

**MESTRADO**  
**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS**  
**EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**TRABALHO DE PROJETO**

**EQUITY RESEARCH VISTA ALEGRE ATLANTIS S.A.**

**ALEXANDRA FILIPA VIEIRA PEREIRA**

**JUNHO – 2025**



Lisbon School  
of Economics  
& Management  
Universidade de Lisboa

**MESTRADO EM**  
**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS**  
**EMPRESARIAS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**TRABALHO DE PROJETO**

EQUITY RESEARCH VISTA ALEGRE ATLANTIS S.A.

ALEXANDRA FILIPA VIEIRA PEREIRA

**ORIENTAÇÃO:**

PROFESSOR PEDRO ALMEIDA NEVES SAMPAYO RAMOS

JUNHO – 2025



## Resumo

Este projeto, desenvolvido no âmbito do Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG), tem como base a determinação do valor intrínseco das ações da Vista Alegre Atlantis SGPS, S.A. a 31 de dezembro de 2025, através de uma análise financeira rigorosa e fundamentada. Para tal, foi realizada uma avaliação abrangente do setor cerâmico, caracterizado por uma crescente competitividade e por desafios estruturais que exigem inovação e adaptação constante.

A análise foi efetuada com referência à data de 31 de dezembro de 2024, recorrendo a três metodologias complementares: o modelo de *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), o *Adjusted Present Value* (APV) e o Método dos Múltiplos. Esta abordagem combinada permitiu obter uma estimativa mais robusta e coerente do valor da empresa, mitigando as limitações inerentes a cada técnica individual.

Assim sendo, com base na média ponderada entre os modelos FCFF e APV, foi apurado um preço de 1,14€ por ação, o que representa uma potencial de valorização de aproximadamente 12% face à cotação de mercado de 1,02€ registada a 20 de junho de 2025. Por outro lado, a análise relativa aponta para um valor médio de 0,71€ por ação, evidenciando um potencial de desvalorização de cerca de 31%.

## Abstract

*This project, developed as part of the Master's Degree in Accounting, Taxation, and Corporate Finance at the Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG), is based on determining the intrinsic value of Vista Alegre Atlantis SGPS, S.A. shares as of December 31, 2025, through rigorous and well-founded financial analysis. To this end, a comprehensive assessment of the ceramics sector was carried out, characterized by growing competitiveness and structural challenges that require innovation and constant adaptation.*

*The analysis was carried out with reference to December 31, 2024, using three complementary methodologies: the Free Cash Flow to Firm (FCFF) model, the Adjusted Present Value (APV) model, and the Multiples Method. This combined approach allowed for a more robust and consistent estimate of the company's value, mitigating the limitations inherent in each individual technique.*

*Based on the weighted average between the FCFF and APV models, a price of €1,14 per share was calculated, representing a potential valuation of approximately 12% compared to the market price of €1,02 recorded on June 20, 2025. On the other hand, relative analysis points to an average value of €0.71 per share, showing a potential devaluation of around 31%.*

## **Agradecimentos**

A chegar ao fim de mais uma etapa, não posso deixar de refletir sobre todo o percurso. Os anos de faculdade foram, sem dúvida, um período de aprendizagem e crescimento, que me permitiram alcançar os objetivos que idealizava.

Em primeiro lugar, obrigada ao meu pai, mãe e irmão, pela presença constante e pelo amor incondicional. Sem o vosso apoio, este caminho não teria sido possível.

Ao Pedro, por toda a paciência e amor.

Aos meus amigos de sempre, aos que tive o privilégio de conhecer durante a Licenciatura na FEP, e aos mais recentes amigos que a vida me trouxe em Lisboa: levovos comigo no coração.

Por fim, um especial agradecimento ao Professor Pedro Ramos por ter aceite orientar este projeto, pela disponibilidade e pelo valioso contributo ao longo deste processo.

## Índice

Resumo .....	i
Abstract.....	ii
Agradecimentos .....	iii
Índice .....	iv
Índice de Tabelas .....	vi
Lista de Abreviaturas.....	vii
1.Introdução .....	1
2.Revisão de Literatura.....	2
2.1. Valor e a Importância da Avaliação .....	2
2.2. Métodos de Avaliação .....	2
2.2.1. <i>Discounted Cash Flow</i> .....	3
2.2.1.1. <i>Free Cash Flow to Firm</i> (FCFF).....	4
2.2.1.2. <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (WACC).....	5
2.2.1.3. <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM).....	6
2.2.1.4. Taxa de Juro sem Risco .....	7
2.2.1.5. Beta.....	7
2.2.1.6. <i>Adjusted Present Value</i> (APV).....	8
2.2.2. Avaliação Relativa (Método dos Múltiplos) .....	9
3.Visão Geral da Empresa .....	10
3.1. História da Empresa.....	10
3.2. Estrutura do Grupo, Capital Social e Mercado de Ações .....	11
3.3. Negócios e Segmentos.....	12
4.Análise de Mercado .....	15
4.1. Análise Económica .....	15
4.2. Análise da Indústria .....	17
5.Análise Estratégica .....	19
5.1. Análise das 5 Forças de Porter .....	19
5.2. Análise SWOT.....	20
6.Avaliação .....	21

6.1.	Free Cash Flow to Firm.....	21
6.1.1.	EBIT .....	21
6.1.2.	CAPEX.....	23
6.1.3.	Necessidades de Fundo de Maneio.....	24
6.1.4.	WACC .....	24
6.1.5.	Taxa de Crescimento .....	28
6.1.6.	Análise dos Resultados.....	29
6.2.	Análise de Sensibilidade.....	30
6.3.	Adjusted Present Value .....	32
6.4.	Método dos Múltiplos.....	33
7.	Conclusão .....	35
8.	Referências Bibliográficas.....	36
9.	Anexos .....	40
	Anexo 1: Estrutura do Grupo .....	40
	Anexo 2: Necessidades de Fundo de Maneio.....	40
	Anexo 3: <i>Default Spread</i> .....	41
	Anexo 4: Demonstração de Resultados Previsional .....	41
	Anexo 5: Regressão Linear – Cálculo do Beta.....	42
	Anexo 6: Método dos Múltiplos, Rácios P/E e EV/EBITDA .....	42

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Análise SWOT .....	20
Tabela 2 – CAPEX .....	23
Tabela 3 –Necessidades de Fundo de Maneio.....	24
Tabela 4 – Custo do Capital Próprio .....	26
Tabela 5 – Rácio de Cobertura de Juros .....	27
Tabela 6 – Cálculo do Custo da Dívida.....	27
Tabela 7 – Estrutura de Capital .....	28
Tabela 8 – Cálculo WACC.....	28
Tabela 9 – Previsão dos FCFF 2026 a 2029 .....	29
Tabela 10 – Previsão do Preço da Ação .....	30
Tabela 11 – Análise de Sensibilidade com Variações do WACC e Taxa de Crescimento de Longo Prazo.....	31
Tabela 12 – Análise de Sensibilidade da Taxa de Juro Livre de Risco.....	31
Tabela 13 – Custo do Capital Próprio desalavancado .....	32
Tabela 14 – Cálculo APV.....	33
Tabela 15 – Previsão do Preço da Ação pelo Método do APV.....	33
Tabela 16 – Previsão do Preço da Ação pelo Método dos Múltiplos.....	34

## Lista de Abreviaturas

APV - *Adjusted Present Value*

CAPEX - *Capital Expenditures*

CAPM - *Capital Asset Pricing Model*

D – *Debt*

DCF - *Discounted Cash Flow*

DDM - *Dividend Discount Model*

EBIT - *Earnings Before Interests and Taxes*

EBITDA - *Earning Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*

ERM - *Excess Return Model*

EV - *Enterprise Value*

FCFE - *Free Cash Flow to Equity*

FCFF - *Free Cash Flow to the Firm*

g - *Taxa de Crescimento de Longo Prazo*

Horeca - *Hotéis, Restaurantes e Cafés*

PIB - *Produto Interno Bruto*

PV - *Present Value*

$R_d$  - *Custo da Dívida*

$R_e$  - *Custo do Capital Próprio*

$R_f$  - *Taxa de juro livre de risco*

SWOT - *Strenghts, Weaknesses, Opportunities e Threats*

TV - *Terminal Value*

VA - *Vista Alegre*

VAA - *Vista Alegre Atlantis*

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

## 1. Introdução

A avaliação de empresas é uma ferramenta essencial no apoio à tomada de decisões de investimento, permitindo estimar o valor intrínseco de um ativo com base em pressupostos económicos, financeiros e estratégicos. Este trabalho de projeto insere-se no âmbito do Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG – Universidade de Lisboa) e tem como principal objetivo realizar uma análise de *Equity Research* à empresa Vista Alegre Atlantis SGPS, S.A., com vista à formulação de uma recomendação de investimento fundamentada.

A escolha da Vista Alegre como objeto de estudo justifica-se pela sua relevância histórica, cultural e económica no panorama empresarial português. Fundada em 1824, a Vista Alegre foi a primeira fábrica de porcelana em Portugal, tendo evoluído ao longo dos anos para se tornar num grupo industrial de referência, com presença internacional e um portefólio diversificado que inclui porcelana, grés, cristal e faiança. A sua capacidade de aliar tradição e inovação, bem como a sua exposição a diferentes mercados e segmentos, tornam-na um caso particularmente interessante para análise financeira.

A avaliação será conduzida com base em três metodologias complementares: o modelo de Fluxos de Caixa Descontados (FCFF), o Valor Atual Ajustado (APV) e o Método dos Múltiplos. Estas abordagens permitem obter uma estimativa do valor teórico por ação da empresa, tendo em conta os seus fundamentos operacionais, a estrutura de capital e a comparação com empresas do setor. A análise é ainda enriquecida por uma avaliação do contexto macroeconómico e das dinâmicas da indústria cerâmica, bem como por uma análise de sensibilidade que permite testar a robustez dos resultados obtidos.

Este trabalho visa, assim, não só aplicar os conhecimentos adquiridos ao longo do percurso académico, como também contribuir para uma melhor compreensão do valor da Vista Alegre enquanto ativo financeiro, oferecendo uma base sólida para decisões de investimento informadas.

## **2. Revisão de Literatura**

### **2.1. Valor e a Importância da Avaliação**

De acordo com Fernández (2007), a avaliação de empresas constitui um instrumento imprescindível para a tomada de decisões financeiras fundamentadas. Para que seja eficaz, essa prática deve ser conduzida com extremo rigor e compreensão profunda dos diversos fatores que influenciam o valor intrínseco da organização.

Damodaran (2012) defende que a avaliação é fundamental para qualquer decisão de investimento, salientando que esta não se limita a ser um mero exercício técnico, mas constitui uma parte vital do processo de tomada de decisão, auxiliando os investidores na determinação do valor de um ativo. O autor reconhece que, embora a avaliação procure ser um processo objetivo, fundamentado em dados financeiros e modelos quantitativos, ela também engloba elementos subjetivos, tais como projeções de crescimento futuro, risco e taxa de desconto.

Conforme Koller (2020), o valor é criado quando o retorno obtido sobre o capital investido supera o custo de capital da empresa, indicando se a empresa se encontra a gerar retornos suficientes para justificar os riscos assumidos pelos investidores. O autor enfatiza, ainda, que a eficiente alocação de capital desempenha um papel crucial. Isso implica investir em projetos e iniciativas que proporcionem retornos superiores sobre investimentos, alinhados de forma coerente com os objetivos estratégicos da organização.

De acordo com Damodaran (2012), uma variedade de modelos está disponível para facilitar a obtenção de conclusões essenciais no processo de avaliação de empresas e investimentos. Assim sendo, como principais modelos, destaca-se o Modelo de Descontos de Fluxo de Caixa, o Modelo de Avaliação Relativa (Método dos Múltiplos) e o Modelo de Opções Reais. O autor destaca, ainda, que a seleção do modelo adequado para a avaliação é tão crucial para se alcançar um valor plausível quanto a compreensão do próprio modelo, dado que um dos desafios inerentes à avaliação não reside na carência de modelos, mas sim na abundância deles.

### **2.2. Métodos de Avaliação**

O presente projeto fundamentar-se-á no *Discounted Cash Flow* (DCF), utilizando a metodologia *Free Cash Flow to Firm* e *Adjusted Present Value* (APV), e será enriquecido pelo Método dos Múltiplos.

### 2.2.1. *Discounted Cash Flow*

O método de *Discounted Cash Flow* (DCF) estabelece uma correlação entre o valor de um ativo e o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados desse ativo. Assim, a premissa fundamental é que o valor intrínseco de um ativo corresponde ao valor presente dos fluxos de caixa que ele gera ao longo do tempo.

Segundo Iman, et al. (2008), o modelo DCF é extensivamente reconhecido e adotado pelos analistas financeiros, pela sua sólida fundamentação teórica e pelo seu foco nos fluxos de caixa futuros, que possibilitam uma análise detalhada do valor intrínseco de uma organização. Adicionalmente, observam que, não obstante a sua ampla aceitação, o DCF não constitui o único método empregue pelos analistas. Frequentemente, estes complementam o modelo com outras técnicas de avaliação, como o Método dos Múltiplos, com o intuito de obter uma perspectiva mais abrangente e robusta do valor intrínseco da empresa.

Damodaran (2012), a par com os autores supramencionados, refere igualmente a importância da complementaridade de métodos de avaliação para aprimorar a precisão e a confiança nas estimativas de valor, reconhecendo as diversas nuances e incertezas inerentes à avaliação de ativos. Assim, a complementação do DCF com métodos que não se debrucem somente em projeções futuras, tais como o Método dos Múltiplos, pode mitigar estas incertezas. Posto isto, segundo o autor, a conjugação de diferentes metodologias pode proporcionar uma compreensão mais holística do valor intrínseco do ativo.

Fernández (2007) considera que os métodos que são fundamentados no DCF são conceitualmente corretos. Nesse sentido, refere que é viável avaliar uma empresa como um ativo financeiro ao considerá-la um gerador de fluxos de caixa. Subsequentemente, ao calcular o valor presente dos fluxos de caixa, obtém-se o valor intrínseco da empresa.

De acordo com Damodaran (2012), a fórmula geral deste modelo pode ser delineada através do seguinte modelo matemático:

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

Em que:

n: Duração dos fluxos de caixa;

$CF_t$ : Fluxo de caixa no período t;

r: Taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados.

O autor sustenta ainda que, embora haja uma variedade de modelos de *Discounted Cash Flow*, estes podem diferir apenas em duas dimensões. Assim, tem-se uma primeira referente à *Firm Valuation* (Avaliação Global da Empresa), a qual engloba o *Free Cash Flow to Firm* (FCFF), o *Adjusted Present Value* (APV) e o *Excess Return Model* (ERM). A outra dimensão respeita à *Equity Valuation* (Avaliação do Capital Próprio) que engloba o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) e o *Dividend Discount Model* (DDM).

### 2.2.1.1. *Free Cash Flow to Firm* (FCFF)

O FCFF constitui uma metodologia fundamental na avaliação de empresas, particularmente dentro do DCF, evidenciando o montante de recursos financeiros gerados pela entidade. Assim, este montante representa o fluxo de caixa disponível para todos os fornecedores de capital da organização, após todas as despesas operacionais terem sido liquidadas e os investimentos indispensáveis em capital de exploração e capital fixo terem sido efetuados.

Em síntese, o FCFF analisa o valor da empresa sob uma perspectiva holística, independentemente da estrutura de capital da empresa.

Deste modo, o FCFF pode ser obtido através da seguinte fórmula:

$$2. \text{FCFF} = \text{Resultado Operacional} \times (1 - \text{Taxa de Imposto sobre os lucros}) + \text{Amortizações e Depreciações} - \Delta \text{Necessidades de Fundo de Maneio} - \text{Investimento em Ativos Fixos}$$

Após a determinação do FCFF, é possível apurar o valor da empresa, através da seguinte fórmula:

$$3. \text{Firm Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{wacc})^t}$$

Em que:

WACC: Custo Médio Ponderado de Capital.

Na expressão referente ao valor da empresa (*firm value*), assume-se que a empresa tem um horizonte temporal finito.

Segundo Damoradan (2012), para a avaliação de uma empresa em regime de perpetuidade, é imperativo postular que os fluxos de caixa, a partir de um certo momento temporal, cresçam a uma taxa constante. Esta última parte é referida como Valor Terminal, englobando a projeção perpetuada desses fluxos de caixa.

O *terminal value*, também denominado valor contínuo, representa o valor dos fluxos de caixa futuros que não foram previstos no horizonte temporal explicitamente considerado na avaliação.

É de extrema importância salientar que o peso do valor terminal é bastante relevante na avaliação, pelo que é crucial estabelecer um pressuposto de crescimento robusto. De acordo com Koller et al. (2020), a taxa de crescimento deve estar alinhada com a dos setores nos quais a empresa opera, sendo raro antecipar que uma empresa cresce a um ritmo superior ao da economia em que está inserida.

Ainda, é importante iniciar o cálculo do Valor Terminal apenas quando a empresa alcança um estado estacionário de equilíbrio no término do período de previsão explícito. A partir do momento que essa condição seja atendida, a duração do período de projeção não afeta o valor da empresa, alterando apenas a distribuição do valor entre a previsão explícita e o valor contínuo.

$$4. \text{ Terminal Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_{t+1}}{(WACC-g)}, \quad FCFF_{t+1} = FCFF_t \times (1 + g)$$

Em que:

*g*: Taxa de Crescimento Constante.

#### **2.2.1.2. Weighted Average Cost of Capital (WACC)**

Não seria adequado descontar os fluxos de caixa ao custo do capital próprio ou ao custo da dívida, dado que o FCFF beneficia quer os acionistas quer os credores. Portanto, no DCF, utiliza-se como fator de desconto o custo médio ponderado do capital (WACC).

Segundo Fernández (2011), o WACC é calculado como uma média ponderada dos custos associados à dívida (*Rd*) e ao retorno exigido sobre o capital próprio (*Re*). Esta média é determinada através dos pesos relativos de cada componente na estrutura de capital da empresa, que inclui tanto a dívida (*D*) quanto o capital próprio (*E*).

Conforme o autor, o WACC é a taxa adequada a ser aplicada, visto que a avaliação da empresa é realizada sob uma perspectiva abrangente. Nesse sentido, como mencionado, é importante ponderar tanto o retorno exigido pelos credores como o retorno exigido pelos acionistas, tendo em conta as suas respectivas ponderações na estrutura de capital da entidade.

O WACC pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$5. \quad WACC = \frac{E}{E+D} \times R_e + \frac{D}{E+D} \times R_d \times (1 - t)$$

Em que:

$E$ : Valor de Mercado do Capital Próprio (*Equity*);

$D$ : Valor de Mercado da Dívida (*Debt*);

$R_e$ : Custo do Capital Próprio;

$R_d$ : Custo da Dívida (Antes de Impostos);

$t$ : Taxa de Imposto sobre os Lucros.

### **2.2.1.3. Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

De forma a obter-se o custo do capital próprio ( $R_e$ ), pode-se utilizar o CAPM. Este modelo traduz o custo implícito, ou por outras palavras, o rendimento mínimo exigido pelos acionistas.

O CAPM é um modelo cujo objetivo passa por calcular o preço de equilíbrio de um ativo, fornecendo uma base teórica para a relação entre a rendibilidade e o risco.

O CAPM, apresentado por Sharpe (1964), estabelece uma correlação entre o risco sistemático e a rendibilidade esperada das ações. Assim, segundo o autor, um investidor pode auferir uma taxa de rendibilidade esperada elevada dos seus investimentos se assumir um risco adicional.

Não obstante, segundo Damodaran (2012) é imperativo referir os pressupostos subjacentes, entre os quais, o mercado encontra-se em perfeito equilíbrio, os investimentos são infinitamente divisíveis, não existe assimetrias de informação (todos os investidores dispõem de acesso equitativo à mesma informação, tornando inviável a identificação de ativos sobre ou subavaliados), nem existem impostos ou custos de transação.

Conforme postula Damodaran (2012) e Koller (2020), o CAPM é amplamente adotado para a determinação do custo do capital próprio.

O CAPM pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$6. R_e = R_f + \beta \times [R_m - R_f]$$

Em que:

$R_e$ : Custo do Capital Próprio;

$R_f$ : Taxa de Juro sem Risco;

$\beta$ : Beta (Risco Sistemático do Ativo);

$[R_m - R_f]$ : Prémio de Risco do Mercado.

#### **2.2.1.4. Taxa de Juro sem Risco**

Como o próprio nome indica, pode-se conceituar a taxa de juro sem risco como a taxa de rendimento que se espera obter, com absoluta certeza, ao longo de um dado período, tratando-se, por isso, de um investimento que implica risco nulo para o investidor.

Conforme Berk e DeMarzo (2017), diversos modelos recorrem à taxa de juro sem risco, dado que representa o retorno mínimo exigido por um investidor racional para qualquer outro investimento, independentemente das preferências individuais do investidor.

Segundo Damodaran (2012) e Koller (2020), para que um investimento seja considerado isento de risco, duas condições fundamentais devem ser satisfeitas: deve haver ausência de risco de incumprimento e inexistência de risco de reinvestimento. Relativamente à primeira condição, pode-se afirmar que mesmo as empresas mais “seguras” apresentam um risco mínimo de incumprimento, fazendo com que os títulos emitidos pelo Estado sejam a melhor alternativa, ainda que não sejam totalmente livres de risco.

#### **2.2.1.5. Beta**

De acordo com Koller (2020), o beta serve como uma métrica do risco sistémico associado à ação. Essencialmente, representa o acréscimo de risco de uma ação para o

portfólio de um investidor amplamente diversificado. Por sua vez, este risco é delimitado pela variabilidade da ação em comparação com as flutuações gerais do mercado bolsista.

“O beta de um título corresponde à variação percentual esperada no seu retorno dada uma variação de 1% no retorno da carteira de mercado”, segundo Berk e DeMarzo (2017). Nesse sentido, se o beta for igual 1 implica que o retorno do título seguirá as oscilações do mercado; um beta de 0 indica ausência de exposição ao risco sistemático; um beta negativo indica uma covariância inversa, ou seja, o retorno do título variará na direção contrária às mudanças observadas no mercado.

Geralmente, reconhece-se que um portfólio enfrenta dois tipos de riscos distintos, sendo eles o risco sistemático ou de mercado (risco não diversificável) e o risco não sistemático ou específico (risco diversificável).

De referir que, no CAPM, o risco não sistemático, ou seja, o risco específico da empresa, é desconsiderado sob a suposição de que os investidores possuem portfólios suficientemente diversificados para mitigar tal fonte de incerteza, pelo que este tipo de risco converge para zero. Posto isto, a diversificação do portfólio é conhecida como o meio mais eficiente para reduzir a exposição de um investidor ao risco específico.

Por conseguinte, o risco de mercado, não pode ser mitigado, dado que impacta todas as empresas de uma economia e constitui o único risco que os investidores não conseguem, por iniciativa própria, mitigar.

#### **2.2.1.6. *Adjusted Present Value (APV)***

Myers (1974) defende que “embora as regras do WACC sejam razoavelmente robustas, uma regra mais geral de “Adjusted Present Value” deveria ser utilizada para avaliar as oportunidades de investimento.”

Segundo o autor, nesta metodologia, a avaliação da empresa é realizada em etapas distintas. Inicialmente, determina-se o valor da empresa assumindo que é financiada exclusivamente por capitais próprios, resultando no valor da empresa sem alavancagem financeira. Posteriormente, incorporam-se os efeitos fiscais decorrentes do endividamento, bem como outros custos associados, como os custos de insolvência, para se obter o valor da empresa.

As ideias de Damodaran (2012) vão ao encontro e são semelhantes às apresentadas por Myers, pelo que, para ambos, o APV pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$7. APV = \text{Valor da Empresa Financiada Apenas por Capitais Próprios} + \text{Valor Presente dos Benefícios Fiscais} - \text{Custos Esperados de Falência} - \text{Custos de Agência}$$

Não obstante serem métodos distintos, o autor enfatiza que, desde que o processo de elaboração dos *cash flows* seja consistente, ambos devem, na teoria, convergir para o mesmo valor (Damodaran, 2012).

De acordo com Luehrman (1997), o APV é eficaz em todas as situações em que o WACC se demonstra adequado, e em diversas circunstâncias adicionais onde o WACC não é aplicável. Tal superioridade advém da sua maior flexibilidade, a qual requer menos pressupostos, além de proporcionar uma maior transparência, ou seja, um maior volume de informações robustas e detalhadas aos gestores.

### **2.2.2. Avaliação Relativa (Método dos Múltiplos)**

De acordo com Koller et al. (2020), este método possibilita a estimativa de valor de uma empresa mediante a comparação com empresas análogas, nomeadamente aquelas inseridas no mesmo setor. Para o autor, a avaliação relativa é um excelente complemento ao método de DCF.

Segundo Damodaran (2012), o método dos múltiplos constitui um método de avaliação extremamente útil e largamente empregado por diversas razões. As avaliações realizadas por meio deste método distinguem-se pela sua celeridade em comparação com o DCF e requerem um número reduzido de pressupostos. Além disso, são mais diretas e de fácil compreensão, o que se revela crucial na apresentação de informações a terceiros. Finalmente, ao basear-se em empresas comparáveis, este método reflete de forma mais fidedigna o estado atual do mercado. O autor define uma empresa como comparável aquela que demonstra *cash flows*, taxas de crescimento e perfis de risco análogos aos da empresa em avaliação. Ressalta, ainda, que não é imperativo que as empresas pertençam à mesma indústria ou setor para serem consideradas comparáveis, pelo que o essencial é que possuam semelhanças nas características supramencionadas.

Adicionalmente, conforme Damodaran (2012), para se realizar uma avaliação eficaz utilizando este método, é imperativo proceder à padronização dos valores analisados, por exemplo, transformar os preços de mercado em variáveis comuns, de forma a possibilitar uma comparação adequada. Assim, esta padronização pode ser efetuada com base: nos

lucros auferidos pela empresa, como evidenciado pelo *Price Earnings Ratio*; no valor contabilístico da empresa, através do *Price Book Value*; nas receitas obtidas pela atividade empresarial, refletidas pelo *Price Sales Ratio*; ou por outros rácios específicos, conforme o setor de atuação das empresas.

### **3. Visão Geral da Empresa**

#### **3.1. História da Empresa**

A Fábrica de Porcelana da Vista Alegre, fundada em 1824, por José Ferreira Pinto Basto, foi a primeira unidade industrial dedicada à produção de porcelana em Portugal. Pinto Basto, uma figura destacada do século XIX, e adepto do ideário liberal, adquiriu, em 1812, a Quinta da Ermida e, em 1816, a Capela da Vista Alegre e os terrenos envolventes, onde instalou a fábrica.

Com a autorização do Rei D. João VI, a 1 de julho de 1824, a fábrica começou a operar, produzindo, inicialmente, vidro e cerâmica "pó de pedra" devido ao desconhecimento da composição da porcelana.

Com o objetivo de dominar a produção de porcelana, em 1832, Augusto Basto, filho de José, deslocou-se até França para estudar a composição do barro utilizado na manufatura da porcelana. O progresso tecnológico, aliado à competência dos artesãos locais, formados pelos mestres artesãos internacionais contratados, revelou-se crucial na excelência da produção. Após significativas melhorias, a empresa decidiu concentrar-se exclusivamente na porcelana, abandonando a produção de vidro em 1880. Dessa forma, a Vista Alegre tornou-se pioneira na produção de porcelana em Portugal.

No final do século XX, a empresa enfrentou um declínio na sua atividade, devido a uma crise política e social que atravessava o país. Contudo, sob a direção de João Theodoro Ferreira Pinto Basto, em 1924, a VA resgatou o seu desenvolvimento industrial e revitalizou a sua vocação artística, promovendo um renascimento da sua atividade, iniciando-se um período de ressurgimento. A manutenção das tradições e a especialização dos artesãos permitiram à VA manter a sua posição de destaque entre as mais prestigiadas manufaturas europeias. Adicionalmente, a empresa procurou estabelecer um maior envolvimento com artistas contemporâneos e cooperar com os seus congéneres europeus, tendo esse empenho levado a uma expansão para novos mercados, ao incremento das exportações e à regularização dos compromissos artísticos.

A Vista Alegre consolidou a tradição de produzir peças exclusivas, incluindo um serviço de jantar para Sua Majestade a Rainha Isabel II. Em 1964, inaugurou o Museu Vista Alegre, com o objetivo de celebrar a sua rica e extensa história. Anos mais tarde, em 1985, foi criado o "Clube dos Colecionadores", refletindo o valor artístico e relevância da VA no mercado da arte. No mesmo ano, a empresa fundou o Centro de Arte e Desenvolvimento da Empresa (CADE) para fomentar a criação de novas peças e promover a formação em pintura e escultura.

No final da década de 80, participou em exposições internacionais de renome, incluindo no *Metropolitan Museum of Art* em Nova Iorque e no *Pallazo Reale* em Milão, ampliando a sua reputação internacional.

Em 1997, a Vista Alegre fundiu-se com o grupo cerâmico Cerexport, e em 2001, com a Atlantis, conhecida pela pureza de seus cristais. Através desta última fusão, a Vista Alegre reintegrou a produção de vidraria e cristalaria, formando o Grupo Vista Alegre Atlantis (VAA), embora comumente conhecida como Vista Alegre (VA). Essa união resultou na criação do maior grupo de produção de louça de mesa em Portugal.

Finalmente, em 2009, o Grupo Visabeira adquiriu a Vista Alegre mediante uma oferta pública lançada sobre as ações representativas do seu capital social.

Assim sendo, a Vista Alegre, pela sua longa e bem sucedida trajetória, é um símbolo da identidade portuguesa, reconhecida pelo seu impacto social e artístico.

### **3.2. Estrutura do Grupo, Capital Social e Mercado de Ações**

A Vista Alegre Atlantis (VAA) é uma empresa de referência no setor de porcelanas e cristais em Portugal. Atualmente, a sua estrutura acionista é predominantemente controlada pelo Grupo Visabeira, SGPS, S.A., que detém uma participação de 90,48% na VAA. Esta participação é detida através de entidades como a Visabeira Indústria, SGPS, S.A., e outras sociedades do grupo, refletindo uma concentração significativa de controlo acionista.

A VA está cotada na Euronext Lisboa desde 1987, contudo, apesar da sua exposição no mercado, não integra o Principal Índice do Mercado Português (PSI).

Em termos financeiros, em 2024, a Vista Alegre registou um volume de negócios consolidado de 137 milhões de euros, representando um crescimento de 5,5% face a 2023. No entanto, o EBITDA situou-se nos 27,4 milhões de euros, refletindo uma quebra de 3%

em comparação com o período homólogo. A margem EBITDA desceu para 20%, uma redução de 1,8 p.p. face a 2023, impactada sobretudo pelo aumento dos custos energéticos.

A VA tem vindo a diversificar as suas fontes de financiamento, sendo que, em abril de 2024, a empresa lançou uma oferta de obrigações no montante de 45 milhões de euros, com o objetivo de reforçar a sua estrutura de capital e financiar projetos de expansão.

O grupo é composto por 16 empresas com uma presença global significativa (Anexo 1). Dentro desse conjunto, algumas empresas são especializadas na produção de diferentes tipos de artigos, enquanto outras se dedicam à distribuição e expansão da marca nos mercados internacionais. Assim sendo, as principais unidades de produção incluem:

- Cerutil – Cerâmicas Utilitárias, SA: fabricação de artigos de mesa e forno;
- Cerexport – Cerâmica de Exportação, SA: produção de artigos de forno;
- Faianças Artísticas Bordallo Pinheiro, SA: produção de faiança;
- Faianças da Capôa – Indústria de Cerâmica, SA: produção de faiança;
- Ria Stone, Fábrica de Louça de Mesa em Grés, SA e Ria Stone II, SA: produção de artigos de mesa e artigos domésticos em grés, comercialização de artigos em grés, faiança e cerâmica.

A empresa mantém uma presença significativa nos mercados internacionais, com destaque para países como França, Espanha, Alemanha, Itália, Brasil e Estados Unidos da América, que são os maiores contribuintes para as vendas no mercado externo.

### **3.3. Negócios e Segmentos**

A 31 de dezembro de 2024, o Grupo encontra-se dividido em quatro segmentos de negócio principais, sendo eles a “Porcelana e Complementares”, “Grés”, “Cristal e Vidro Manual” e a “Faiança”.

#### **❖ Porcelana e Complementares**

A VAA destaca-se pelo seu prestígio tanto a nível nacional como internacional, consolidando-se como uma referência no setor da porcelana. Com uma estratégia focada na inovação e no desenvolvimento, a empresa tem investido continuamente em técnicas avançadas que elevam a qualidade dos materiais e das peças. De referir que a sua atividade

se centra em dois grandes domínios: o mercado doméstico, que inclui peças decorativas e utilitárias para mesa e decoração e o setor hoteleiro, orientado para hotéis e restaurantes.

A empresa atua principalmente nos segmentos médio e médio-alto, onde compete com empresas europeias de renome, destacando-se pela qualidade, *design* e prestígio das suas marcas. Já no segmento médio-baixo, a empresa enfrenta forte concorrência de produtores asiáticos, que dominam o mercado com produtos de grande escala e a preços reduzidos.

Os mercados português e espanhol lideram os resultados neste segmento, impulsionados por investimentos estratégicos nos canais HORECA e lojas próprias.

No Projeto n.º 405 foram definidos investimentos destinados a aumentar a capacidade de produção da unidade industrial de Ílhavo, através da aquisição de equipamentos tecnologicamente avançados, que iriam permitir diversificar a gama de produtos e reforçar a competitividade da empresa no mercado. Assim, em 2019, foi então concluída a instalação de um novo forno de peças ocas de porcelana no processo produtivo e de equipamentos avançados para automatizar os processos de carga e descarga. Contudo, o impacto do aumento do preço do gás limitou os ganhos esperados em termos de margem de lucro, gerando uma quebra no período seguinte.

Posteriormente, em 2023 e 2024, o segmento de porcelana manteve-se como uma das principais áreas de negócio, com um volume de vendas em torno dos 47 milhões em 2023 e 46 milhões em 2024, evidenciando uma evolução estável, embora com uma ligeira quebra no último ano.

#### ❖ Grés

Em 2012, a VA fundou a Ria Stone, uma subsidiária especializada na produção de louça de mesa em grés, que utiliza processos inovadores de cozedura única com elevados níveis de automação. Assim, através de técnicas de produção inovadoras, conseguiu estabelecer-se com êxito no mercado de fabricação em larga escala de grés, tendo o IKEA como seu principal cliente, exportando as peças da Ria Stone para todas as suas lojas a nível mundial. Ainda, em 2019, a Ria Stone desenvolveu um projeto de ampliação da sua fábrica. A expansão da capacidade foi inteiramente absorvida pelo IKEA, garantindo a continuidade das operações da Ria Stone até pelo menos 2026. De notar que este acordo representa aproximadamente 50% das receitas do segmento de grés.

Além disso, em 2017, a VA adquiriu a Cerutil, uma unidade de produção que se especializou na criação de peças de grés para mesa e forno.

Entre 2021 e 2023, a Vista Alegre Atlantis implementou o Projeto FLEX 360 na unidade de grés de Aveiro (Cerexport), com o objetivo de modernizar e tornar mais eficiente o processo produtivo. O investimento de cerca de 11 milhões de euros permitiu a aquisição de equipamentos tecnologicamente avançados e altamente automatizados, possibilitando a produção simultânea de grés de forno e de mesa. Como resultado, a capacidade produtiva aumentou em 30%, reforçando a flexibilidade, a sustentabilidade e a competitividade da fábrica.

Em 2024, o segmento registou um crescimento significativo, atingindo 56,4 milhões de euros em vendas, um aumento de 13,5% face ao período anterior. Este desempenho foi impulsionado sobretudo pelo crescimento do canal *private label*, que aumentou 14,4%.

Relativamente ao volume de negócios, o mercado alemão lidera com 25,9% das vendas, seguindo-se Espanha (11,8%), EUA (11,1%) e Países Baixos (10,9%).

#### ❖ **Cristal e Vidro Manual**

O cristal é fabricado a partir de areia e óxido de chumbo, que são fundidos numa massa incandescente e moldados através do sopro e dos movimentos manuais dos artesãos. Nesse sentido, os custos laborais e energéticos são extremamente relevantes, pelo que a gestão eficiente destes recursos é essencial numa ótica de rentabilidade.

Assim como o verificado em outros segmentos, a introdução de produtos a um preço mais apelativo no mercado, levou a uma queda acentuada e rápida nas vendas e serviços de cristal artesanal, obrigando a VA a repensar na sua estratégia. Assim, a empresa procurou estabelecer colaborações com marcas prestigiadas a nível global, de modo a ser capaz de criar peças com maior valor agregado e excelência técnica, além de ampliar a sua presença e reconhecimento no mercado.

Entre 2016 e 2019, a indústria demonstrou um avanço significativo graças aos investimentos direcionados para produtos de grés e cristal, através do ‘Projeto CerexCor & CristalLux’. No âmbito do CristalLux, o projeto tinha em vista a produção eficiente de embalagens de luxo em cristal, com *designs* exclusivos e de elevada qualidade,

recorrendo à tecnologia de moldação “*singlepass*”, que permite criar formas complexas e precisas com espessuras variáveis.

Em 2024, o segmento registou um volume de vendas de 14,9 milhões de euros, refletindo uma quebra de 5,1% face ao ano anterior. Apesar desta ligeira contração, o segmento continua a representar um pilar relevante da oferta da VA, com aposta contínua em produtos de maior valor acrescentando, nomeadamente no segmento de embalagens de luxo e peças de *design* exclusivo.

A nível de mercado, Portugal e os Países Baixos são os consumidores mais representativos deste segmento, representando 34% e 36,2%, respetivamente.

### ❖ **Faiança**

Em 2017, o grupo adquiriu a Bordallo Pinheiro, conhecida pela faiança, desempenhando um papel crucial na revitalização nacional dos artigos culturais portugueses. Finalmente, em 2019, a fábrica da Bordallo Pinheiro foi completamente renovada e ampliada, com a introdução de equipamentos de última geração. De notar que esta modernização aumentou a capacidade de produção em 50%, permitindo uma maior durabilidade dos produtos e uma diversificação da oferta.

A faiança manteve uma trajetória de crescimento em 2024, alcançando 19,4 milhões de euros em vendas, o que representa um aumento de 13,5% face ao ano anterior. Este desempenho foi sustentado, em grande parte, pela marca Bordallo Pinheiro, que continua a reforçar a sua notoriedade e procura tanto no mercado nacional como internacional. Portugal liderou o consumo de faiança em 2024, com uma quota de 43,7% do total das vendas, seguindo-se Itália, com cerca de 11,8%.

## **4. Análise de Mercado**

### **4.1. Análise Económica**

O ano de 2024 insere-se num cenário de recuperação moderada para a economia global, após um período prolongado de crises marcantes. Desde a crise financeira de 2008-2009, a trajetória económica tem sido moldada por sucessivas adversidades, como a pandemia COVID-19, a disrupção nas cadeias de abastecimento globais e o impacto geopolítico da guerra na Ucrânia. Estes eventos não só testaram a resiliência das

economias, mas também incentivaram políticas e estratégias focadas na sustentabilidade e na transição energética.

De acordo com o Banco Mundial, a economia global cresceu 2,6% em 2024, um ritmo modesto em comparação com a média pré-pandemia de 3,1%. Este desempenho reflete um ambiente económico de recuperação, mas ainda fragilizado pelos resquícios das crises anteriores. As economias avançadas apresentaram um crescimento de 1,5%, desacelerando devido às políticas monetárias restritivas implementadas para conter a inflação. Já as economias emergentes e em desenvolvimento registaram um crescimento de 4%, revelando a sua resiliência, mas permanecendo vulneráveis às flutuações globais e às elevadas dívidas soberanas.

O impacto da guerra na Ucrânia, iniciado em 2022, continuou a ser sentido em 2024, sobretudo no aumento dos preços da energia e dos alimentos, que, embora tenham desacelerado face a 2022, ainda pressionaram economias dependentes das importações de *commodities*. A inflação global, que alcançou níveis alarmantes de 10% em outubro de 2022, recuou para uma média de 4% em 2023, mantendo-se em patamares semelhantes em 2024. No entanto, como sublinhado pela OCDE, os custos sociais e económicos destas políticas restritivas podem levar anos a dissipar-se completamente.

A área do euro, em particular, enfrentou desafios significativos, com um crescimento anémico de 0,7% em 2024. Esta desaceleração foi impulsionada pela fraca recuperação da procura interna e por uma dependência estrutural de importações energéticas. Contudo, a inflação na zona euro manteve-se relativamente controlada, em torno de 2,6%, graças ao aumento das taxas de juro e a uma gestão mais eficaz das cadeias de abastecimento.

As transformações energéticas foram outro elemento-chave em 2024. Após uma diminuição de 5% no consumo de energia em 2020, este recuperou gradualmente nos anos subsequentes, com um aumento de 2,1% em 2022 e estabilização em 2024. A crescente adoção de energias limpas e a digitalização de setores industriais demonstram um esforço global para alinhar recuperação económica com sustentabilidade ambiental. Investimentos significativos em energias renováveis, particularmente na Europa e na Ásia, destacam-se como motores de transformação estrutural.

No contexto nacional, a economia portuguesa cresceu 1,7% em 2024, superando a média da Área do Euro. O consumo privado registou um aumento de 3%, refletindo uma ligeira recuperação do poder de compra das famílias, especialmente devido à

desaceleração da inflação. O setor do turismo continuou a ser um pilar essencial da economia, com um aumento de 7,5% no número de turistas estrangeiros no primeiro semestre de 2024, reforçando a sua contribuição para a balança comercial.

No entanto, o investimento, medido pela Formação Bruta de Capital Fixo, cresceu apenas 0,5%, mostrando a necessidade de maior execução dos fundos do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) e do Portugal 2030. A taxa de desemprego manteve-se estável em 6,4%, enquanto o mercado laboral demonstrou resiliência, com um crescimento de 1,3% no emprego.

O panorama económico global em 2024 é marcado por uma recuperação moderada, mas frágil, assente em esforços para mitigar as pressões inflacionistas e diversificar os motores de crescimento. A transição energética e a gestão de tensões geopolíticas serão determinantes para a sustentabilidade económica a longo prazo. Para Portugal, a oportunidade reside em acelerar o uso dos fundos europeus e continuar a promover setores energéticos, como o turismo e as energias renováveis, para garantir um crescimento equilibrado e sustentável.

#### **4.2. Análise da Indústria**

A produção cerâmica europeia caracteriza-se por uma forte dispersão empresarial, sendo dominada por Pequenas e Médias Empresas (PMEs). Segundo a Comissão Europeia (2019), este setor empregava cerca de 27.000 pessoas, desempenhando um papel relevante na economia. Portugal encontra-se entre os principais exportadores europeus, de acordo com dados do Eurostat (2023), consolidando a sua posição num mercado altamente competitivo.

A crescente presença de produtos asiáticos no mercado europeu tem colocado desafios significativos aos fabricantes locais. Assim sendo, as empresas chinesas e tailandesas, beneficiando de custos de produção mais baixos, têm inundado o mercado com artigos a preços extremamente competitivos, dificultando a sobrevivência das empresas europeias, uma vez que é exigido um elevado volume de mão de obra e um consumo energético significativo. Assim, a aposta na diferenciação, através da qualidade superior dos materiais, do *design* inovador e da construção de marcas reconhecidas, tem sido a principal estratégia para combater a concorrência. Além disso, a necessidade de reduzir

custos energéticos e investir na especialização da mão de obra torna-se cada vez mais crucial para assegurar a sustentabilidade do setor.

Para mitigar o impacto das importações a preços abaixo do mercado, a União Europeia implementou medidas *anti-dumping* através do Regulamento n.º 412/2013, que estabeleceu taxas adicionais sobre os produtos cerâmicos provenientes da China (Conselho da União Europeia, 2013). Em 2019, estas medidas foram renovadas por mais cinco anos pelo Regulamento n.º 2019/2131 (Comissão Europeia, 2019), na tentativa de proteger os fabricantes europeus. No entanto, apesar destas restrições, os produtos asiáticos continuavam a representar 55% do consumo europeu em 2019, um número elevado, mas inferior aos 65% registados em 2012 (CWW, 2019). Tal cenário levanta dúvidas sobre a eficácia das políticas protecionistas a longo prazo, uma vez que não abordam os desafios estruturais que o setor enfrenta.

Os padrões de consumo têm vindo a transformar-se, influenciados, em grande medida, pelas preferências das novas gerações. Conforme identificado por Augusto (2017), os *Millennials* e a Geração Z adotam uma perspetiva distinta em relação ao consumo de produtos de luxo. Enquanto no passado os artigos de mesa sofisticados eram vistos como símbolos de estatuto social, os consumidores mais jovens privilegiam experiências e vivências em detrimento da posse de bens materiais. Esse fenómeno tem impulsionado a procura por restaurantes e cafés que ofereçam espaços visualmente apelativos, onde a estética do ambiente e da louça utilizada complementam a experiência gastronómica.

Apesar de a cerâmica de alta qualidade continuar a ser essencial para o setor Horeca (hotéis, restaurantes e cafés), os fabricantes precisam de se adaptar a estas novas exigências, desenvolvendo produtos que se alinhem com as preferências contemporâneas. A inovação no *design*, aliada a materiais sustentáveis e a um posicionamento de marca ajustado às expectativas dos consumidores mais jovens, torna-se, assim, um fator-chave para garantir a competitividade da indústria.

A pandemia de COVID-19 provocou uma crise sem precedentes na indústria Horeca, com o encerramento temporário de inúmeros estabelecimentos e a adoção de restrições que limitaram significativamente as operações do setor. Apesar de muitas empresas terem encontrado soluções alternativas, como a aposta nos serviços de entrega e *take-away*, a procura por artigos de mesa e utensílios cerâmicos registou um declínio acentuado entre 2020 e 2021.

O setor cerâmico enfrenta desafios constantes, quer devido à concorrência internacional, quer devido às mudanças nos hábitos de consumo e às exigências ambientais. A modernização dos processos produtivos, a adoção de práticas sustentáveis e a diversificação da oferta serão fatores determinantes para garantir a viabilidade do setor nos próximos anos. A capacidade de inovação e adaptação às novas tendências será essencial para que as empresas se posicionem estrategicamente num mercado em transformação.

## **5. Análise Estratégica**

### **5.1. Análise das 5 Forças de Porter**

#### **❖ Ameaça de entrada de novos concorrentes – Baixa**

O setor exige elevados investimentos iniciais, quer em termos financeiros, quer em reputação, inovação e qualidade. Nesse sentido, a VA, como marca já estabelecida, apresenta uma vantagem significativa devido à sua longa história e tradição. Além disso, o seu domínio no mercado e a sua rede de distribuição consolidada dificultam a entrada de novos concorrentes.

#### **❖ Poder de negociação dos fornecedores – Moderado**

A indústria cerâmica depende de matérias-primas específicas e de energia (gás e eletricidade). Assim, a dependência de fornecedores de energia torna a VA vulnerável a flutuações nos custos energéticos. No entanto, a empresa mitiga este risco através da sua integração vertical, da diversificação de fornecedores e de contratos de longo prazo.

#### **❖ Poder de negociação dos clientes – Moderado a Elevado**

Nos clientes da VA incluem-se os consumidores finais, hotéis, restaurantes e empresas de *catering* (Horeca). No segmento *premium*, os consumidores valorizam a exclusividade e o design, o que reduz a sensibilidade ao preço. Contudo, no setor Horeca, onde a compra é feita em grande volume, os clientes podem pressionar por melhores condições e preços mais baixos. Além disso, a crescente concorrência de marcas internacionais pode levar à necessidade de promoções e personalização do serviço.

#### ❖ Ameaça de produtos substitutos – Moderada

A concorrência no setor de loiça e decoração de mesa é significativa, com alternativas como o vidro, aço inoxidável e plásticos premium. Além disso, as marcas de moda e design têm investido em coleções de mesa exclusivas, trazendo novas opções para o consumidor. O crescimento do movimento “minimalista” e “sustentável” também impulsiona a procura por materiais alternativos e multifuncionais.

#### ❖ Rivalidade entre os concorrentes – Moderada

A Vista Alegre compete com grandes marcas internacionais como *Rosenthal*, *Wedgwood*, *Villeroy & Boch* e *Royal Doulton*, bem como com fabricantes de cerâmica asiáticos que vendem a baixo custo. Para se diferenciar, a empresa aposta em *design* exclusivo, colaborações com artistas de renome e inovação tecnológica, como a incorporação de elementos sustentáveis e personalização de produtos.

## 5.2. Análise SWOT

Tabela 1 - Análise SWOT

Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none"><li>- Liderança de mercado;</li><li>- Parcerias estratégicas;</li><li>- Valor artístico e cultural elevado.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Dificuldade em atrair um público jovem;</li><li>- Associação à tradição portuguesa;</li><li>- Percepção conservadora;</li><li>- Comunicação limitada.</li></ul>
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none"><li>- Expansão internacional;</li><li>- Aumento da presença digital;</li><li>- Diversificação de produtos;</li><li>- Inovação em <i>design</i>.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Concorrência crescente;</li><li>- Percepção de preços elevados;</li><li>- Mudanças nas preferências dos consumidores;</li><li>- Flutuações económicas.</li></ul>

Fonte: Elaboração Própria

## **6. Avaliação**

Para o presente trabalho, procedeu-se à avaliação da empresa Vista Alegre, recorrendo a uma abordagem metodológica assente no método do FCFF, complementado pelo APV e, ainda, com o Método dos Múltiplos.

Relativamente à *Equity Valuation*, que engloba o *Dividend Discount Model* (DDM), importa salientar que o modelo não será desenvolvido, uma vez que a VA não distribui dividendos. Nesse sentido, a ausência de fluxos de dividendos torna inviável a utilização do DDM, dado que o seu pressuposto fundamental, a distribuição regular de dividendos como forma de retorno para o acionista, não se verifica. Assim, a aplicação deste modelo perde o seu racional económico.

O método FCFF foi privilegiado pela sua adequação a empresas com estruturas de capital estáveis, como é o caso da Vista Alegre, sendo os *cash flows* descontados à taxa WACC, ajustada ao risco do negócio. Em paralelo, o método APV permitiu uma análise complementar, isolando o efeito da estrutura de capital sobre o valor da empresa. Por fim, o método dos múltiplos foi utilizado como ferramenta comparativa, com base em empresas similares no setor. Para tal, os dados utilizados foram retirados do Relatório e Contas Anuais consolidados da Vista Alegre entre 2020 e 2024.

### **6.1. Free Cash Flow to Firm**

#### **6.1.1. EBIT**

De forma a dar início à avaliação, é necessário realizar uma previsão das receitas e dos custos diretos relacionados com a produção para os próximos 5 anos.

#### **❖ Receitas Operacionais**

Nos últimos anos, as receitas da VA têm demonstrando uma grande volatilidade, reflexo de uma conjuntura empresarial e global marcada por eventos disruptivos. Assim sendo, as transformações estruturais internas, os avanços tecnológicos, os impactos da pandemia de COVID-19 e as consequências geopolíticas de conflitos internacionais tornaram a previsibilidade dos resultados um desafio significativo.

A Vista Alegre encontra-se atualmente numa fase de maturidade no seu ciclo de vida empresarial, apresentando limitações ao nível do crescimento estrutural. Neste estágio de

desenvolvimento, é expectável que a evolução das suas receitas esteja estreitamente correlacionada com a dinâmica da economia nacional, mais concretamente com o Produto Interno Bruto (PIB) de Portugal, refletindo um posicionamento consolidado no mercado, mas sem perspetivas de ganhos relevantes de quota ou de expansão para novos segmentos.

Importa referir que, apesar de frequentemente se utilizar a média histórica das vendas como referência para projeções futuras, tal abordagem revela-se pouco prudente neste caso específico, dada a elevada volatilidade registada nas receitas da empresa ao longo dos últimos anos. Esta instabilidade torna a média histórica um indicador pouco representativo da tendência de longo prazo. Adicionalmente, não se considera metodologicamente apropriado incluir a inflação no cálculo do crescimento económico futuro das vendas, uma vez que tal poderia enviesar os resultados, sobretudo no contexto de uma empresa que já opera a plena capacidade de mercado e cuja margem para ajustamentos nominais (por via da inflação) é limitada. Assim, assume-se como mais razoável projetar o crescimento das receitas em termos reais, utilizando exclusivamente a taxa de crescimento do PIB português como *proxy* para a evolução esperada da atividade económica.

Desta forma, estima-se que as receitas da Vista Alegre cresçam em linha com o PIB nacional até 2029, refletindo uma trajetória de crescimento moderado e compatível com a sua posição madura no setor. A partir de 2029, apesar de já não se prever no presente trabalho as projeções detalhadas, assume-se, de forma conservadora, uma desaceleração para uma taxa de crescimento de longo prazo de 1,8% ao ano, inferior ao ritmo projetado da economia, refletindo a dificuldade expectável da empresa em acompanhar a expansão macroeconómica num horizonte temporal mais alargado, dada a sua já consolidada penetração de mercado.

#### ❖ Custos Operacionais

Uma abordagem metodologicamente rigorosa sugeriria a desagregação dos custos operacionais por segmento de atividade, permitindo uma avaliação mais precisa através da soma das partes individuais. No entanto, a empresa não fornece um nível de detalhe que possibilite essa análise aprofundada, limitando a divulgação a indicadores como receitas, depreciação (de comportamento não uniforme) e EBIT por segmento.

Ainda, a elevada volatilidade histórica do EBIT desaconselhou a construção de projeções individualizadas por segmento, uma vez que as semelhanças operacionais e as sinergias entre as diferentes áreas de negócio dificultam a atribuição precisa dos custos.

Dessa forma, os custos operacionais, nomeadamente os associados à produção e à força de trabalho, não foram segmentados. A partir deste ponto, a avaliação foi conduzida com base nos valores globais da empresa, em vez de uma abordagem segmentada. Assim, as despesas operacionais foram projetadas em conformidade com a média histórica dos últimos 5 anos e com base na projeção das receitas, em detrimento de um modelo baseado na repartição proporcional entre segmentos, como inicialmente se previa.

### 6.1.2. CAPEX

As despesas de capital de uma empresa, conhecidas como CAPEX, incluem todos os investimentos feitos para adquirir, melhorar e manter os ativos fixos, tais como equipamentos industriais, edifícios, tecnologia, entre outros.

A estimativa do CAPEX será realizada de forma simplificada, dado que a empresa não facultou detalhes sobre a sua estratégia de investimentos futuros.

Para a projeção do CAPEX, partiu-se do pressuposto de que a empresa privilegiará investimentos voltados para a preservação da sua capacidade operacional e a sustentação do crescimento das suas receitas. Assim, a projeção dos ativos fixos tangíveis e dos ativos intangíveis foi calculada com base na taxa de inflação a partir de 2024, enquanto a depreciação foi calculada através da média histórica do seu peso nos ativos. Caso os ativos fixos tangíveis fossem estimados diretamente como uma percentagem das receitas, o resultado seria uma alteração desproporcional e pouco realista. Por essa razão, adotou-se uma abordagem baseada na taxa de inflação, em detrimento de um cálculo meramente relativo.

Tabela 2 – CAPEX

	milhares €				
	2025	2026	2027	2028	2029
Ativos Fixos Tangíveis	145.417	148.326	151.292	154.318	157.404
Ativos Intangíveis	934	953	972	991	1.011
Depreciações/Amortizações	(14.890)	(15.188)	(15.492)	(15.802)	(16.118)
CAPEX	21.054	18.115	18.478	18.847	19.224

Fonte: Elaboração Própria

### 6.1.3. Necessidades de Fundo de Maneio

O fundo de maneio, também designado por capital circulante líquido, constitui um dos principais indicadores da saúde financeira de uma empresa, refletindo a sua capacidade de responder às obrigações operacionais de curto prazo com os recursos de curto prazo que dispõe. Assim, este indicador determina-se pela diferença entre o ativo corrente e o passivo corrente, sendo um sinal positivo da solidez financeira de uma empresa quando apresenta um valor positivo.

A análise das necessidades de fundo de maneio (NFM) foi realizada com base na decomposição dos principais componentes do ciclo operacional da empresa, nomeadamente os inventários, clientes, contas a pagar e fornecedores. Para tal, foram utilizados três indicadores fundamentais: o TMR (Tempo Médio de Recebimento), o TME (Tempo Médio de Existências) e o TMP (Tempo Médio de Pagamento).

Tabela 3 –Necessidades de Fundo de Maneio

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (P)	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)	milhares €
Necessidades Cíclicas	56.222	56.654	59.022	69.182	79.985	69.274	70.728	71.931	73.369	74.837	
Recursos Cíclicos	41.410	39.596	44.683	53.548	55.788	52.089	53.183	54.087	55.169	56.272	
NFM	14.812	17.058	14.339	15.634	24.197	17.185	17.545	17.844	18.201	18.565	
Δ NFM		2.246	(2.719)	1.295	8.563	(7.012)	361	298	357	364	

Fonte: Elaboração Própria

### 6.1.4. WACC

Conforme indicado na revisão da literatura, a metodologia adotada baseia-se no FCFF, cujo valor é atualizado com recurso ao WACC.

De seguida, será desenvolvida a metodologia adotada para a determinação do custo do capital próprio e o custo da dívida, os dois pilares que compõem o WACC.

Importa, no entanto, esclarecer que, embora a literatura aponte para a necessidade de adequar a taxa de desconto às especificidades económicas de cada mercado onde a empresa atua, tal diferenciação não foi possível de concretizar devido à indisponibilidade de dados suficientemente detalhados. Ainda assim, considera-se que esta opção metodológica não compromete de forma significativa a fiabilidade da avaliação, dado que a empresa desenvolve a maioria das suas operações em países europeus, cuja proximidade económica e institucional contribui para mitigar eventuais distorções decorrentes dessa uniformização.

### ❖ Custo do capital próprio ( $R_e$ )

O custo do capital próprio foi apurado com base no modelo CAPM, conforme delineado na revisão de literatura. Para a sua determinação, consideram-se os seguintes elementos: a taxa livre de risco, o prémio de risco de mercado e o beta.

Koller et al. (2020) recomendam a adoção de uma única maturidade de taxa de juro que represente, de forma mais fiel, o perfil temporal dos fluxos de caixa da empresa, bem como a escolha de títulos de dívida emitidos na mesma moeda desses fluxos. No contexto de uma empresa europeia, é sugerida a utilização de obrigações do tesouro alemão com maturidade a 10 anos, dado que estes instrumentos são negociados com maior regularidade e apresentam um risco de crédito inferior ao das obrigações soberanas de outros países da zona euro. Assim, foi considerada uma taxa livre de risco de 2,51% (20 de junho de 2025, valor consultado na *Bloomberg*).

Segundo a perspetiva de Berk e DeMarzo (2017), observa-se uma tendência decrescente do prémio de risco de mercado ao longo das últimas décadas. Tal fenómeno poderá ser justificado pelo crescimento do número de intervenientes nos mercados financeiros, pela proliferação de inovações financeiras que facilitaram o acesso à diversificação. Assim, estas transformações estruturais têm conduzido muitos analistas a antecipar, para o futuro, um prémio de risco de mercado situado entre 3% e 5%.

No presente estudo, o prémio de risco de mercado foi estimado com base no retorno médio esperado do índice PSI All-Shares, apurado a partir do comportamento observado ao longo dos últimos cinco anos, o qual se situou em 7,07%. A partir deste valor, procedeu-se à subtração da taxa livre de risco aplicável, o que resultou num prémio de risco de 4,56%. Este valor revela-se coerente com as projeções contemporâneas anteriormente referidas, reforçando a plausibilidade da estimativa obtida à luz das tendências observadas nos mercados financeiros globais.

O Beta alavancado da Vista Alegre foi estimado através do método de regressão linear simples, utilizando os retornos mensais da ação da empresa e do índice de mercado ao longo dos últimos cinco anos (Anexo 5). O coeficiente obtido foi de 0,07, o que, do ponto de vista estatístico, revela uma covariância praticamente nula entre os movimentos da ação e os do mercado de referência.

Este resultado deve, contudo, ser interpretado com cautela, tendo em consideração as particularidades da ação da Vista Alegre no contexto do mercado de capitais português.

A reduzida liquidez do título, evidenciada pela frequência com que os preços mensais permanecem inalterados ou apresentam variações mínimas, compromete a fiabilidade estatística da estimativa do Beta. Além disso, em vários períodos analisados, registaram-se movimentos do índice de mercado não acompanhados por quaisquer alterações no preço da ação da empresa, o que distorce a relação entre as duas variáveis e reduz a capacidade do Beta em captar a verdadeira sensibilidade da ação face às oscilações do mercado.

No entanto, no presente caso, tal interpretação deve ser relativizada, dado que o comportamento estatístico observado se deve maioritariamente a constrangimentos de liquidez e não a uma relação económica ou financeira subjacente entre os ativos. Importa referir que a reduzida liquidez do beta pode ser justificada pela elevada concentração acionista, uma vez que o principal acionista detém 90,48% das ações e não as transaciona no mercado, mantendo a sua posição de controlo e a sua percentagem financeira ao longo do tempo.

Posto isto, procede-se ao cálculo do custo do capital próprio com base na seguinte fórmula:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Tabela 4 – Custo do Capital Próprio

Taxa Livre de Risco	2,51%
Prémio de Risco de Mercado	4,56%
Beta Alavancado	0,07
Re	2,65%

Fonte: Elaboração Própria

Segundo o modelo do CAPM, o custo do capital próprio estimado corresponde a 2,65%.

#### ❖ Custo da dívida

Para estimar o custo da dívida da Vista Alegre, recorreu-se ao método *synthetic rating* desenvolvido por Damodaran.

Segundo Damodaran, este método assenta fundamentalmente no rácio de cobertura de juros, que corresponde à divisão entre o EBIT (resultados antes de juros e impostos) e

os encargos financeiros. A partir deste rácio, e com base em tabelas construídas empiricamente, é possível atribuir uma classificação de risco que se aproxima daquelas atribuídas por entidades como a *Moody's*.

Uma vez determinada essa classificação sintética, associa-se um *spread* de risco correspondente, ou seja, um prémio que reflete o risco de crédito adicional em relação à Euribor a 12 meses. Este *spread*, somado à Euribor a 12 meses, permite obter uma estimativa plausível do custo da dívida.

Tabela 5 – Rácio de Cobertura de Juros

	milhares €
Rúbrica	2024
EBIT	12.853
Encargos Financeiros	6.417
Rácio de Cobertura de Juros	2,00

Fonte: Elaboração Própria

Assim, após analisar a tabela disponibilizada por Damodaran (Anexo 3), considerou-se o *spread* de 1,83%.

Tabela 6 – Cálculo do Custo da Dívida

<i>Spread</i>	1,83%
Euribor a 12 meses	2,11%
Rd	3,94%

Fonte: Elaboração Própria

A Euribor a 12 meses ascende a 2,11% (19 de junho de 2025, valor consultado na *Euribor rates*), pelo que se obtém um custo de dívida antes de imposto de 3,94%.

### ❖ Estrutura de Capital

O valor do capital próprio foi apurado com base no número de ações em circulação e no seu respetivo valor de mercado registado a 31 de dezembro de 2024. Relativamente ao passivo, o seu valor foi retirado do balanço da empresa, no mesmo período, conforme apresentado no relatório e contas de 2024.

Tabela 7 – Estrutura de Capital

	milhares €
Dívida de Curto prazo	13.023
Dívida de Longo prazo	75.811
Caixa e Equivalentes de Caixa	11.810
<b>Dívida</b>	<b>77.024</b>
Número de ações	167.650
Preço da ação (31-dez-24)	1,02 €
<b>Capital</b>	<b>171.003</b>
Valor da Empresa	248.027
D/(D+E)	31%
E/(D+E)	69%

Fonte: Elaboração Própria

Assim, procede-se ao cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC), obtendo-se uma taxa de 2,69%.

Tabela 8 – Cálculo WACC

Custo do Capital Próprio	2,65%
Custo do Capital Alheio	3,94%
Taxa de Imposto	29,5%
D/(D+E)	31%
E/(D+E)	69%
<b>WACC</b>	<b>2,69%</b>

Fonte: Elaboração Própria

### 6.1.5. Taxa de Crescimento

Foi adotada uma taxa de crescimento de longo prazo de 1,8%, refletindo uma estimativa prudente e economicamente fundamentada para a evolução futura da VA. Esta escolha assenta no princípio económico de que, numa perspetiva de longo prazo, nenhuma empresa poderá crescer de forma sustentada acima da taxa de crescimento da economia onde se insere, sobretudo numa fase de maturidade do seu ciclo de vida. Ou seja, à medida que uma empresa atinge essa maturidade, as oportunidades de expansão tornam-se mais limitadas e o seu desempenho tende a alinhar-se com a evolução estrutural da economia.

De acordo com as projeções do Banco de Portugal, o Produto Interno Bruto (PIB) nacional deverá crescer 2,3% em 2025, 2,1% em 2026, 1,7% em 2027 e estabilizar em 2% a partir de 2028. Com base nestas previsões, a taxa de 1,8% surge como um valor

inferior ao crescimento projetado da economia, respeitando assim o limite teórico imposto pelas restrições macroeconómicas de longo prazo.

A adoção desta taxa representa, por isso, um ponto de equilíbrio entre a realidade macroeconómica e a capacidade da empresa de gerar valor de forma sustentada, num contexto de crescimento moderado e realista. Além disso, este valor contribui para uma avaliação conservadora, evitando sobrevalorizações com base em pressupostos excessivamente otimistas.

### 6.1.6. Análise dos Resultados

Com base na aplicação do modelo de avaliação financeira à VA e após a incorporação de todos os *inputs* considerados relevantes para análise, foi possível projetar os FCFE para os 5 anos seguintes. Os fluxos de caixa foram descontados ao valor presente através do custo médio ponderado de capital (WACC), resultando num valor total de 6.686 milhares de euros.

A partir desta análise, foi determinado um valor para a empresa (*firm value*) de 254.670 milhares de euros. Posteriormente, ao adicionar o montante de caixa e equivalentes e deduzir a dívida líquida, obteve-se um valor patrimonial (*equity value*) estimado em 177.646 milhares de euros.

Assim, sabendo que no final de 2024 a VA contava com 167.650 milhares de ações em circulação, o valor teórico por ação apurado através deste método de avaliação ascende a 1,06€, representando uma valorização de 4%.

Tabela 9 – Previsão dos FCFE 2026 a 2029

	milhares €			
	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)
EBIT	6.412	6.939	7.592	8.328
EBIT*(1-t)	4.520	4.892	5.353	5.871
(+) Depreciações e Amortizações	15.188	15.492	15.802	16.118
(-) ΔNFM	361	298	357	364
(-) CAPEX	18.115	18.478	18.847	19.224
FCFE	<b>1.232</b>	<b>1.608</b>	<b>1.950</b>	<b>2.401</b>
Fator atualização	1,03	1,05	1,08	1,11
<b>FCFE Atualizados</b>	<b>1.200</b>	<b>1.525</b>	<b>1.801</b>	<b>2.159</b>

Fonte: Elaboração Próprio

Tabela 10 – Previsão do Preço da Ação

	milhares €
WACC	2,69%
Taxa de crescimento	1,8%
PV FCF	6.686
Valor terminal	247.985
Valor da empresa	254.670
Dívida	88.834
Caixa	11.810
Valor patrimonial	177.646
Ações em circulação	167.650
Preço ação	1,06 €
Preço ação (20-06-2025)	1,02 €
Upside Potencial	4%

Fonte: Elaboração Própria

## 6.2. Análise de Sensibilidade

A análise de sensibilidade constitui uma ferramenta fundamental na avaliação financeira, permitindo avaliar como é que variações em pressupostos-chave influenciam o valor estimado de uma empresa. Além disso, esta técnica é útil para identificar os fatores de maior impacto na valorização e para testar a robustez dos resultados obtidos.

Neste caso, foram testadas variações no WACC entre 2,4% e 3% e na taxa de crescimento de longo prazo (g) entre 1,5% e 2,1%, mantendo-se os restantes pressupostos constantes.

A seguinte tabela apresenta os valores teóricos da ação para cada combinação de WACC e g, com base num valor base de 1,06€, correspondente a um WACC igual a 2,69% e uma g igual a 1,8%.

Através da análise da tabela, é possível observar que uma redução relativa de aproximadamente 11% no custo médio ponderado do capital (de 2,69% para 2,4%), representa, *ceteris paribus*, uma valorização de 69% no preço da ação, passando de 1,06€ para 1,79€. Por outro lado, a taxa de crescimento (g) funciona inversamente ao WACC, uma vez que o preço reage positivamente com um aumento da taxa. Assim, um aumento relativo de aproximadamente 11% na taxa de crescimento (de 1,8% para 2%) resulta numa valorização de 41% no preço da ação, com o valor a subir de 1,06€ para 1,49€.

Estes resultados demonstram que, embora ambas as variáveis tenham impacto, o valor da ação revela-se mais sensível ao WACC do que à taxa de crescimento, no intervalo analisado.

Tabela 11 – Análise de Sensibilidade com Variações do WACC e Taxa de Crescimento de Longo Prazo

		WACC						
		2,40%	2,50%	2,60%	<b>2,69%</b>	2,80%	2,90%	3,00%
g	1,5%	1,05	0,90	0,77	0,68	0,58	0,51	0,44
	1,6%	1,23	1,05	0,89	0,78	0,67	0,58	0,50
	1,7%	1,47	1,23	1,04	0,91	0,77	0,66	0,58
	<b>1,8%</b>	1,79	1,47	1,23	<b>1,06</b>	0,89	0,76	0,66
	1,9%	2,24	1,78	1,46	1,25	1,03	0,88	0,76
	2,0%	2,90	2,23	1,78	1,49	1,22	1,03	0,88
	2,1%	4,01	2,89	2,22	1,82	1,45	1,21	1,02

Fonte: Elaboração Própria

A taxa de juro livre de risco (Rf) tem um papel central na avaliação financeira, influenciando diretamente o custo do capital através do modelo CAPM.

A análise realizada testou diferentes cenários de Rf, entre 2,11% e 2,91%, revelando uma relação inversa entre a taxa e o preço da ação, ou seja, quanto maior a Rf, menor o valor da ação e vice-versa. Com efeito, a descida da Rf de 2,51% (cenário base) para 2,11% traduz-se numa valorização do preço da ação de 1,06€ para 1,63€, o que representa um aumento de aproximadamente 53%. Por outro lado, uma subida da taxa para 2,91% resulta numa desvalorização, com o preço da ação a descer para 0,73€, o que equivale a uma quebra de 31% face ao valor base.

Estes resultados demonstram que a avaliação da empresa é particularmente sensível a alterações na Rf, sendo esta uma variável crítica a considerar em contextos de incerteza económica e instabilidade nos mercados de dívida soberana.

Tabela 12 – Análise de Sensibilidade da Taxa de Juro Livre de Risco

Rf								
2,11%	2,21%	2,31%	2,41%	<b>2,51%</b>	2,61%	2,71%	2,81%	2,91%
1,63	1,45	1,30	1,17	1,06	0,96	0,88	0,80	0,73

Fonte: Elaboração Própria

### 6.3. Adjusted Present Value

O modelo APV permite avaliar a empresa como se fosse integralmente financiada por capital próprio, incorporando posteriormente os benefícios e custos associados ao recurso à dívida.

Em primeiro lugar, foi necessário determinar o custo do capital próprio não alavancado (Ru). Este foi obtido através do modelo CAPM, utilizando uma taxa de juro sem risco de 2,51%, um prémio de risco de mercado de 4,56% e um beta desalavancado de 0,05, resultando num Ru de 2,61%.

Tabela 13 – Custo do Capital Próprio desalavancado

Taxa de juro sem risco	2,51%
Prémio de risco de mercado	4,56%
Beta desalavancado	0,05
Ru	2,61%

Fonte: Elaboração Própria

De seguida, com recurso ao custo de capital procedeu-se à utilização dos FCFF, obtendo-se um *Firm Value* de 277.875 milhares de euros. A este valor foi somado o benefício fiscal da dívida (*Tax Shield*), calculado com base na dívida total da empresa, numa taxa de juro de 5,3% e numa taxa de imposto de 29,5%, resultando num valor presente de 4.891 milhares de euros.

Segundo Damodaran, os custos de falência e de agência devem ser incorporados no modelo APV como uma dedução ao valor da empresa, refletindo o risco acrescido associado ao endividamento. No entanto, a dificuldade em quantificar com precisão estes custos torna complexa a sua inclusão no modelo, dado que não foi possível obter uma estimativa fiável que represente de forma adequada o impacto potencial da falência na valorização da empresa. Acresce ainda que os custos de agência, pela sua natureza subjetiva e pela dependência de variáveis comportamentais e contratuais, são igualmente difíceis de estimar com rigor.

Assim sendo, após a incorporação destes elementos, o APV ascendeu a 282.766 milhares de euros.

Tabela 14 – Cálculo APV

	milhares €
Valor da empresa	277.875
Benefício fiscal	4.891
APV	282.766

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 15 – Previsão do Preço da Ação pelo Método do APV

	milhares €
APV	282.766
+ Dívida	88.834
- Caixa	11.810
Valor patrimonial	205.742
Ações em circulação	167.650
Preço ação	1,23 €
Preço ação (20-06-2025)	1,02 €
Potencial de valorização	20%

Fonte: Elaboração Própria

Por fim, subtraindo a dívida líquida, foi possível determinar o valor do capital próprio e, por conseguinte, o preço teórico por ação. Assim, com base no número de ações em circulação, o preço final da ação estimado a 31 de dezembro de 2025 pelo modelo APV foi de 1,23€, representando um crescimento potencial de 20%. Este resultado permite concluir que, à luz do modelo APV, o valor intrínseco da ação da Vista Alegre se encontra acima do seu preço de mercado atual, sugerindo um potencial de valorização para os investidores.

#### 6.4. Método dos Múltiplos

Por último, recorreu-se ao método dos múltiplos para estimar o valor das ações da Vista Alegre, com base em dois rácios de mercado. Esta abordagem permite realizar uma avaliação relativa, ao comparar a empresa com outras idênticas do mesmo setor.

Para efeitos desta análise, foram selecionadas quatro empresas cotadas com características semelhantes à Vista Alegre, nomeadamente no setor da cerâmica, artigos para o lar e bens de consumo duradouro: Churchill China plc (Reino Unido); Portmeirion Group plc (Reino Unido); Orthex Oyj (Finlândia) e Leifheit AG (Alemanha). A escolha

baseou-se na comparabilidade em termos de dimensão, modelo de negócio, presença internacional e posicionamento no segmento médio-alto de mercado.

Para a presente avaliação, foram considerados dois rácios de mercado: *Enterprise Value/EBITDA* (EV/EBITDA) e *Price/Earnings* (P/E). Estes múltiplos foram obtidos para cada empresa comparável (*website Investing*, 19 de junho de 2025) e, posteriormente, foi calculada a média dos mesmos, que serviu de base para estimar o preço implícito das ações da Vista Alegre.

A média do rácio P/E entre os pares foi de 25,83x, enquanto o rácio EV/EBITDA médio de fixou em 7,15x. Assim, aplicando-se estas médias aos dados financeiros da VA, obteve-se um preço implícito por ação de 0,70€ com base no múltiplo P/E e de 0,72€ com base no múltiplo EV/EBITDA (Anexo 6).

Tabela 16 – Previsão do Preço da Ação pelo Método dos Múltiplos

Preço ação	0,71
Preço ação (20-06-2025)	1,02
Potencial de valorização	-31%

Fonte: Elaboração Própria

De acordo com o Método dos Múltiplos, a Vista Alegre apresenta uma potencial de desvalorização de 31% face ao preço da ação registado a 20 de junho de 2025.

Uma das principais limitações do método dos múltiplos reside na dificuldade em identificar empresas verdadeiramente comparáveis. No caso da Vista Alegre, esta limitação é particularmente evidente, dada a sua natureza híbrida entre produção industrial e segmento de luxo. Assim, embora tenham sido selecionadas entidades com alguma proximidade setorial e dimensional, as diferenças estruturais entre os pares podem introduzir enviesamentos nos rácios de avaliação, pelo que os resultados devem ser interpretados com a devida prudência.

## 7. Conclusão

Este projeto teve como objetivo aplicar, de forma prática e fundamentada, os principais métodos de avaliação de empresas. Para tal, foi essencial desenvolver uma compreensão aprofundada da Vista Alegre, da sua estrutura organizacional, dos seus segmentos de negócio e do setor em que se insere. A análise foi complementada por uma avaliação do contexto macroeconómico e da indústria cerâmica, permitindo enquadrar os principais riscos e oportunidades que afetam a criação de valor.

A avaliação da empresa foi realizada com base em três metodologias distintas: FCFF, APV e o Método dos Múltiplos. O modelo FCFF, com base num WACC de 2,69% e uma taxa de crescimento de longo prazo de 1,8%, resultou num valor teórico por ação de 1,06€, refletindo um potencial de valorização face à cotação de mercado de 1,02€ a 20 de junho de 2025. O modelo APV, ao incorporar os benefícios fiscais da dívida, indicou um valor de 1,23€ por ação. E, por último, o Método dos Múltiplos, com base nos rácios P/E e EV/EBITDA registou 0,70€ e 0,72€ por ação, respetivamente.

Contudo, importa reconhecer algumas limitações deste trabalho. Em primeiro lugar, a falta de informação estratégica e previsões internas, obrigou à utilização exclusiva de dados públicos. Em segundo lugar, a escassez de empresas verdadeiramente comparáveis dificultou a aplicação do método dos múltiplos, dada a especificidade do posicionamento da Vista Alegre entre a produção industrial e o segmento de luxo. Por fim, a elevada concentração acionista e a reduzida liquidez das ações no mercado podem distorcer a perceção do seu valor real, sendo fatores a considerar numa análise de investimento.

Tendo em conta os fundamentos económicos, a consistência dos resultados obtidos e o potencial de valorização identificado à luz do modelo FCFF e do modelo APV, recomenda-se uma estratégia de compra das ações da Vista Alegre.

No entanto, importa ainda salientar que o custo do capital próprio se apresenta inferior ao custo da dívida, o que contraria os princípios fundamentais da teoria financeira. Esta distorção resulta, em grande medida, da reduzida liquidez das ações no mercado, visto que 90,48% das ações são detidas por um único acionista, que não as transaciona no mercado. Esta elevada concentração acionista limita fortemente a liquidez do título e afasta o interesse de investidores. Na ausência de perspetivas de alteração desta estrutura acionista, a situação tende a perpetuar-se, representando um risco significativo para o potencial de retorno do investimento.

## 8. Referências Bibliográficas

Berk, J., & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance* (4th global ed.). Pearson.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons.

Fernández, P. (2007). *Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations*. IESE Business School.

Fernández, P. (2011). *WACC: Definition, Misconceptions and Errors*. IESE Business School.

Imam, S., Barker, R., & Clubb, C. (2008). “The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts”. *European Accounting Review*, 17(3), pp. 503–535.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (7th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Luehrman, T. A. (1997). “Using APV: A Better Tool for Valuing Operations”. *Harvard Business Review*, 75(3), pp. 145–154.

Myers, S. C. (1974). “Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions—Implications for Capital Budgeting”. *The Journal of Finance*, 29(1), 1–25.

Sharpe, W. F. (1964). “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

## Relatórios e Contas

Vista Alegre, [Relatório e Contas 2020](#)

Vista Alegre, [Relatório e Contas 2021](#)

Vista Alegre, [Relatório e Contas 2022](#)

Vista Alegre, [Relatório e Contas 2023](#)

Vista Alegre, [Relatório e Contas 2024](#)

## Referências Internet

Agência Internacional de Energia (IEA). (2024). World Energy Outlook 2024. Paris: International Energy Agency. Disponível em: <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2024>.

APICER – Associação Portuguesa das Indústrias de Cerâmica e de Cristalaria. (2025). Dos tarifários dos EUA à concorrência chinesa: A cerâmica europeia num sistema de comércio global em transformação. Revista Kéramica, (394), março/abril. Edições | Keramica | APICER.

Augusto, C. (2017). Novos perfis de consumo: uma abordagem geracional ao consumo de luxo. Lisboa: Universidade de Lisboa, Faculdade de Letras. [Tese de Mestrado]. Disponível em: <https://repositorio.ul.pt>.

Banco de Portugal. (2024). Boletim Económico – Primavera 2024. Lisboa: Banco de Portugal. Disponível em: <https://www.bportugal.pt>.

Banco de Portugal. (2024). Projeções económicas. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/page/projecoes-economicas>.

Banco Mundial. (2024). Global Economic Prospects – June 2024. Washington, DC: World Bank. Disponível em: <https://www.worldbank.org>.

Bloomberg. (2024). Markets: Rates & Bonds. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>.

Comissão Europeia. (2019). Ceramics Industry – Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs. Bruxelas: European Commission. Disponível em: <https://single-market-economy.ec.europa.eu>.

Comissão Europeia. (2019). Regulamento de Execução (UE) 2019/2131 da Comissão de 28 de novembro de 2019 que institui a prorrogação do direito antidumping aplicável às importações de determinados artigos de mesa e de cozinha de cerâmica originários da China. Jornal Oficial da União Europeia. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.

Comissão Europeia. (2024). Portugal – Relatório de Monitorização do PRR. Bruxelas: European Commission. Disponível em: [https://ec.europa.eu/info/index\\_pt](https://ec.europa.eu/info/index_pt).

Conselho da União Europeia. (2013). Regulamento de Execução (UE) n.º 412/2013 de 13 de maio de 2013 que institui um direito antidumping definitivo sobre as importações de determinados artigos de mesa e de cozinha de cerâmica originários da República Popular da China. Jornal Oficial da União Europeia. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu>.

CWW – Ceramic World Web. (2019). European ceramic tableware market under pressure. Modena: CeramicWorldWeb. Disponível em: <https://www.ceramicworldweb.it>.

Damodaran, A. (2023). Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread. Ratings and Coverage Ratios, 26/04/2025.

Damodaran, A. (2024). APV: Adjusted Present Value approach. NYU Stern School of Business. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/valquestions/apv.htm](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/apv.htm).

Damodaran, A. (2024). Country default spreads and risk premiums. NYU Stern School of Business. Disponível em: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ratings.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html).

Euribor-rates.eu. (2025). Taxas Euribor actuais – 12 meses. Disponível em: <https://www.euribor-rates.eu/pt/taxas-euribor-actuais/4/euribor-taxa-12-meses/>.

Euronext. (2025). Índices – Documentos por família. Disponível em: <https://live.euronext.com/pt/products/indices/indices-documents-by-family>.

Eurostat. (2023). International trade in goods – EU exports of ceramic products by country. Luxemburgo: Statistical Office of the European Union. Disponível em: <https://ec.europa.eu/eurostat>.

Eurostat. (2024). Euro area economic indicators – Q1 and Q2 2024. Luxemburgo: Statistical Office of the European Communities. Disponível em: <https://ec.europa.eu/eurostat>.

Fundo Monetário Internacional (FMI). (2024). World Economic Outlook – April 2024: Steady but Slow Recovery. Washington, DC: International Monetary Fund. Disponível em: <https://www.imf.org>.

Instituto Nacional de Estatística (INE). (2024). Contas Nacionais Trimestrais e Indicadores de Turismo – 1.º semestre de 2024. Lisboa: INE. Disponível em: <https://www.ine.pt>.

Jornal Económico. (2024, abril 10). Vista Alegre emite até 45 milhões de euros em obrigações a cinco anos. Disponível em: <https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/vista-alegre-emite-ate-45-milhoes-de-euros-em-obrigacoes-a-cinco-anos/>.

OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico). (2024). Economic Outlook – May 2024. Paris: OECD Publishing. Disponível em: <https://www.oecd.org/economic-outlook/>.

Sapo. (2025, maio 1). Guerra comercial leva OCDE a cortar crescimento mundial para 2,9% este ano – ECO.

Vista Alegre. (2024). Apoios comunitários. Disponível em: [https://vistaalegre.com/pt/t/apoios\\_comunitarios](https://vistaalegre.com/pt/t/apoios_comunitarios).

Vista Alegre. (2024). Apoios públicos recebidos. Disponível em: <https://vistaalegre.com/pt/t/vaaapoios-1-4>.

Vista Alegre. (2024). História da marca. Disponível em: [https://vistaalegre.com/pt/t/vaa\\_amarca\\_historia-1](https://vistaalegre.com/pt/t/vaa_amarca_historia-1).

## 9. Anexos

### Anexo 1: Estrutura do Grupo

Empresas	Sede	% Participação
Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA	Ílhavo	Mãe
Cerexport - Cerâmica de exportação, SA	Ílhavo	100%
Cerutil - Cerâmicas Utilitárias, SA	Sátão	100%
Faianças Artísticas Bordalo Pinheiro, SA	Caldas da Rainha	86,14%
Faianças da Capôa - Indústria Cerâmica, SA	Ílhavo	100%
Mexicova, SA	Cidade do México	100%
Ria Stone Fábrica de Louça de Mesa em Grés, SA	Ílhavo	100%
Ria Stone II, SA	Ílhavo	100%
Shree Sharda Vista Alegre Private Limited	Delhi	50%
VA - Vista Alegre España, SA	Madrid	70%
VAA Brasil – Comércio, Importação e Exportação, SA	S. Paulo	98,03%
VAA I.I. – Sociedade Imobiliária, SA	Ílhavo	100%
Vista Alegre Atlantis Moçambique, Lda	Maputo	99%
Vista Alegre Atlantis, SA	Ílhavo	100%
Vista Alegre France, SAS	Paris	100%
Vista Alegre USA Corporation	Nova York	100%

Fonte: Elaboração Própria

### Anexo 2: Necessidades de Fundo de Maneyo

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (P)	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)
Vendas Consolidadas	120.097	110.379	116.989	143.326	129.599	136.767	139.913	142.851	145.279	148.185	151.149
Custo das Mercadorias Vendida	(40.073)	(41.498)	(32.127)	(56.852)	(41.785)	(40.845)	(46.683)	(47.664)	(48.474)	(49.443)	(50.432)
Fornecimento e Serviços Extern	(21.175)	(20.226)	(19.892)	(19.544)	(21.498)	(23.771)	(23.207)	(23.694)	(24.097)	(24.579)	(25.070)
Inventários	41.770	43.008	40.082	43.081	51.463	53.574	49.618	50.660	51.521	52.552	53.603
Clientes	21.727	13.214	16.572	15.941	17.719	26.411	19.656	20.068	20.409	20.818	21.234
Total	63.497	56.222	56.654	59.022	69.182	79.985	69.274	70.728	71.931	73.369	74.837
Variação		(7.275)	432	2.368	10.160	10.803	(10.711)	1.455	1.202	1.439	1.467
TMR		44	52	41	50	70	51	51	51	51	51
				média		51					
TME		(254)	(281)	(206)	(297)	(257)	(259)	(259)	(259)	(259)	(259)
				média		(259)					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (P)	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)
Fornecedores	1.787	2.475	2.235	2.726	2.383	2.815	52.089	53.183	54.087	55.169	56.272
Contas a pagar e outras	45.925	38.935	37.361	41.957	51.165	52.973					
Custo das Mercadorias Vendida	(40.073)	(41.498)	(32.127)	(56.852)	(41.785)	(40.845)	(46.683)	(47.664)	(48.474)	(49.443)	(50.432)
Fornecimento e Serviços Extern	(21.175)	(20.226)	(19.892)	(19.544)	(21.498)	(23.771)	(23.207)	(23.694)	(24.097)	(24.579)	(25.070)
Total	47.712	41.410	39.596	44.683	53.548	55.788	52.089	53.183	54.087	55.169	56.272
Variação		(6.302)	(1.814)	5.087	8.865	2.240	(3.699)	1.094	904	1.082	1.103
TMP		(245)	(278)	(213)	(309)	(315)	(272)	(272)	(272)	(272)	(272)
				média		(272)					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (P)	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)	
Variação Global Working Capital	(973)	2.246	(2.719)	1.295	8.563	(7.012)	361	298	357	364	

Fonte: Elaboração Própria

### Anexo 3: Default Spread

>	≤	Rating	Spread
-100000	0,199999	D2/D	19,00%
0,2	0,649999	C2/C	15,50%
0,65	0,799999	Ca2/CC	10,10%
0,8	1,249999	Caa/CCC	7,28%
1,25	1,499999	B3/B-	4,42%
1,5	1,749999	B2/B	3,00%
1,75	1,999999	B1/B+	2,61%
2	22,499999	Ba2/BB	1,83%
2,25	2,499990	Ba1/BB+	1,55%
2,5	2,999999	Baa2/BBB	1,20%
3	4,249999	A3/A-	0,95%
4,25	5,499999	A2/A	0,85%
5,5	6,499999	A1/A+	0,77%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,60%
8,5	100000	Aaa/AAA	0,45%

Fonte: Elaboração Própria

### Anexo 4: Demonstração de Resultados Previsional

	milhares de €									
Demonstração dos Resultados	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (P)	2026 (P)	2027 (P)	2028 (P)	2029 (P)
Vendas	110.379	116.989	143.326	129.599	136.767	139.913	142.851	145.279	148.185	151.149
Trabalhos para a própria entidade	852	672	-	368	941	-	-	-	-	-
Varição de Produção	1.521	(5.073)	2.528	6.200	2.795	-	-	-	-	-
Outros Rendimentos e Ganhos	6.554	8.826	7.848	7.973	3.731	4.208	4.746	5.353	6.038	6.810
<b>Receitas Operacionais</b>	<b>119.306</b>	<b>121.414</b>	<b>153.702</b>	<b>144.140</b>	<b>144.234</b>	<b>144.121</b>	<b>147.597</b>	<b>150.633</b>	<b>154.223</b>	<b>157.959</b>
CMVMC	(41.498)	(32.127)	(56.852)	(41.785)	(40.845)	(46.683)	(47.664)	(48.474)	(49.443)	(50.432)
Fornecimento e Serviços Externos	(20.226)	(19.892)	(19.544)	(21.498)	(23.771)	(23.207)	(23.694)	(24.097)	(24.579)	(25.070)
Gastos com Pessoal	(40.552)	(44.798)	(48.357)	(51.024)	(51.243)	(52.422)	(53.522)	(54.432)	(55.521)	(56.631)
Ajustamentos de Imparidade de Ativos	(310)	156	(9)	(417)	174	-	-	-	-	-
Provisões	(42)	(18)	(2.458)	118	-	-	-	-	-	-
Outros Gastos e Perdas	(1.056)	(1.898)	(1.422)	(1.582)	(971)	(1.042)	(1.117)	(1.199)	(1.286)	(1.379)
<b>Gastos Operacionais</b>	<b>(103.684)</b>	<b>(98.577)</b>	<b>(128.642)</b>	<b>(116.188)</b>	<b>(116.656)</b>	<b>(123.353)</b>	<b>(125.997)</b>	<b>(128.202)</b>	<b>(130.829)</b>	<b>(133.513)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>15.622</b>	<b>22.837</b>	<b>25.060</b>	<b>27.952</b>	<b>27.578</b>	<b>20.768</b>	<b>21.600</b>	<b>22.431</b>	<b>23.394</b>	<b>24.446</b>
Depreciações e Amortizações	(13.166)	(13.492)	(13.727)	(14.020)	(14.726)	(14.890)	(15.188)	(15.492)	(15.802)	(16.118)
<b>EBIT</b>	<b>2.456</b>	<b>9.345</b>	<b>11.333</b>	<b>13.932</b>	<b>12.852</b>	<b>5.877</b>	<b>6.412</b>	<b>6.939</b>	<b>7.592</b>	<b>8.328</b>
Juros e gastos similares suportados	(4.803)	(5.940)	(5.413)	(5.473)	(7.668)	(4.515)	(4.181)	(3.931)	(3.743)	(3.602)
Juros e gastos similares obtidos	121	169	563	615	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251	1.251
<b>EBT</b>	<b>(2.226)</b>	<b>3.574</b>	<b>6.483</b>	<b>9.074</b>	<b>6.435</b>	<b>2.613</b>	<b>3.481</b>	<b>4.259</b>	<b>5.100</b>	<b>5.976</b>
Imposto sobre o rendimento	(260)	(1.974)	(889)	(2.234)	(1.905)	(771)	(1.027)	(1.256)	(1.505)	(1.763)
<b>Resultado Consolidado do Exercício</b>	<b>(2.486)</b>	<b>1.600</b>	<b>5.594</b>	<b>6.840</b>	<b>4.530</b>	<b>(1.422)</b>	<b>(476)</b>	<b>323</b>	<b>1.103</b>	<b>1.862</b>

Fonte: Elaboração Própria

## Anexo 5: Regressão Linear – Cálculo do Beta

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,055641
R Square	0,0030959
Adjusted R Square	-0,0140921
Standard Error	0,0559074
Observations	60

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,000562993	0,00056	0,180121	0,6728392
Residual	58	0,181286719	0,00313		
Total	59	0,181849712			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,0019	0,0073	0,2680	0,7897	-0,0126	0,0165	-0,0126	0,0165
X Variable 1	<b>0,0662</b>	0,1559	0,4244	0,6728	-0,2459	0,3782	-0,2459	0,3782

Fonte: Elaboração Própria

## Anexo 6: Método dos Múltiplos, Rácios P/E e EV/EBITDA

<b>Empresas</b>	<b>P/E</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Vista Algre	37,7 x	8,8 x
Churchill China	11 x	5,5 x
Portmeirion	58,4 x	8,8 x
Orthex Oyj	14,9 x	8,1 x
Leifheit AG	19 x	6,2 x
Média	25,83 x	7,15 x
Preço Implícito Ações	0,70	0,72

Fonte: Elaboração Própria