou presta um serviço independentemente do recebimento. A receita nasce com o direito a receber. Um custo ocorre quando a empresa consome, gasta ou utiliza um determinado bem ou serviço e é também independente do pagamento. A despesa surge quando nasce a obrigação de pagar.”<sup>7</sup>

“A Demonstração dos Resultados regista a actividade anual da empresa.”<sup>8</sup>

A análise do resultado líquido terá de ser feita separando as três componentes – resultado operacional, resultado financeiro e resultado extraordinário. A empresa deve obter lucros a partir da actividade operacional ou financeira mas não deve depender de resultados extraordinários, respeitando sempre o princípio de especialização dos exercícios.

A Demonstração dos Resultados pode ser feita por naturezas ou por funções.

A primeira de carácter obrigatório é elaborada com base nas classes 6 – Custos e 7 – Proveitos do Plano Oficial de Contabilidade, permitindo separar os resultados em operacionais ou de exploração, financeiros, extraordinários, antes de impostos e o resultado líquido do exercício.

A segunda tem em atenção o destino do custo ou do proveito, relacionando os resultados obtidos com os meios utilizados na sua obtenção. Tornada obrigatória pelo Decreto-Lei 44/99 de 12 de Fevereiro veio depois pelo Decreto-Lei 79/2003 de 23 de Abril a ser apenas exigida às empresas que ultrapassem os limites referidos no n.º 2 do artigo

---

<sup>7</sup> Carvalho, Cristina Neto de e Gioconda Magalhães, “Análise Económico-Financeira de Empresas, 3ª. Edição, Universidade Católica Editora – página 54.

<sup>8</sup> Barros, Carlos e Aquino de Barros, “Análise e Gestão Financeira de Curto Prazo”, Editora Vulgata Lisboa -- página 30.

262º do Código das Sociedades Comerciais.<sup>9</sup>

Em complemento deve ser inserida a nota 42 do Anexo ao Balanço e à Demonstração dos Resultados, procedendo-se à elaboração da Demonstração do custo das vendas e das prestações de serviços, de acordo com o previsto na Directriz Contabilística n.º 20 e no n.º 8 do Decreto-Lei 43/99 de 12 de Fevereiro.<sup>10</sup>

Para os custos teremos os custos de produção, os custos de distribuição, os administrativos, os custos financeiros e os custos extraordinários. Para os proveitos consideram-se os operacionais, os financeiros e os não usuais ou não frequentes.

Determinar-se-ão assim os resultados brutos, operacionais, correntes antes e depois de impostos, extraordinários antes e depois de impostos, líquidos e por acção.

É um documento de avaliação do desempenho económico no referido período. Avalia-se através dele a rentabilidade das vendas e dos capitais investidos.

Da análise da Demonstração dos Resultados Consolidados para o ano de 2005 da Sonae Sierra, SGPS nota-se:

– Um incremento nas prestações de serviços com uma estabilização a nível dos custos considerados normais e necessários ao tipo de actividade que desenvolve.

– As variações nas rubricas de amortizações e provisões estão devidamente explicadas pela política de investimentos seguida pela Sonae Sierra, SGPS.

– Os proveitos e custos financeiros estão directamente relacionados com os juros obtidos e pagos relativos ao investimento e aos empréstimos contraídos.

– O resultado do exercício demonstra que a empresa se encontra a sedimentar a sua posição no mercado, com um resultado por acção que é 55% mais elevado que em 2004.

---

<sup>9</sup> Os limites previstos no n.º 2 do artigo 262º do CSC são:

a) Total de balanço 1 500 000 euros;

b) Total das vendas líquidas e outros proveitos: 3 000 000 euros;

c) Número de trabalhadores empregados em média durante o exercício: 50.

Não podem ser ultrapassados durante dois anos consecutivos, dois destes limites.

<sup>10</sup> Nabais, Carlos e Francisco Nabais “Prática Financeira I – Análise Económica & Financeira, Lidel - Edições Técnicas, Lda. – página 44.

### 1.3. Anexo ao Balanço e à Demonstração dos Resultados

A informação aqui contida é um complemento das duas peças anteriores e o objectivo é ajudar a obter uma imagem fiel e apropriada, através da justificação de derrogações que eventualmente tenham acontecido, indicações sobre os critérios valorimétricos utilizados e ainda quadros demonstrativos das várias rubricas que ajudaram a compreender e a analisar as variações entre os períodos analisados.

Segundo o POC o anexo “abrange um conjunto de informações que se destinam umas a desenvolver e comentar quantias incluídas no Balanço e na Demonstração dos Resultados e outras a divulgar factos ou situações que, não tendo expressão naquelas demonstrações financeiras, são úteis para o leitor das contas, pois influenciam ou podem vir a influenciar a posição financeira da empresa.

A qualidade da informação financeira está muito dependente do conteúdo divulgado nestas notas.”<sup>11</sup>

Daí que cada vez mais se comece a dar ênfase a esta peça, no sentido de a tornar um verdadeiro auxiliar de compreensão dos movimentos ocorridos nas empresas.

Para o analista financeiro há todo o interesse na leitura das seguintes notas, tendo em vista a análise das políticas contabilísticas adoptadas:<sup>12</sup>

- nota 3 – critérios valorimétricos adoptados;
- nota 4 – cotações de moeda utilizadas;
- nota 5 – questões de valorimetria que afectaram eventualmente o resultado;
- nota 8 – critérios de valorização para as despesas de instalação e de investigação e desenvolvimento;
- nota 9 – amortização dos trespasses;
- nota 11 – montante de capitalização dos custos financeiros relativos a empréstimos obtidos para financiar o imobilizado;
- nota 12 – reavaliações do imobilizado corpóreo ou financeiro.

Para análise das alterações das políticas contabilísticas convém ter em atenção as seguintes notas:

- nota 1 – indica as disposições do POC derrogadas;
- nota 2 – comentário às contas do balanço e da demonstração dos

<sup>11</sup> Plano Oficial de Contabilidade – POC.

<sup>12</sup> Neves, João Carvalho das, “Análise Financeira - Técnicas Fundamentais”, 1.ª Edição – Fevereiro 2006, Texto Editora - página 54/55.

resultados onde o princípio da consistência foi posto em causa.

#### 1.4. Demonstração dos Fluxos de Caixa

Esta demonstração financeira tem por objectivo demonstrar a capacidade da empresa de gerar e utilizar o dinheiro num determinado período de tempo.

Identifica o destino e a origem do dinheiro numa empresa.

“A DFC tem como objectivo salientar os recebimentos e pagamentos realizados ao longo do período em análise, complementado a informação apresentada no Balanço e na Demonstração dos Resultados. Esta peça sumaria acontecimentos passados, factos históricos, permitindo detectar situações de dificuldades financeiras e incapacidade de geração de fluxos de caixa positivos, alertando para problemas no fundo.”<sup>13</sup>

“A demonstração dos fluxos de caixa constitui outro mapa de financiamento complementar à DOAF, de elaboração facultativa, com excepção das empresas cotadas na bolsa, para quem é de elaboração obrigatória. Este mapa agrupa os fluxos das actividades operacionais, de investimento e de financiamento num quadro específico, cuja lógica é conceptualmente distinta da noção de equilíbrio em que se fundamenta o FML (fundo de maneio líquido).”<sup>14</sup>

A apresentação da DFC pode ser efectuada através do método directo ou do método indirecto, residindo a diferença na apresentação dos fluxos das actividades operacionais.

No método directo são discriminados os principais recebimentos e pagamentos para permitir compreender a forma como a empresa gera e utiliza os meios de pagamento. Para aplicar este método é necessário uma organização contabilística que demonstre todos os movimentos por caixa e equivalentes. Este é aliás o método que a Directriz Contabilística n.º 14 recomenda.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Carvalho, Cristina Neto de e Gioconda Magalhães, “Análise Económico-Financeira de Empresas, 3ª. Edição, Universidade Católica Editora – página 256.

<sup>14</sup> Barros, Carlos e Aquino de Barros, “Análise e Gestão Financeira de Curto Prazo”, Editora Vulgata Lisboa – página 38.

<sup>15</sup> “É desejável que as empresas utilizem o método directo na elaboração dos fluxos de caixa das actividades operacionais, dado que este proporciona informações mais detalhadas e completas. Além disso, facilita a preparação de estimativas sobre futuros fluxos de caixa que não são possíveis pela mera utilização do método indirecto” – ponto

No método indirecto os fluxos das actividades operacionais obtêm-se através de ajustamentos ao resultado líquido, por forma a eliminar operações que não gerem dinheiro.

A explicação da variação de caixa e seus equivalentes encontra-se feita na Demonstração Consolidada dos Fluxos de Caixa, através da determinação dos vários fluxos – operacionais, investimento e financiamento, que lhe dão origem.

O método directo apresentado para a Sonae Sierra demonstra que os:

- Fluxos da actividade operacional atingem €125.773.578, são positivos e permitem libertar fundos para o investimento que está a ser feito.
- Fluxos da actividade de investimento são negativos em € 222.002.860, devido sobretudo ao aumento de investimento financeiro e em imobilizações corpóreas e propriedade de investimento.
- Fluxos da actividade de financiamento são positivos no valor de € 164.255.986 o que dá uma variação de caixa positiva de € 184.235.838.

### **1.5. Demonstração de Origem e Aplicação de Fundos**

Este mapa eliminado pelo Decreto-Lei n.º 79/2003<sup>16</sup>, de 23 de Abril é um instrumento alternativo de análise da liquidez da empresa, a partir do qual se pode estudar a sua capacidade para gerar meios líquidos para fazer face às necessidades de pagamento, através da variável financeira cash flow ou fluxo de tesouraria.

A gestão da tesouraria é o conjunto de medidas e técnicas que visam assegurar que a empresa possua em todos os momentos recursos financeiros suficientes para fazer face aos seus compromissos de curto prazo.

---

5.2 da DC n.º 14.

<sup>16</sup> “A adaptação do Plano Oficial de Contabilidade à Directiva n.º 78/660/CE (4.ª Directiva do Conselho, de 25 de Julho de 1978), consubstanciada no Decreto-Lei n.º 410/89, de 21 de Novembro, veio introduzir nas demonstrações financeiras as quantias relativas ao exercício anterior. Este facto, associado à circunstância de a contabilidade se processar segundo o princípio da especialização (ou do acréscimo), logo influenciada pelas políticas contabilísticas adoptadas, contribuiu para o esvaziamento da utilidade da demonstração da origem e da aplicação de fundos. Aproveita-se, pois, o ensejo para substituir esta última demonstração pela demonstração dos fluxos de caixa, procedendo-se, assim, à ampliação do âmbito de incidência do Decreto-Lei n.º 44/99, de 12 de Fevereiro.”

A DOAF regista as fontes (origens) de financiamento e as aplicações dos respectivos fundos. Este mapa é calculado a partir de dois balanços, um no início do exercício e outro no fim do exercício e ainda da Demonstração dos Resultados do Exercício.

Deve respeitar sempre “o grau de equilíbrio financeiro mínimo ou seja quando o grau de liquidez das aplicações é pelo menos igual ao grau de exigibilidade das origens.”<sup>17</sup>

Esta análise dinâmica das aplicações e origens de fundos do MOAF – Mapa das Origens e Aplicações de Fundos ou DOAF – Demonstração das Origens e Aplicações de Fundos, é elaborada com base na comparação de balanços (demonstrações financeiras estáticas sucessivas) o que faz com que apresente limitações de carácter jurídico fiscal das suas rubricas que o analista financeiro deve ter em consideração, como sejam as transferências de reservas, resultados transitados e dívidas a fornecedores para a conta capital, quando há aumentos de capital e que não significam uma verdadeira origem/aplicação de fundos.

Há necessidade de ter em atenção que as reavaliações de imobilizado também não correspondem a fluxos de saída ou entrada de fundos.

Por outro lado não pode haver compensações de saldos para as contas mistas do balanço.

Da análise da DOAF determinada para a Sonae Sierra SGPS – ver quadro 3 –, concluímos que as aplicações foram sobretudo em Investimentos Financeiros (€ 533.523.819) e Investimentos para aquisição de Imobilizado Corpóreo (€ 755.699) e Incorpóreo (€ 247.163), financiadas por amortizações e aumento de reservas e das dívidas a terceiros no médio e longo prazo (€ 235.865.509).

Os fundos originados internamente (resultado líquido do exercício mais amortizações e provisões) correspondem ao conceito de cash flow ou auto-financiamento da empresa.

## **1.6. Reconstituição de Fluxos de Tesouraria**

Se aos resultados económicos adicionarmos as amortizações determinamos o chamado cash flow convencional, sendo que os resultados económicos são os resultados operacionais adicionados dos proveitos financeiros.

---

<sup>17</sup> [www.iapmei.pt](http://www.iapmei.pt) (Maio 2006).

**SONAE SIERRA**

Demonstração de Origens e Aplicações de Fundos	2004/05
<b>ORIGEM DE FUNDOS</b>	
<b>Internas</b>	
Resultado Líquido Exercício	148.149.441
Amortizações do Exercício	1.750.871
Provisões do Exercício	1.847.432
<b>TOTAL</b>	<b>151.747.744</b>
<b>Externas</b>	
Aumentos da Situação Líquida	
Aumentos das Reservas	45.040.182
Aumentos de Prémios de Emissão	0
Aumentos do Capital	48.970.725
<b>TOTAL</b>	<b>94.010.907</b>
<b>Movimentos Financeiros M.L.P.</b>	
Diminuição Investimentos Financeiros	0
Aumentos Dívidas a Terceiros M.L.P.	235.865.509
Diminuição Dívidas de Terceiros M.L.P.	0
Aumentos Acréscimos e Diferimentos Líquidos	78.574.712
<b>TOTAL</b>	<b>314.440.221</b>
<b>Diminuição de Imobilizações</b>	
Imobilizações Corpóreas	342.406
Imobilizações Incorpóreas	0
<b>TOTAL DAS ORIGENS</b>	<b>560.541.278</b>
Diminuição de Fundos Circulantes	37.452.572
<b>A</b>	<b>597.993.850</b>
<b>APLICAÇÃO DE FUNDOS</b>	
Distribuição de Resultados	13.005.600
Redução de Provisões	599.624
<b>Movimentos Financeiros M.L.P.</b>	
Aumentos de Investimentos Financeiros	533.523.819
Diminuição de Dívidas a Terceiros M.L.P.	49.861.945
Aumento de Dívidas de Terceiros M.L.P.	0
Diminuição de Acréscimos e Diferimentos Líquidos	0
<b>TOTAL</b>	<b>583.385.764</b>
Investimentos p/ Trabalhos Própria Empresa	0
Investimentos p/ Aquisição de Imobilizado	
Imobilizações Corpóreas	755.699
Imobilizações Incorpóreas	247.163
<b>TOTAL</b>	<b>1.002.862</b>
<b>TOTAL APLICAÇÕES</b>	<b>597.993.850</b>
Aumentos de Fundos Circulantes	
<b>B</b>	<b>597.993.850</b>

## Quadro 3

Demonstração de Origens e Aplicações de Fundos da Sonac Sierra SGPS – 2004/2005



As necessidades de fundos de maneo são as necessidades que a empresa tem de financiar o seu ciclo de exploração ou seja os meios financeiros para executar os pagamentos das despesas convencionais.

No caso da Sonae Sierra SGPS o cash flow convencional atinge € 321.636.726 e as necessidades de fundo de maneo em termos de variação são negativas (€ -106.492.078) – ver quadro 4.

Para a Sonae Sierra SGPS relativamente a 2005 apresenta o valor de € 408.138.774 (ver quadro 4).

O Fluxo Operacional de Tesouraria (FOT) é constituído pelos fluxos de tesouraria gerados pelos activos líquidos da exploração que se encontram disponíveis para cobertura de prejuízos extraordinários, pagamento de impostos, pagamento a accionistas, investimentos em activos fixos ou aumento das disponibilidades financeiras excedentárias para constituir reservas de segurança

Parte-se do Resultado Operacional e acrescenta-se tudo o que resulta da actividade corrente da empresa e representa entrada de dinheiro, corrigindo os custos que não originam pagamentos (amortizações) e as variações dos saldos das contas de débitos e créditos da exploração e que representam possíveis entradas/saídas de dinheiro.

Nenhuma empresa pode sobreviver se o seu FOT não for consistentemente positivo a maior parte do tempo, pois a persistência de FOT negativos apenas adia o seu fim inevitável - recurso ao crédito bancário, ao dinheiro fresco de accionistas, efectuando desinvestimentos em activos não afectos à exploração ou obtendo resultados extraordinários positivos com mais valias.

No caso da Sonae Sierra SGPS o valor é positivo, no valor de € 506.703.516 (ver quadro 4).

O Fluxo Gerado de Tesouraria (FGT) é interessante para apreciar o volume de meios financeiros gerados pela exploração que estarão disponíveis após a satisfação dos encargos financeiros líquidos, para as decisões estratégicas de financiamento como a redução de empréstimos ou o pagamento de dividendos, de investimento ou de reforço das reservas financeiras de segurança.

O Fluxo Líquido ou financiamento externo da empresa são outras fontes de financiamento da empresa, nomeadamente do crédito obtido junto das instituições financeiras de curto e médio e longo prazo ou dos capitais próprios recolhidos junto dos seus accionistas.

No caso da Sonae Sierra SGPS em 2005 atingiu o valor de € 208.090.607 (ver quadro 4).

Adicionando aqueles dois conceitos FGT + FL obtemos o Fluxo Líquido de Tesouraria (FLT) que representa o conjunto de meios de tesouraria gerados na empresa ou obtidos no seu exterior e que poderão ser aplicados em investimentos de capital fixo, pagamento de dividendos ou distribuição de resultados ou ainda aumento das reservas financeiras de segurança. São pois os fluxos financeiros de entrada de dinheiro na empresa.

Apesar de no caso da Sonae Sierra SGPS também ser positivo (€ 616.229.381) pode momentaneamente ser negativo sem que isso signifique uma situação deficitária. A empresa pode simplesmente em face de um FOT e FGT bastante positivos ter decidido por uma amortização de parte importante do seu endividamento apenas por razões estratégicas.

Evidencia uma notória capacidade de libertação de meios financeiros pela sua exploração o que se verifica pelo montante do FOT.

As aplicações de tesouraria são em Investimentos de expansão, pagamento de Dividendos e variações da Reserva de Tesouraria que aumenta € 69.039.506 em 2005 (ver quadro 4).

## 1.7. Estrutura de Capitais

Este mapa de estrutura de capitais permite-nos determinar nomeadamente o Fundo de Maneio (FM) ou margem de segurança para que a empresa possa fazer face aos seus compromissos de curto prazo. Segundo a regra do equilíbrio financeiro Activo Circulante – Passivo Circulante  $> 0$

Os capitais utilizados pela empresa para financiar os activos devem estar à disposição da empresa durante a “duração”<sup>18</sup> desses activos. Mas depende do tipo de empresa, apresentando alguns defeitos que se podem complementar com rácios de liquidez.

---

<sup>18</sup> Por “duração” entende-se o chamado tempo de vida útil. A vida útil de um elemento do activo imobilizado é, para efeitos fiscais, o período durante o qual se reintegra ou amortiza totalmente o seu valor, excluído, quando for caso disso, o respectivo valor residual.



SONAE SIERRA

Reconstituição de Fluxos de Tesouraria	2004/05
(+) Resultados Económicos	318.038.423
(+) Amortizações Imobilizado Corpóreo e Incorpóreo	1.750.871
(+) Provisões	1.847.432
“Cash-Flow” Convencional	321.636.726
(-) Variação de Dívidas de Terceiros C.P.	-72.435.140
(-) Variação de Existências	0
(+) Variação de Dívidas a Terceiros C.P.	34.056.938
Variação em Necessidades Fundo de Maneio	-106.492.078
(+) Variação Acréscimos e Diferimentos	78.574.712
FLUXOS OPERACIONAIS DE TESOURARIA	506.703.516
(-) Variação de Créditos Extra-Exp. de C.P.	0
(-) Variação de Débitos Extra-Exp. de C.P.	0
(-) Variação de Créditos de M.L.P.	0
(-) Variação de Débitos de M.L.P.	0
(-) Encargos Financeiros	55.266.891
(+) Resultados Extra. e Outros Proveitos Financeiros	30.321.064
(-) Imposto s/ Rendimento	73.618.915
FLUXO GERADO DE TESOURARIA	408.138.774
(+) Variação de Empréstimos C.P.	0
(+) Variação de Empréstimos M.L.P.	186.003.564
(+) Variação de Capital	22.686.667
(+) Variação de Provisões	-599.624
(+) Prémio de Emissão de Acções	0
FINANCIAMENTO LÍQUIDO	208.090.607
FLUXO LÍQUIDO DE TESOURARIA	616.229.381
(+) Investimento de Expansão	534.184.275
(+) Pagamento de Dividendos	13.005.600
(+) Variação da Reserva de Tesouraria	69.039.506
APLICAÇÕES DE TESOURARIA	616.229.381
INDICADORES ECONÓMICO-FINANCEIROS	
E.F./F.O.T.	10,91%
F.G.T./F.L.T.	66,23%
F.L./F.G.T.	50,99%
Variação Empréstimos/F.L.	89,39%
Variação de N.F.M./Resultados Económicos	-33,48%
Taxa. Crescimento do Investimento de Expansão	nd
Investimento Expansão/F.G.T.	130,88%
Investimento Expansão/F.L.T.	86,69%
Investimento Expansão/Activo	16,84%

## Quadro 4

Reconstituição de Fluxos de Tesouraria da Sonae Sierra SGPS – 2004/2005

Para saber se o FM é adequado recorre-se às Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) ou a necessidade de financiar o ciclo de exploração e que reflecte o impacto do negócio.

No caso da Sonae Sierra SGPS em 2005 as necessidades de fundo de maneio são negativas em € 83.978.299 – ver quadro 5, o que indica que há excedentes financeiros do ciclo de exploração. Este tem capacidade para libertar fundos mas dificuldade de cumprir os compromissos de curto prazo.

A diferença entre os recursos libertos pelas decisões de investimento e financeiras a médio e longo prazo (FM) e as NFM dá a posição da tesouraria líquida (TRL) que melhor caracteriza o equilíbrio financeiro.

Como o FM é a parte dos capitais permanentes que ficam disponíveis para investimentos de médio e longo prazo para existir equilíbrio a TRL deve ser maior do que zero, condição que aqui não se verifica, e trata-se de um valor muito negativo (€ -247.377.752) – ver quadro 5, o que indicia que nem todas as aplicações estáveis da empresa estão financiadas por capitais permanentes mas sim por passivos financeiros de curto prazo.<sup>19</sup>

Este indicador deve ser próximo de zero, indicando que o fundo de maneio está adequado às necessidades de fundo de maneio.

O indicador da capacidade de endividamento (último do quadro 5) para a Sonae Sierra SGPS dá a proporção do capital próprio nos capitais permanentes e está dentro da regra pois o seu valor é superior à unidade – 5,3% para os dois anos. Se fosse inferior à unidade convinha investigar se a empresa possuía excesso de endividamento de curto ou de longo prazo.<sup>20</sup>

## **1.8. Painel de Indicadores Económico-Financeiros**

O chamado método dos indicadores e dos rácios é uma técnica de análise das demonstrações financeiras muito usada, pois é muito versátil, permitindo efectuar várias comparações entre exercícios económicos diferentes para a mesma empresa e com empresas diferentes, embora do mesmo ramo.

---

<sup>19</sup> [www.esgs.pt](http://www.esgs.pt).

<sup>20</sup> Barros, Carlos e Aquino de Barros, “Análise e Gestão Financeira de Curto Prazo”, Editora Vulgata Lisboa -- página 113.



SONAE SIERRA

Estrutura de Capitais	2004	2005
(+) Capitais Próprios	1.071.894.696	1.301.049.444
(+) Capitais Alheios M.L.P.	964.387.191	1.150.390.755
(=) Capitais Permanentes	2.036.281.887	2.451.440.199
(-) Imobilizado Corpóreo	2.180.871	1.929.062
(-) Imobilizado Incorpóreo	9.159.420	8.320.814
(-) Imobilizado Financeiro	2.239.022.555	2.772.546.374
(-) Dívidas de Terceiros M.L.P.	-	-
(=) Fundo de Maneio	-214.080.959	-331.356.051
(-) Necessidades de Fundo de Maneio	22.513.779	-83.978.299
(=) Tesouraria Líquida	-236.594.738	-247.377.752
Existências	-	-
F.M./Existências	-	-
N.F.M./F.M.	-0,10516	0,25344
Activos M.L.P./Cap. Permanentes	1,10513	1,13517
Activos M.L.P./Cap. Próprios	2,09943	2,13889
Cap. Próprios/Cap. Permanentes	0,52640	0,53073

Quadro 5 - Estrutura de Capitais Sonae Sierra SGPS 2004/2005

Consiste em medir a capacidade que a empresa tem de se autofinanciar e manter uma certa autonomia financeira, bem como uma certa capacidade e dimensão.

A comparação com outras empresas que operem na mesma área permite verificar variações de performance padrão, face à média do mercado.

O conceito de indicador é mais lato que o da rácio, porque abrange além das relações entre grandezas outras como a margem bruta de vendas ou o fundo de maneio.

“Um rácio é uma relação entre dois elementos económicos que têm uma relação de coerência ou de correlação. Um rácio é composto por um numerador e um denominador que não evoluem sempre no mesmo sentido e quase nunca proporcionalmente. Pode ser expresso em percentagem ou em relatividade.”<sup>21</sup>

“Os rácios servem para ilustrar uma informação, para valorizar um

<sup>21</sup> Lochard, Jean, “Os Rácios Essenciais – como os utilizar, interpretar e comentar, Chiado 2003, Bertrand Editora - página 37.

objectivo, para preparar as decisões e para efectuar comparações e ainda para levantar questões e preparar diagnósticos económicos, sociais ou financeiros.”<sup>22</sup>

Mas devem ser analisados com prudência, não se devendo concluir antes de analisar a evolução do numerador e do denominador, pois o facto de mostrar uma progressão não significa que haja uma evolução favorável.

Um rácio considerado isoladamente não leva a um julgamento ou decisão imediata mas antes a interrogações que têm de ser esclarecidas através de análises complementares.

Um excesso de rácios pode levar a contradições e erros de interpretação, quando a quantidade se sobrepõe à qualidade, até porque os rácios também têm os seus custos de pesquisa de informação e de exploração do resultado que pode ser excessivo e portanto é preciso sempre ponderar, antes de determinar, quais os tipos de rácios que servem os objectivos a atingir.

A fiscalidade também é muito importante na gestão de uma empresa. Um bom gestor deve procurar pagar o menos imposto possível dentro da legalidade.

Os rácios de fiscalidade são rácios de informação e permitem fazer economias de implantação ou contratação ou incitar a deslocarem a sua actividade ou modificarem as suas estruturas por comparação com outros países ou outras profissões.

Por exemplo o rácio de comparação internacional, entre o imposto sobre o lucro e o desempenho económico, que mostra a parte do estado no desempenho da empresa, sendo comparável entre as empresas de várias nações ou o rácio de taxas fiscais e parafiscais, entre as taxas locais e nacionais e o volume de negócios que dá a informação sobre o total de taxas suportadas para realizar a actividade da empresa.<sup>23</sup>

Os rácios devem ser sempre analisados em função do seu ambiente, ou seja no âmbito da empresa a que se destinam.<sup>24</sup>

Os indicadores de liquidez analisados são o grau de liquidez geral

<sup>22</sup> Lochard, Jean, “Os Rácios Essenciais – como os utilizar, interpretar e comentar, Chiado 2003, Bertrand Editora - páginas 40/42.

<sup>23</sup> Lochard, Jean, “Os Rácios Essenciais – como os utilizar, interpretar e comentar, Chiado 2003, Bertrand Editora – página 165/166.

<sup>24</sup> Lochard, Jean, “Os Rácios Essenciais – como os utilizar, interpretar e comentar, Chiado 2003, Bertrand Editora.

que revela a cobertura do activo circulante pelo passivo circulante, fonte de financiamento privilegiado da empresa e que deverá ser sempre maior do que um, caso contrário exige o recurso a capitais permanentes para financiar a parte não coberta do passivo circulante.

O valor de 1,45 obtido para a Sonae Sierra SGPS significa que 145% das responsabilidades de curto prazo poderão ser satisfeitas recorrendo às disponibilidades, às cobranças de créditos de curto prazo, como se pode verificar no primeiro indicador do quadro 6.

O grau de liquidez reduzida evidencia o peso das existências no activo circulante. Na Sonae Sierra SGPS estes indicadores são iguais dado que não há existências.

Finalmente o grau de liquidez imediata ou a forma como os passivos de curto prazo estão cobertos por disponibilidades.

De acordo com a teoria tradicional o grau de liquidez geral deve atingir um valor próximo de 1,5, o grau de liquidez reduzida o valor de 1,1 e o grau de liquidez imediata o valor de 0,9.<sup>25</sup>

Este nível é normal em empresas bem geridas, dependendo do tipo de actividade, da rotação dos stocks e do prazo médio de recebimentos.

A Sonae Sierra SGPS está próxima do equilíbrio financeiro, apesar do indicador de liquidez reduzida se encontrar aumentado em relação aos valores propostos por esta teoria – é igual à liquidez geral dado as existências terem um valor nulo (ver quadro 6).

Os indicadores de rentabilidade determinados foram a rentabilidade das vendas que nos dá o “lucro ou prejuízo” obtido revelando a eficiência do negócio, a rentabilidade do activo indica a capacidade do activo de gerar “lucro” ou seja é a taxa de retorno dos capitais investidos na empresa; finalmente a rentabilidade do capital indica se o investimento que está a ser feito na empresa é rentável e de que forma os accionistas estão a ser remunerados.

No caso da Sonae Sierra SGPS a rentabilidade dos capitais próprios aumenta de 7,6% para 11,4% mas é uma melhoria bastante reduzida até porque a rentabilidade das vendas é fraca crescendo ligeiramente de 0,95% para 1,16% (ver quadro 6).

Teria de se ver se era ou não possível reduzir custos nomeadamente

---

<sup>25</sup> Nabais, Carlos e Francisco Nabais “Prática Financeira I – Análise Económica & Financeira, Lidel – Edições Técnicas, Lda. – página 217.



Painel de Indicadores Económico-Financeiros	2004	2005
<b>LIQUIDEZ</b>		
Activo C.P./Passivo C.P.	1,7241535	1,4471584
(Disponibilidades + Dívidas de Terceiros C.P.) /Passivo C.P.	1,7241535	1,4471584
Disponibilidades/Passivo C.P.	0,6057776	0,8216503
<b>RENTABILIDADE</b>		
Resultados Económicos/Volume Negócios	0,9477359	1,1680173
(Resultado Líquido Exercício + Encargos Financeiros) /Activo	0,0502099	0,0641275
Resultado Líquido Exercício /Cap. Próprios	0,0767299	0,1138692
<b>ENDIVIDAMENTO/ALAVANCAGEM</b>		
Passivo /Cap. Próprios	1,4522432	1,4380805
Capitais Próprios /Activo	0,4077899	0,4101587
Resultados Económicos /Encargos Financeiros	4,4935995	5,7545923
<b>ESTRUTURA</b>		
Passivo C.P./Passivo Total	0,1221783	0,1198526
Activo C.P./Activo Total	0,0809203	0,0442197
Passivo M.L.P./Cap. Permanentes	0,4736020	0,4692714
Passivo M.L.P./Cap. Próprios	0,8997033	0,8842022
Cap. Permanentes /Imobilizado	0,9048682	0,8809269
<b>FUNCIONAMENTO/ATIVIDADE</b>		
Volume Negócios/Activo	0,08971	0,08584
Existências /Custo das Vendas (Dias)	0	0
(Cl. c/c + Clientes, Títulos a Receber) /Volume Negócios (Dias)	28,08629	28,78691
Fornecedores /(C.M.V.M.C. + F.S.E.) (Dias)	321,36	180,37
Ciclo de Caixa (Dias)	-293,27	-151,59
F.M./Volume Negócios	-0,90788	-1,21693
N.F.M./Volume Negócios	0,09548	-0,30842
V A B/Produção	0	0
Imobilizado Técnico/V A B	0	0
<b>MERCADO</b>		
D.P.A./R.P.A.	0,158102767	0,158102767
Cap. Próprios/Nº Acções	32,96717	40,01505
Volume de Negócios	235.802.870	272.289.147
CMVMC + FSE	113852315	111474011
Resultados Económicos	223.478.843	318.038.423

## Quadro 6

Painel de Indicadores Económico-Financeiros Sonae Sierra SGPS 2004/2005



os financeiros que podem estar na origem de uma deficiente programação e gestão de crédito, embora seja comum este tipo de empresas recorrerem continuamente a empréstimos de montante elevado.<sup>26</sup>

Dos indicadores de endividamento ou alavancagem temos o capital próprio sobre o activo que mede a utilização do activo na gestão de vendas; quando é muito elevado significa que a empresa está a trabalhar perto do limite da capacidade e no caso inverso a subutilização de recursos.

O grau de autonomia financeira que é dada pelo segundo destes indicadores, no quadro 6, e traduz a capacidade da empresa de financiar o Activo através de capitais próprios sem ter de recorrer a empréstimos.

A diferença para 100% dá a dependência do capital alheio.

Os indicadores de estrutura fornecem informações sobre a estrutura do endividamento, por exemplo o indicador da imobilização dos capitais permanentes mede a cobertura de aplicações em capital fixo por capitais permanentes, devendo ser superior a um, o que evidencia a existência de um fundo de maneo positivo. A diferença entre os valores do numerador e denominador representa o fundo de maneo.

Determinamos ainda indicadores de funcionamento/actividade que são indicadores que procuram caracterizar aspectos operacionais das actividades económicas de uma empresa e indicadores de mercado.

Relativamente aos indicadores de funcionamento/actividade – fornecedores/dias, foi considerado o valor de fornecedores conta corrente e fornecedores de imobilizado, tendo-se excluído apenas o montante de médio e longo prazo para esta última rubrica, embora seja quase certo que nem todos estes valores estão relacionados com a rubrica FSE.

Daí os valores obtidos saírem um pouco do habitual para esta empresa, conforme quadro 6, nomeadamente no ano 2004 em que atinge o valor de 321,36 dias.

O VAB – valor acrescentado bruto representa o resultado final da actividade produtiva no decurso do período considerado. Pode ser determinado por duas ópticas – a produtiva e a de distribuição.

Para a Sonae Sierra SGPS e pela óptica da distribuição o valor encontrado para o ano de 2005 é € 317.358.987 para um volume de negócios de € 272.289.147 (prestações de serviços) e proveitos financeiros de € 15.511.439 – ver quadro 7.

---

<sup>26</sup> Barros, Carlos e Aquino de Barros, “Análise e Gestão Financeira de Curto Prazo”, Editora Vulgata Lisboa – página 94.



VAB - (Óptica da Distribuição)	2005
Custos com o pessoal	39.231.276
Custos e perdas financeiras líquidas	39.755.452
Impostos sobre o rendimento	73.618.915
Dividendos	13.005.600
Auto financiamento	
Resultado líquido exercício	148.149.441
Amortizações exercício	1.750.871
Provisões do exercício	1.847.432
	317.358.987

#### Quadro 7

VAB - Óptica da Distribuição para a Sonae Sierra SGPS 2005

### 1.9. Análise Alavancagem

A alavancagem são “as variações sobre os capitais próprios como consequência de distintas composições da estrutura financeira de uma empresa (capitais próprios e alheios), de tal modo que se procure obter uma relação óptima entre estas duas rubricas.

Como indicadores de desempenho de gestão podemos ter a alavancagem operacional e a alavancagem financeira.

Existe alavancagem financeira sempre que o rendimento de um capital é superior ao custo para o obter, isto é, quando o rendimento dos capitais próprios cresce com o aumento do endividamento.”<sup>27</sup>

A alavancagem financeira representa o “seu grau de endividamento, que quando superior a 30%, diz-se que está altamente alavancada.

Mede a capacidade da empresa de utilizar as suas reservas financeiras extraídas do lucro, através do quociente entre o lucro antes de impostos e o lucro disponível para os accionistas. A alavancagem operacional é a capacidade de acordo com a estrutura de custos fixos que a empresa tem de aumentar as suas vendas e gerar um maior incremento nos seus resultados.

<sup>27</sup> www.iapmei.pt – Maio 2006.



Análise da Alavancagem	2004/05
ALAVANCAGEM OPERACIONAL	
(/) Variação Resultados Económicos	94.559.580
(/) Resultados Económicos	223.478.843
(=) Crescimento dos Resultados Económicos	42,313%
(/) Variação Volume de Negócios	36.486.277
(/) Volume de Negócios	235.802.870
(=) Crescimento do Volume de Negócios	15,473%
(=) Grau de Alavancagem Operacional	2,735
ALAVANCAGEM FINANCEIRA	
(/) Variação Resultados por Acção	2,03
(/) Resultados por Acção	4,56
(=) Crescimento dos Resultados por Acção	0,445
(/) Variação Resultados Económicos	94.559.580
(/) Resultados Económicos	223.478.843
(=) Crescimento dos Resultados Económicos	42,313%
(=) Grau de Alavancagem Financeira	1,052
(=) Grau de Alavancagem Combinada	2,877

Quadro 8 - Análise da Alavancagem Sonae Sierra SGPS 2004/5

Uma alta alavancagem operacional é geralmente acompanhada por uma baixa alavancagem financeira.<sup>28</sup>

Este indicador mede a capacidade da empresa de aplicar os recursos provenientes do resultado operacional, determinados pela relação entre as receitas vendas líquidas e o lucro, antes de deduzidas as reservas.

Na Sonae Sierra SGPS a uma variação do volume de negócios de 42% corresponde uma variação dos resultados económicos de 42%, para mais.

Os custos fixos não são muito elevados, portanto verifica-se um baixo risco económico.

O grau de alavancagem operacional determinado de 2,7 indica que não existe grande risco de parte da margem bruta ser absorvida por custos fixos (quadro 8).

Assim e se não houver alteração na estrutura dos custos, uma variação de 8% no volume de negócios irá corresponder a uma variação de

<sup>28</sup> [www.fae.edu/dicionario/index.asp](http://www.fae.edu/dicionario/index.asp) – Maio 2006.

22% nos resultados operacionais.<sup>29</sup>

O grau de alavancagem financeira determinado de 1,05 indica um resultado financeiro baixo. Quanto maior for este indicador maior é o risco financeiro, ou seja de o resultado operacional ser em grande parte absorvido pelos custos financeiros (quadro 8).

Se o resultado operacional for positivo e o GAF negativo, significa que os custos financeiros excedem o valor do resultado operacional.

Para o GAF encontrado e para uma variação de 10% nos resultados operacionais<sup>30</sup>, corresponderá uma variação de 11% nos resultados de exploração.<sup>31</sup>

Por sua vez o grau da alavancagem combinada, ou seja a conjugação da vertente operacional e da vertente financeira, quantifica o peso dos custos fixos operacionais e dos custos financeiros e portanto o impacto das variações no volume de negócios sobre o resultado de exploração.

Mede a sensibilidade do resultado líquido corrente às variações do volume de vendas. Quanto maior for o seu valor maior será o risco global.

Como os riscos económicos e financeiros são baixos este indicador também é baixo, 2,88, para a Sonae Sierra, SGPS.

### 1.10. Análise Dupont

A análise Dupont é uma técnica criada por F. Donaldson Brown (associado da Dupont Company) muito simples mas com a desvantagem de ser baseada na contabilidade, dependendo pois da fiabilidade desta.

---

<sup>29</sup> Nabais, Carlos e Francisco Nabais “Prática Financeira I – Análise Económica & Financeira, Lidel – Edições Técnicas, Lda. – página 148.

<sup>30</sup> Os Resultados Operacionais são a diferença entre Proveitos e Custos Operacionais, relativos à actividade principal da empresa.

Os Resultados de Exploração são a diferença entre os Custos e os Proveitos de Exploração, que resultam dos Resultados Operacionais corrigidos da componente financeira (Proveitos Financeiros – Custos Financeiros).

São uma medida da capacidade da empresa de produzir resultados provenientes da sua actividade normal.

Se  $RE > 0$ , diz-se que a empresa tem viabilidade.

<sup>31</sup> Nabais, Carlos e Francisco Nabais “Prática Financeira I – Análise Económica & Financeira, Lidel – Edições Técnicas, Lda. – página 151.

Permite analisar a evolução da rentabilidade dos capitais próprios através da sua decomposição em vários factores explicativos.

“A fórmula desenvolvida pela Dupont Company é a seguinte<sup>32</sup>

$$RCP = \frac{RL}{CP} = \left( \frac{RAEFI}{V} \times \frac{V}{A} \right) \times \left( \frac{A}{CP} \times \frac{RAI}{RAEFI} \right) \times \frac{RL}{RAI} \quad (1)$$

em que

RL – resultado líquido do exercício

CP – capitais próprios

RAEFI – resultado antes de encargos financeiros e impostos

V – vendas e outros proveitos de exploração

A – activo líquido

RAI – resultado antes de impostos

Para a Sonae Sierra SGPS e para o ano de 2005 o

$$RCP = \frac{148.149.441}{1.301.049.444} = 11,4\%$$

$$\Leftrightarrow \left( \frac{348.359.487}{272.289.147} \times \frac{272.289.147}{3.172.063.242} \right) \times \left( \frac{3.172.063.242}{1.301.049.444} \times \frac{293.092.596}{348.359.487} \right) \times \frac{148.149.441}{293.092.596}$$

$$\Leftrightarrow (1,279373 \times 0,085839) \times (2,438080 \times 0,841351) \times 0,505470 \Leftrightarrow$$

$$\Leftrightarrow 0,109820 \times 2,051281 \times 0,505470 \Leftrightarrow 0,225272 \times 0,505470 = 0,113868$$

Esta decomposição permite analisar o efeito da política de investimento, de financiamento e do efeito fiscal na rentabilidade obtida pelos accionistas.

A política de investimento é medida pelo primeiro conjunto de indicadores que traduzem em termos globais a chamada rentabilidade operacional do activo independentemente da forma de financiamento adoptada, que por sua vez representa o produto de dois rácios que são a rentabilidade operacional das vendas – isto é a margem de lucro por euro de vendas antes de considerar a função financeira, os resultados

<sup>32</sup> Carvalho, Cristina Neto de e Gioconda Magalhães, “Análise Económico-Financeira de Empresas, 3ª. Edição, Universidade Católica Editora – página 226.

extraordinários e a componente fiscal, ou seja a percentagem de resultados obtidos após a cobertura de todos os custos com excepção dos custos e perdas financeiras e do imposto sobre o rendimento - e a rotação do activo – isto é, a medida do grau de utilização dos seus activos e que é muito influenciado pelo sector de actividade em que a empresa se insere.<sup>33</sup>

Consoante os tipos de negócios, podemos ter rentabilidade das vendas reduzidas compensadas por rotações elevadas ou rentabilidades elevadas compensadas por rotações reduzidas.

O valor destes rácios é para a Sonae Sierra em 2005 de 1,279373 para a rentabilidade operacional das vendas e de 0,085839 para a rotação do activo.

Para o accionista interessa que o valor global seja elevado que no caso da Sonae Sierra SGPS atinge 10,98%.<sup>34</sup>

O segundo conjunto dá a medida da política de financiamento – ou o impacto que a política de financiamento seguida pela empresa teve na rentabilidade dos capitais próprios.

A fracção - activo sobre os capitais próprios, indica o nível de recurso a capitais alheios.

Logo quanto mais elevado for o valor deste rácio, menor será o capital próprio face ao activo, ou seja, maior será o endividamento, que é o caso da Sonae Sierra SGPS com um valor de 2,4%.

Este conjunto de indicadores representa aquilo a que poderemos chamar efeito de alavancagem financeira, ou a possibilidade de ampliar a rentabilidade dos capitais próprios através da escolha da estrutura de financiamento, que por sua vez resulta do produto do efeito endividamento pelo efeito custos financeiros.

O primeiro destes dois efeitos, porventura menos considerado pelos responsáveis das empresas, traduz-se num efeito favorável (valor do indicador superior a um) que tem a ver com o peso relativo dos capitais próprios no activo da sociedade (inverso da autonomia financeira), e que contribuirá para uma maior RCP quanto menor for.

O segundo dos efeitos, será em princípio desfavorável do ponto de vista da sua contribuição para a formação da RCP e do lucro da empresa já que assumirá em geral valores inferiores a um, face a uma qualquer

<sup>33</sup> Instituto Superior de Gestão Bancária - Unidade II – Métodos e Técnicas da Análise Económico-Financeira.

<sup>34</sup> [www.jorgefarinha.com](http://www.jorgefarinha.com) - página 28.

empresa que não apresente receitas financeiras superiores aos custos.

É este o efeito com que a generalidade dos gestores se preocupa mais e que decorre directamente do pagamento de encargos financeiros.

O efeito conjunto dos dois indicadores em termos da sua contribuição líquida para a formação da RCP não é imediato, podendo ser neutro, positivo ou negativo. Tal dependerá do comportamento relativo do crescimento dos encargos financeiros em relação aos resultados operacionais à medida que a empresa aumenta o seu grau relativo de recurso a capitais alheios.

Para a Sonae Sierra em 2005 o primeiro destes rácios é de 2,43808, e tem a ver com o peso dos capitais próprios no activo da empresa.

O segundo dos efeitos atinge o valor de 0,841351 o que significa que as receitas financeiras são superiores aos custos.

O último efeito considerado na fórmula 1 consiste no efeito fiscal.

Facilmente se verifica que o seu valor poderá ser inferior ou igual a um, respectivamente, se a empresa for ou não pagadora de impostos.

Na Sonae Sierra em 2005 este último efeito apresenta o valor de 50,5%, que representa o valor do imposto efectivamente suportado sobre estas actividades e que é de 49,5% de acordo com a apresentação que foi feita ao longo deste trabalho em que tomamos como limitação por uma questão de simplificação o valor de € 148.149.441 para o Resultado Líquido do Exercício de 2005, não considerando os interesses minoritários.

Tendo em conta o cálculo dos interesses minoritários o valor do Resultado Líquido do Exercício passa para € 219.473.681, de que resulta um efeito fiscal de 75% porque o imposto pago foi de 25%.

“Não obstante a RCP apresentar limitações graves<sup>35</sup> enquanto medida da rentabilidade para os proprietários da empresa ou como objectivo a prosseguir pelos responsáveis da sociedade tal não invalida alguma utilidade para a análise Dupont.

De facto, ao procurar identificar as diversas componentes que contribuem para a formação da RCP poder-se-á através desta técnica analisar alguns importantes aspectos que são relevantes para uma compreensão da evolução das actividades da empresa.

Nomeadamente, permite uma chamada de atenção para eventuais

---

<sup>35</sup> Trata-se de um rácio cujo numerador não corresponde ao rendimento auferido pelos seus accionistas e cujo denominador não traduz o valor da sua riqueza inicial, partindo de conceitos contabilísticos que se afastam na realidade dos conceitos financeiros.

alterações verificadas no domínio operacional, financeiro, fiscal ou sobre eventos não recorrentes que possam ter afectado algumas das mais importantes rubricas da evolução económico-financeira da sociedade mas que nem sempre são de imediata percepção.”<sup>36</sup>

“O rácio entre o RAI – resultado antes de impostos e o RAEFI – resultado antes de encargos financeiros e impostos, pode ser assim decomposto

$$\frac{RAI}{RAEFI} = \frac{RAEFI - Enc.Financeiros}{RAEFI} = 1 - \frac{Enc.Financeiros}{RAEFI} \quad (2)$$

A fórmula 2 permite medir a percentagem do RAEFI que não é absorvida pelos encargos financeiros, indicando o peso do financiamento em termos de resultados e que tem por valor como limite máximo 1, no caso dos encargos financeiros serem nulos ou pode atingir valores negativos no caso dos encargos financeiros serem de tal forma elevados que absorvem a generalidade do resultado gerado.

Os accionistas podem perder ou ganhar ou não sentir qualquer efeito da política financeira escolhida. Caso a Rentabilidade do Activo seja positiva os accionistas ganham quando aquele segundo parêntesis (fórmula 1) for superior a zero e no caso da Sonae Sierra SGPS atinge o valor de 2,05%, o que significa que a RCP passa pelo efeito de financiamento de 20% para 41% e que é conhecido pelo Efeito de Alavancagem Financeira, ou seja a possibilidade de ampliar a Rentabilidade dos Capitais Próprios com a escolha da estrutura de financiamento.

Se a Rentabilidade do Activo é negativa e o efeito de financiamento é positivo estamos perante uma situação em que o efeito de financiamento amplia efectivamente os prejuízos que vêm da política de investimento, tornando a situação ainda mais deficitária. Concluímos portanto que para o efeito de financiamento ser positivo não basta o segundo conjunto de indicadores ser superior a zero, a rentabilidade do activo também tem de ser positiva.

<sup>36</sup> www.jorgefarinha.com – página 29.



Para a Sonae Sierra SGPS teríamos:

$$\frac{293.092.596}{348.359.487} = \frac{348.359.487 - 55.266.891}{348.359.487} = 1 - \frac{55.266.891}{348.359.487} \Leftrightarrow$$

$$0,8413 = \frac{293.092.596}{348.359.487} = 1 - 0,158649 \Leftrightarrow 0,841351$$

O efeito da política de endividamento será nulo quando

$$\frac{A}{CP} \times \frac{RAI}{RAEFI} = 1 \quad (3)$$

Neste caso a percentagem de recurso a capitais alheios coincide com a percentagem de resultado antes de encargos financeiros e impostos, que é destinada a reembolsar estes capitais.<sup>37</sup>

Tanto pela análise tradicional como pela análise moderna os resultados são os mesmos. A primeira parte do resultado líquido do exercício, a segunda dos resultados económicos para chegar à rentabilidade dos capitais próprios.

O indicador Rentabilidade dos Capitais Próprios – Criação de Valor – é o “rácio mais importante que se pode considerar em finanças de empresas e mede a rentabilidade absoluta entregue aos accionistas.

Se elevado resulta num elevado preço das acções e torna fácil atrair novos fundos que vão permitir à empresa crescer, se houver condições de mercado para isso, e leva por sua vez a maiores proveitos.”<sup>38</sup> Resulta fundamentalmente da rentabilidade do activo económico, da alavanca financeira, do efeito do resultado extraordinário e do efeito fiscal.

A Rentabilidade Líquida do Activo “é um indicador que dá as bases necessárias para uma empresa poder apresentar uma boa rentabilidade do capital.

Sem um bom indicador de rentabilidade líquida do activo é quase impossível gerar uma boa rentabilidade dos capitais próprios.

Mede a medida em que a administração utiliza bem os activos nos negócios para gerar um excedente de exploração.”<sup>39</sup>

<sup>37</sup> Carvalho, Cristina Neto de e Gioconda Magalhães, “Análise Económico-Financeira de Empresas, 3ª. Edição, Universidade Católica Editora – página 226.

<sup>38</sup> Walsh Ciaran, “Rácios Fundamentais da Gestão”, página 80.

<sup>39</sup> Walsh Ciaran, “Rácios Fundamentais da Gestão”, página 82.

Na Sonae Sierra SGPS aumentou de 0,031 para 0,047 em 2005 – ver quadro 9.



Análise “Dupont”	2004	2005
<b>ANÁLISE TRADICIONAL</b>		
(*) Resultado Líquido Exercício /Volume Negócios	0,349	0,544
(*) Volume Negócios/Activo	0,090	0,086
(=) Rentabilidade Líquida do Activo	0,031	0,047
(*) Activo/Cap. Próprios	2,452	2,438
(=) Rentabilidade Capitais Próprios	0,077	0,114
<b>ANÁLISE MODERNA</b>		
(*) Resultados Económicos/Volume Negócios	0,948	1,168
(*) Volume Negócios/Activo	0,090	0,086
(=) Rentabilidade Económica do Activo	0,085	0,100
(*) Resultado de Exploração/Resultados Económicos	0,951	0,951
(*) Activo/Cap. Próprios	2,452	2,438
(=) Efeito de Alavanca Financeira	2,332	2,319
(=) Rentabilidade Exploração Cap. Próprios	0,198	0,233
(*) Resultado Antes Imposto/Resultado Exploração	0,834	0,969
(*) Resultado Líquido Exercício /Resultado Antes Imposto	0,464	0,505
(=) Efeito Eventual e Fiscal	0,387	0,490
(=) Rentabilidade Capitais Próprios	0,077	0,114

Quadro 9 - Análise “Dupont” para a Sonae Sierra SGPS 2004/2005

O efeito de alavanca financeira corresponde ao efeito financeiro de crescimento da rentabilidade dos capitais próprios e que se produz através do endividamento.

Verifica-se este efeito sempre que os custos financeiros de financiamento são inferiores à rentabilidade do investimento da empresa.

O efeito fiscal é um indicador que avalia o nível de incidência fiscal no resultado e sobre a rentabilidade do accionista.

Como o resultado antes de impostos é positivo quanto mais se aproximar da unidade menor será o peso da tributação sobre o rendimento.

No caso da Sonae Sierra SGPS tem o valor de 0,49 para o ano de 2005, logo tem certo peso no rendimento e efeitos negativos na rentabilidade do capital próprio.

A Rentabilidade dos capitais próprios passou de 7% em 2004 para

11% em 2005, o que significa que por cada 100,00 € de capital dos sócios, estes têm um retorno económico de 11,00€, o que é uma boa remuneração<sup>40</sup>.

## 2. CONCLUSÃO

A análise das demonstrações financeiras consiste em verificar a situação económico-financeira da empresa a partir das informações que foram disponibilizadas pela contabilidade.

Da análise do Balanço, verificamos que a Sonae Sierra apresenta um Activo constituído, basicamente por Investimentos Financeiros em Empresas do Grupo e Associadas e excedentes de tesouraria, que deverão ser utilizados no financiamento do vasto plano de investimentos em curso. É de salientar que o Passivo da Empresa inclui uma parte de um Empréstimo Obrigacionista.

Da Demonstração dos Resultados por naturezas verificamos que o Resultado Líquido do Exercício se manteve ao nível do conseguido em 2004.

Os Resultados Operacionais negativos são superiores aos do ano 2004, devido à recuperação de diversos custos notariais reclamados em anos anteriores.

Os Custos Financeiros diminuíram devido ao reembolso de parte do empréstimo obrigacionista e uma diminuição em termos médios dos Empréstimos de Empresas do Grupo.

Os Proveitos Financeiros apresentam uma diminuição, como resultado da diminuição dos Dividendos recebidos das Empresas do Grupo.

Os Resultados Extraordinários correspondem a um acerto de preço, acordado e recebido em 2005, resultante da venda de 50% do Cascaishopping, durante o ano de 1996.

Estas demonstrações foram depois completadas com a determinação ao longo do presente trabalho de indicadores económico financeiros.

Em termos de liquidez geral a situação é razoável face ao endividamento que um tipo de actividade como a da Sonae Sierra comporta, apresentando de uma forma geral bons indicadores, como já analisamos, e uma situação sólida.

As últimas notícias da imprensa confirmam o que concluímos<sup>41</sup>

<sup>40</sup> Nabais, Carlos e Francisco Nabais "Prática Financeira I – Análise Económica & Financeira, Lidel – Edições Técnicas, Lda. – página 208.

<sup>41</sup> Fonte. Agência Financeira, 18-09-06.

“Sonae Sierra foi considerada a melhor empresa portuguesa estabelecida em Espanha. A empresa foi distinguida pela sua capacidade de implementação das empresas e o seu crescimento no mundo ibérico.”

“Todo e qualquer prémio é um motivo de orgulho, pois trata-se de um reconhecimento de terceiros ao nosso esforço e ao que a empresa tem conseguido, neste caso, em Espanha. Sentimo-nos muito honrados por esta distinção da CHP à Sonae Sierra”, afirma Álvaro Portela, CEO da Sonae Sierra.

O júri considerou que a Sonae Sierra, proprietária de 11 centros comerciais em Espanha, contribuiu para o enriquecimento das relações económicas e sociais entre Portugal e Espanha, explica o comunicado da empresa.

O primeiro centro comercial e de lazer da Sonae Sierra em Espanha foi inaugurado há cinco anos e, neste momento, o grupo é proprietário de centros em Madrid, Múrcia, Saragoça, Barcelona, Toledo, Bilbao, Oviedo, Málaga e Santander.

Como conclusão final pode-se dizer que a Sonae Sierra SGPS é uma empresa sólida que continua a afirmar-se no mercado, apresentando nos nove meses de 2006 um crescimento de 52% quando comparado com o período homólogo anterior no Resultado Líquido Consolidado, e deste Resultado mais 49% (€ 97,7 milhões) são atribuíveis aos accionistas da Sonae Sierra.

O Net Asset Value (NAV) <sup>42</sup> por acção da Sonae Sierra SGPS cifrou-se em 30 de Setembro de 2006 em 42,41 euros contra os 38,90 euros a 31 de Dezembro de 2005, o que evidencia um crescimento de 9% durante os três trimestres de 2006, tendo em 2005 aumentado 19%.

O EBIDTA - Earning Before Interest Depreciation Taxes and Amortization cresceu 24% para 111,3 milhões.

Este indicador de desempenho financeiro da empresa calculado pela diferença entre rendimento e despesas excluindo os impostos, a depreciação, a amortização e os interesses, elimina os efeitos das decisões de financiamento e da contabilidade, representado a remuneração económica do dinheiro, que é o que interessa a quem investe.

Claro que todos estes valores continuam a ser influenciados pela política de expansão com abertura de novos centros o que implica investimento, mas o resultado final é muito bom para os accionistas e

---

<sup>42</sup> Press Release Sonae Sierra SGPS 2006.

investidores que vêm recompensado o seu investimento.

A Rentabilidade dos Capitais Próprios é bastante positiva em relação ao ano anterior, sendo influenciada por três políticas, a saber:

– Efeito de Investimento dado pela rentabilidade das vendas que aumenta neste ano e pela rotação do activo que permanece estável.

– Efeito de Financiamento que através da análise Dupont permite concluir que a rentabilidade do activo aumenta 60%.

– Efeito Fiscal com uma taxa de imposto sobre o rendimento bastante elevada e que absorve o Resultado da Sonae Sierra antes de impostos.

O valor de mercado dos Activos é 4.096 milhões crescendo 23%.

O valor contabilístico (Book Value) de uma empresa é a medida contabilística da situação líquida de uma empresa de acordo com o seu Balanço, resultando da divisão da situação líquida da empresa pelo número de acções emitidas.

O seu valor de mercado pode reflectir ou não o real valor da empresa, conforme a cotação das acções em bolsa.

O PBV (Price Book Value) é um rácio obtido através da divisão da cotação de uma acção pelo seu valor contabilístico. Quanto maior o PBV maior é o afastamento entre a cotação de mercado e o valor contabilístico e portanto menor será, pelo menos em teoria, a perspectiva de valorização futura.

No caso da Sonae Sierra o resultado por acção passou de 4,56 para 2,03 em 2005, em parte devido ao investimento feito, mas continua a ser um bom resultado para o estado actual da economia portuguesa e para as perspectivas futuras desta empresa. A certificação do seu Sistema de Gestão Ambiental de acordo com a norma ISO 14001:2004, pioneira nesta actividade também foi uma mais valia deste ano e como a sua missão é criar valor para os seus accionistas, mantendo relações fortes e duradoiras com os stakeholders é de prever que o próximo ano também seja um sucesso!

“Com as transacções realizadas em 2005, mais uma vez se confirma a posição da Empresa de que o seu Net Asset Value corresponde efectivamente ao valor de mercado (OMV) dos seus activos imóveis, deduzido das dívidas da Empresa e sem redução de Impostos Diferidos.”<sup>43</sup>

---

<sup>43</sup> Relatório e contas consolidadas da Sonae Sierra SGPS – página 41.

Concluimos assim que esta empresa está tendencialmente em equilíbrio, quando comparamos o seu valor contabilístico com o seu valor de mercado.

**BIBLIOGRAFIA**

BARROS, Carlos e Aquino de Barros, “Análise e Gestão Financeira de Curto Prazo”, Editora Vulgata Lisboa

CARRILHO, José Manuel, Luís Vilela Pimentel, Luís Laureano e Manuel Luís Prates, Elementos da Análise Financeira - Casos Práticos, 2005 Publisher Team

CARVALHO, Cristina Neto de e Gioconda Magalhães, “Análise Económico-Financeira de Empresas, 3ª. Edição, Universidade Católica Editora

LOCHARD, Jean, “Os Rácios Essenciais – como os utilizar, interpretar e comentar, Chiado 2003, Bertrand Editora

NABAIS, Carlos e Francisco Nabais “Prática Financeira I – Análise Económica & Financeira, 2ª Edição, Lidel – Edições Técnicas, Lda.

NABAIS, Carlos e Francisco Nabais “Prática Financeira II – Gestão Financeira, Lidel – Edições Técnicas, Lda.

NEVES, João Carvalho das, “Análise Financeira - Técnicas Fundamentais”, 1.ª Edição – Fevereiro 2006, Texto Editora

NEVES, João Carvalho das, “Análise Financeira Vol. II – Avaliação do desempenho baseado no valor, 3.ª Edição – Março 2003, Texto Editora

PLANO OFICIAL DE CONTAS – POC

WALSH, Ciaran “Rácios Fundamentais da Gestão, 2ª Edição, Editorial Dom Quixote

**SITES INTERNET**

[www.12manage.com](http://www.12manage.com) – DUPONT Model (Junho 2006)

[www.ajudabancaria.com](http://www.ajudabancaria.com) (Maio 2006)

[www.bportugal.pt](http://www.bportugal.pt) (Julho 2006)

[www.contabeis.ufba.br](http://www.contabeis.ufba.br) (Junho 2006)

[www.dei.uc.pt](http://www.dei.uc.pt) (Maio 2005)

[www.fae.edu](http://www.fae.edu) (Maio 2006)

[www.iapmei.pt](http://www.iapmei.pt) (Maio 2006)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com) (Novembro 2006)

[www.ipv.pt](http://www.ipv.pt) (Novembro 2006)

[www.jorgefarinha.com](http://www.jorgefarinha.com) (Maio 2006) – análise de rácios financeiros

[www.sonaesierra.com](http://www.sonaesierra.com) (Junho 2006) – Relatório de Responsabilidade Corporativa da Sonae Sierra

[www.sonaesierra.com](http://www.sonaesierra.com) (Junho 2006) – Relatório e Contas 2005

[www.sonaesierra.com](http://www.sonaesierra.com) (Junho 2006) - Sonae Sierra – Press Kit

[www.telecom.pt](http://www.telecom.pt) (Novembro 2006)

### **OUTROS RECURSOS**

Apontamentos das aulas de Análise Económico Financeira do Dr. Carlos Mota, Licenciatura em Auditoria, Ano Lectivo de 2003/2004.