

MARIA DOS ANJOS MARTINS FERREIRA RAMOS
RADEGAZ NASSER JÚNIOR
AMÉRICO ADELINO RAMOS
WILSON LANG

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE - UM ESTUDO DE CASO

Trabalho de Avaliação

Goiânia/GO
2021

RESUMO

A avaliação de campos de golfe no Brasil, ainda é um campo pouco explorado, com escassez de literatura sobre o tema e ainda poucos profissionais especializados dedicados a explorar essa área. Neste contexto, se faz necessário, então, que a abordagem quanto à avaliação deste tema o seja de maneira mais técnica e fundamentada, evitando com isso o empirismo e a especulação. Os Campos de golfe se destacam sobre os outros bens ou não podem ser avaliados por suas características únicas e pelo fato de seus admiradores e investidores terem elevado poder aquisitivo e comportamento voltado para o interesse esportivo, status socioeconômico e até mesmo gostos pessoais.

Palavras chaves: *Campo de Golfe, Club house, green-fees, metodologia*

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

**Relatório de Avaliação
CAMPO DE GOLFE – “VERDEL”
SUL DE PORTUGAL**



Março 2006

ÍNDICE

1. REQUERENTE	2
2. OBJECTIVO DO RELATÓRIO	2
3. GENERALIDADES	2
4. ESTUDO DO SECTOR.....	3
5. METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO	12
6. AVALIAÇÃO	16
7. CONCLUSÕES	22

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

1. Requerente

2. OBJECTIVO DO RELATÓRIO

Obter o possível valor de mercado do TERRENO e do CAMPO DE GOLFE a construir no empreendimento denominado VERDEL, para eventual operação de crédito hipotecário.

Qualquer uso do relatório para uma finalidade distinta da indicada eximirá a avaliadora de qualquer responsabilidade.

3. GENERALIDADES

O CAMPO DE GOLFE DA VERDEL faz parte de um projecto imobiliário a desenvolver num terreno situado no Sul de Portugal. Trata-se de um espaço com cerca de 90 ha., exposto numa encosta virada a poente, coberta de pinhal, que se estende até uma zona plana, onde existe uma lagoa e uma linha de água, que confina com a praia.

As características do empreendimento, composto por Hotel de 5*, moradias em banda, isoladas e apartamentos, com apoio comercial e lúdico, são descritas nos respectivos relatórios de avaliação.

A informação que nos foi disponibilizada, apresenta um campo de golfe de 18 buracos (9+9), com driving range, clube (r/chão e 1º andar), lojas, restaurantes e zonas de apoio, com as seguintes áreas:

Área total de construção = 1.736 m²

São desconhecidos factores tão importantes como:

- Arquitecto (sua importância dentro do ranking internacional);
- Qualidade e dificuldade do desenho;
- Tipo de exploração económica.

Os 3 campos de golfe mais próximos são:

- **Golfe da Quinta** – 18 buracos – junto à Ria Formosa, com magnífica vista para o Oceano. É considerado no “The Pocket Guide to Golfe Courses Spain & Portugal” – BECKENHAM dentro dos “*courses wath crossing a country to play -**” sendo, para os mesmos autores e até à data de 2005, “*o melhor golfe construído em Portugal no Século XXI*”

Sem desenvolvimento imobiliário, foi desenhado por ROQUEMORE, em 2002. Preço médio – (fee €€) – 90 €/18 buracos.

Confina com a estrada municipal que liga a outro Campo de Golfe (também com 18 buracos).

- **Tamor** – sito em yyyyy, é outro “18 buracos” (menos classificado do que o anterior). Foi desenhado por COTTON (2000) e pratica os mesmos preços do anterior.

- **Atlantic** - Foi desenhado por MURRAY (2001) e dispõe de preços mais baixos do que os anteriores – 58 €/18 buracos.

Os campos de golfe da Quinta do Lago e de Vilamoura, apresentam-se bastante consolidados – no mercado nacional e internacional – sendo, contudo, o “Old Course” e o “S. Lourenço” muito considerados pelos praticantes deste desporto.

A proximidade de campos de golfe com boa fama costuma ser favorável e factor de valorização.

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

Como se referiu, o campo não está executado e o projecto não nos foi apresentado. Nestas condições, partimos da hipótese que a sua qualidade é similar à média da envolvente (considerando os 3 mais próximos e os restantes até Vilamoura).

Para poder efectuar a avaliação, **vamos construir um cenário prudente** e, assente nesses pressupostos, calcular o seu provável valor de transacção.

Apresenta-se, a seguir, uma tabela de características possíveis para o campo de golfe da VERDEL:

VERDEL	
Buracos	18
Par (SSS)	72
<i>urse rating</i>	72,4
<i>Sloping rate</i>	129
Longitude	6111 m
Arquitecto	(?) Considera-se alguém com prestígio
Ano de construção aprox.	2006/2007
Requerimentos	<i>Handicap</i> certificado: homens 24, mulheres 28 Código de vestuário: <i>soft spikes</i>
<i>Facilities:</i>	Campo de práticas <i>Putting green</i> <i>Chipping</i> Aluguer de clubs Aluguer de <i>trollees</i> Aluguer de <i>buggies</i> Lições
<i>Club house:</i>	<i>Pro Shop</i> Recepção Escritórios Vestuários Restaurante <i>indoor-outdoor</i> Catering bar

4. ESTUDO DO SECTOR

4.1. O golfe na Europa

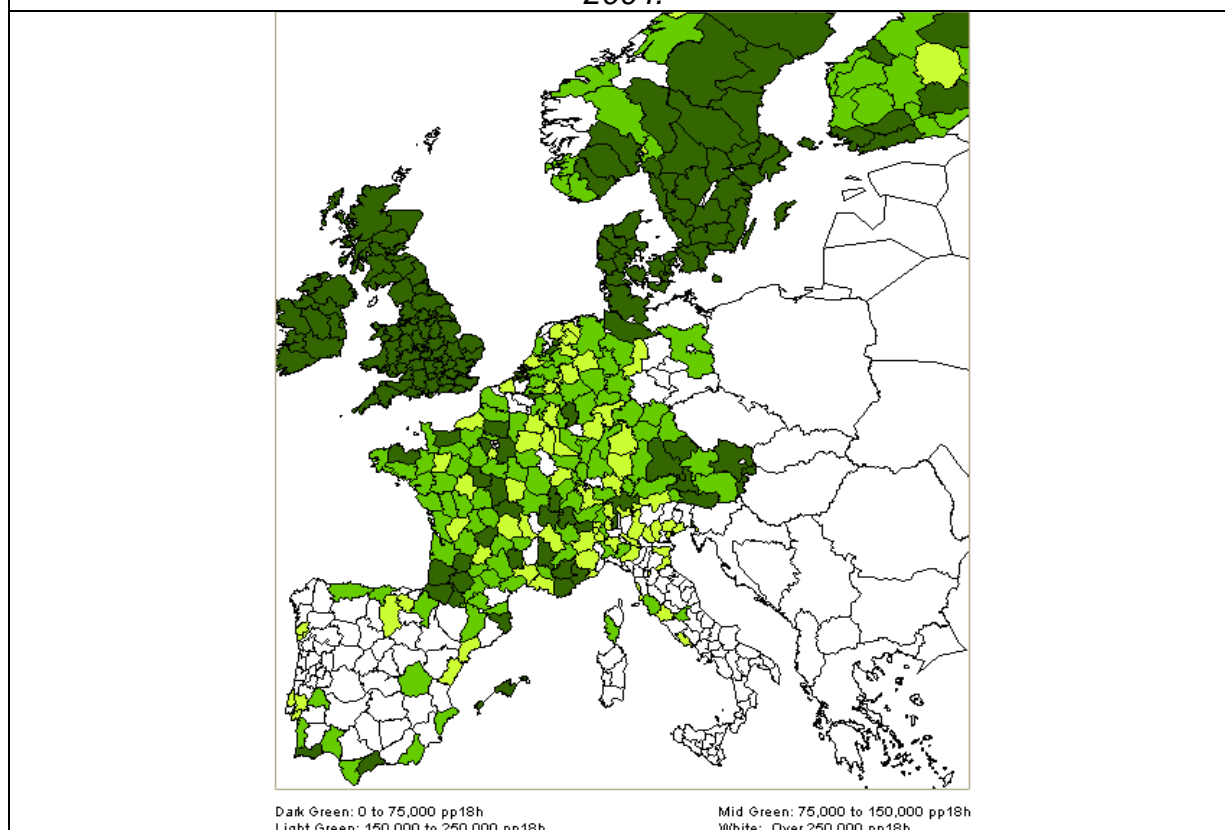
O golfe é um desporto bastante popular na Europa, embora não se alcancem as cotas dos Estados Unidos. A população por 18 buracos é uma medida útil para conhecer os níveis de oferta existentes em cada zona. A média europeia encontra-se em cerca de 127.000 pessoas por 18 buracos. Nos Estados Unidos esta razão toma um valor de 18.000 pessoas por cada 18 buracos.

No gráfico 1 mostra-se a densidade segundo a razão definida das diferentes regiões e países da Europa ocidental.

AValiação de Campos de Golfe

- UM ESTUDO DE CASO -

Gráfico 1. Densidade de população por 18 buracos na Europa por regiões. Ano 2004.



Como se pode constatar Portugal, Espanha e Itália são os países com uma menor oferta em função da sua população, possuindo, no entanto zonas mais dotadas como a Costa Sul portuguesa (Algarve) e espanhola.

O resto dos países está longe da alta densidade do Reino Unido e Irlanda, pelo que se a procura aumenta, a oferta terá que responder a esse aumento.

Nos países nórdicos a densidade também é elevada, mas há que ter em conta as baixas taxas de população dos mesmos. Pelo contrário na Europa Central, a densidade de população é muito elevada, no que diz respeito à oferta de campos.

Mesmo com a adequada relação oferta/procura no Reino Unido e Irlanda, assim como na Alemanha e nos países nórdicos, a dureza climática favorece o turismo de golfe nas zonas do Sul, como Portugal e Espanha.

Observando a percentagem de jogadores de golfe face à população de diferentes países europeus (tabela 1) comparado com a taxa existente nos Estados Unidos, vemos que o crescimento potencial é muito considerável.

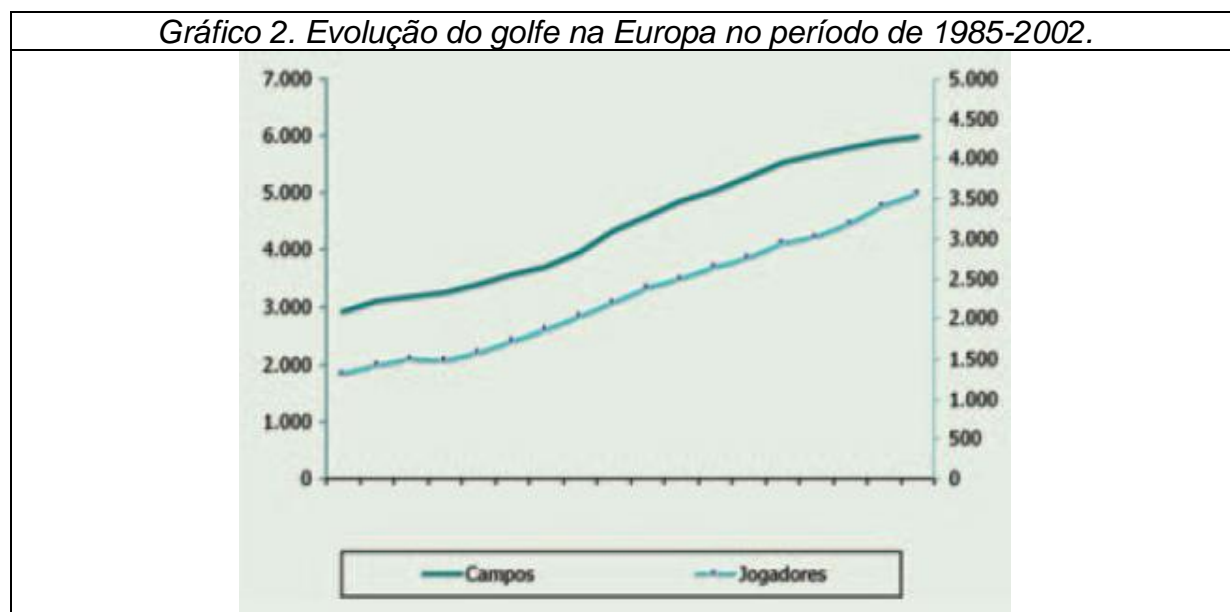
Tabela 1. Percentagem de jogadores de golfe entre a população

	Jogadores	População	% Jogadores População
E.E.U.U	32.000.000	291.000.000	11%
Suécia	593.000	9.000.000	6,6%
Dinamarca	114.000	5.330.000	2,1%
Noruega	100.000	4.500.000	2,2%
Finlândia	95.000	5.200.000	1,8%
Espanha	242.000	24.000.000	0,6%

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

A taxa de aumento de praticantes de golfe, à escala mundial, situa-se próximo dos 10% ao ano, o que pode conduzir a uma evolução impressionante da procura se atendermos a que, neste momento, o número de praticantes é de cerca de 32 milhões nos USA, de 15 milhões no Japão e de 2,5 milhões na Europa. A manter-se este ritmo, o número de praticantes duplicará no prazo de aproximadamente 8 anos (Gráfico 2).



4.2. Tipos de turistas

Na tabela 2, têm-se os tipos de turista que viajam para as costas espanholas e portuguesas para jogar golfe.

Se analisarmos o perfil do turista de golfe, a característica fundamental é ser um turista fiel aos destinos que elege, com um alto poder aquisitivo e gerar um gasto entre 2 (turista nacional) e 4 vezes (turista estrangeiro) maior que um turista normal.

Tabela 2. Características dos turistas europeus nas zonas de costa de Espanha e Portugal.

Variáveis	Turista			
	Reino Unido	Alemão	Sueco	Espanhol
Idade média	25% > 60 anos	48% > 50 anos	25% > de 60 anos	80% > de 40 anos
	50% > 50anos	3% < 29 anos	50% > de 50 anos	2% entre 18 e 29 anos
	3% < 29 anos		12% entre 18 e 29 anos	
Sexo	90% Homens 10% Mulheres	77% Homens 23% Mulheres	74% Homens 26% Mulheres	84% Homens 16% Mulheres
Categoria profissional	27% Profissão liberal	39% Profissão liberal	36% Profissão liberal	25% Profissão liberal
	22% Reformados	20% Reformados	19% Reformados	23% Directores
	20% Directores		10% Empresários e trabalhadores qualificados	12% Empresários autónomos e trabalhadores qualificados

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

Tipo de alojamento	14% em casa em Propriedade	32% Casa em Propriedade	22% Casa em Propriedade	56% Casa em Propriedade
	27% Hotéis 4 estrelas	20% Hotel de 4 estrelas	30% Hotel 4 estrelas	17% Hotel de 4 estrelas o mas
	26% Casa alugada	18% Casa alugada	31% Casa alugada	14% Casa alugada
		20% Casa emprestada		10% Casa emprestada
Meio de transporte	99% Avião 1% Veículo próprio	97% Avião 3% Veículo próprio	96% Avião 4% Veículo próprio ou comboio	30% Avião 68% Veículo próprio
Estadia média	55%= 1 semana 12%= 2 semanas 10%= 5 dias	12%= 3 semanas	33%= 1 semana 12%= 4 dias 10%= 2 semanas	25%= 5 dias 12%= 2 semanas
Repetição de visitas	78%	90%	88%	96%
Viagens de golfe por ano	41%= 1 solo viagem 27%= 2 viagens 20%= entre 3 e 5	33%= 1 solo viagem 20%= 2 viagens 30%= de 3 a 5 viagens	58%= entre 1 e 2 25%= entre 3 e 4 4%= 5 vezes 14%= + de 5 vezes	27%= entre 1 e 2 40%= entre 3 e 5 23%= 5 viagens

O turismo de golfe nacional caracteriza-se por um segmento de mercado de nível económico superior ao do turista médio estrangeiro. O mercado estrangeiro é o que apresenta maior importância económica, sendo constituído, maioritariamente, por turistas ingleses (tabela 3). De facto, pelas condições climatéricas existentes e pela imagem de qualidade da oferta, Portugal tornou-se num destino privilegiado para os jogadores de golfe europeus (IAGTO, 2002).

Tabela 3. Principais Destinos dos Golfistas Europeus

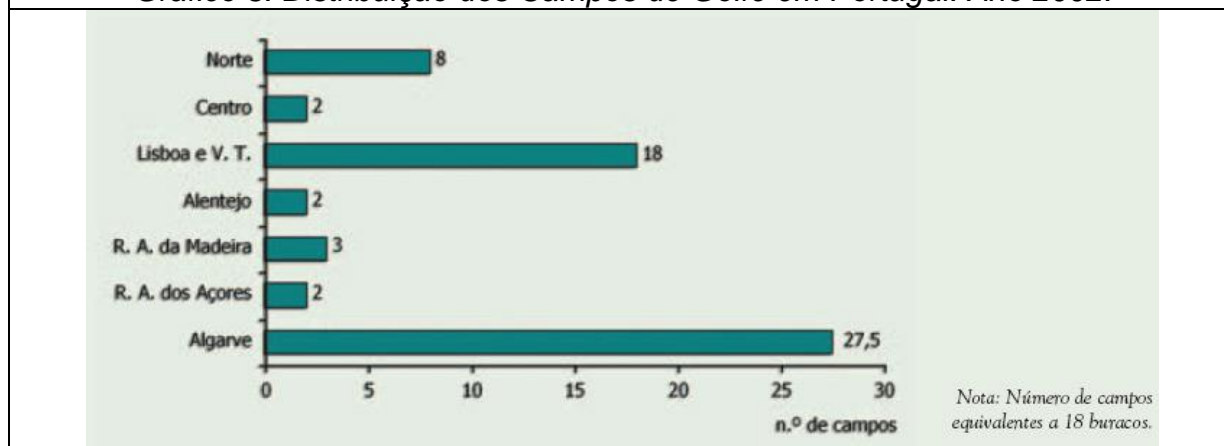
Ranking	Mercados Inglêss	Alemão	Sueco	Francês
1	Inglaterra	Espanha	Suécia	França
2	Espanha	Portugal	Espanha	Marrocos
3	Escócia	USA	USA	Espanha
4	Portugal	Alemanha	Irlanda	USA
5	França	Marrocos	Tailândia	Escócia
6	USA	Tunísia	Itália	Tunísia
7	Irlanda	Turquia	Inglaterra	Caraíbas
8	Gales	África Sul	Portugal	Irlanda

4.3. O golfe em Portugal

No final de 2002, existiam em Portugal 62,5 campos de golfe para uma média de 18 buracos cada, dos quais 45% localizados no Algarve e 8,5% nos Açores e na Madeira. Os principais clientes destes equipamentos dividem-se em dois grandes grupos: mercado interno e mercado externo. O turismo doméstico tem uma fraca expressão no mercado do golfe relativamente ao exterior. Apesar da fraca tradição da prática de golfe pelos nacionais, o seu potencial como mercado consumidor revela mais um factor com capacidade para compensar a sazonalidade do golfe. Em 2002, a repartição dos principais campos de golfe receptores desta procura no território nacional encontrava-se distribuída da seguinte forma:

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE
- UM ESTUDO DE CASO -

Gráfico 3. Distribuição dos Campos de Golfe em Portugal. Ano 2002.



Na tabela 4 encontram-se os principais campos de golfe do país, a maioria de 18 buracos.

Tabela 4. Campos de golfe em Portugal. Ano 2004.

Zona	Campo	Buracos
Algarve	Alto Golf Club	18
	Balaia Golf Village	9
	Benamor Golf Course	18
	Boavista	18
	Carvoeiro Golf Club	18
	Castro Marim	18
	Colina Verde Golf Club	18
	Morgado do Reguengo	18
	Ocean Golf	18
	Palmares Golf Club	18
	Parque da Floresta Golf Club	18
	Penina Golf Club	18+9+9
	Pine Cliffs Golf and Country Club	9
	Pinheiros Altos Golf Club	18
	Quinta da Ria	18
	Quinta de Cima	18
	Quinta do Gramacho	9
	Quinta do Lago Golf Club	18+18
	Royal Golf	18
	Salgados Golf Club	18
	San Lorenzo Golf Club	18
	Vale da Pinta	18
	Vale do Lobo Golf Club	18
	Vale do Milho Golf Club	9
	Vila Sol Golf Club	18
	Vilamoura Laguna Golf Course	18
Vilamoura Millenium Golf Course	18	
Vilamoura Old Golf Course	18	
Vilamoura Pinhal Golf Course	18	
Vilamoura Victoria Golf Course	18	
Açores	Batalha Golf Club	18
	Furnas Golf Club	18
	Terceira Island Golf Club	18
	Verde Golf Country Club	18
Lisboa	Alentejo Marvão	18
	Ammia Golfe de Marvão	18
	Aroeira Golf Club	18+18

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE
- UM ESTUDO DE CASO -

	Belas Clube de Campo	18
	Estoril Golf Club	18
	Estoril Palacio Golfcourse	18
	Estoril-Sol Golf Academe	9
	Lisbon Sports Club	18
	Montado Golf Club	18
	Penha Longa Atlantic	18
	Penha Longa Monastere	9
	Quinta da Beloura Golf Club	18
	Quinta da Marinha Golf Club	18
	Quinta do Brinçal Golfclub	18
	Quinta do Peru Golf Club	18
	Troia Golf Club	18
Costa de Prata	Botado Golf Club	9
	Costa Prata Golf Course	18
	Golden Eagle Golf Club	18
	Praia D'el Rei	18
	Vimeiro Golf Club	9
Costa Verde	Amarante Golf Club	18
	Estela Golf Club	18
	Miramar Golf Club	18
	Oporto Golf Club	18
	Ponte de Lima Golf Course	18
	Quinta da Barca Golf Course	9
Madeira	Madeira Golf Club	18
	Palheiro Golf Club	18
Montanhas	Montebelo	18
	Vidago Golf Club	9

4.4. O golfe no Algarve

Paralelamente, o interesse dos canais de distribuição turística neste produto é enorme. No trabalho produzido pelo ICEP (2002), verifica-se que é significativo o número de operadores especializados em golfe que comercializam o produto em Portugal.

É relevante que Portugal, não entrando no ranking dos 10 ou 15 maiores destinos turísticos internacionais, quer em termos de volume de chegadas quer em termos de receitas, quando a análise incide sobre este produto específico - **golfe** - surge em **segundo lugar** como destino de preferência dos países com maior número de praticantes na Europa, Inglaterra e Alemanha. A relevância deste produto não poderia ser assim por demais evidente, em termos de competitividade do turismo em Portugal e do conjunto dos sectores exportadores nacionais, tendo o Algarve com cerca de 44% da oferta uma posição de liderança, cujos resultados têm, forçosamente, de assumir o compromisso da sustentabilidade no tempo e no espaço.

De um único campo de golfe na década de 60, "Golfe da Penina", o qual surge aproximadamente 80 anos após a implantação do primeiro em território nacional (*Oporto Niblicks Club* - Espinho 1890), o golfe cresce no Algarve a um ritmo assinalável. De facto, 30 anos depois do seu aparecimento na região, o Algarve possui em 1996 um total de 18,5 campos (equivalentes a 18 buracos) e em dezembro de 2002 um total de 27,5 campos que oferecem 495 buracos aos praticantes. Isto é, à semelhança da actividade turística no seu todo, também em termos do produto golfe, o Algarve torna-se o maior destino nacional.

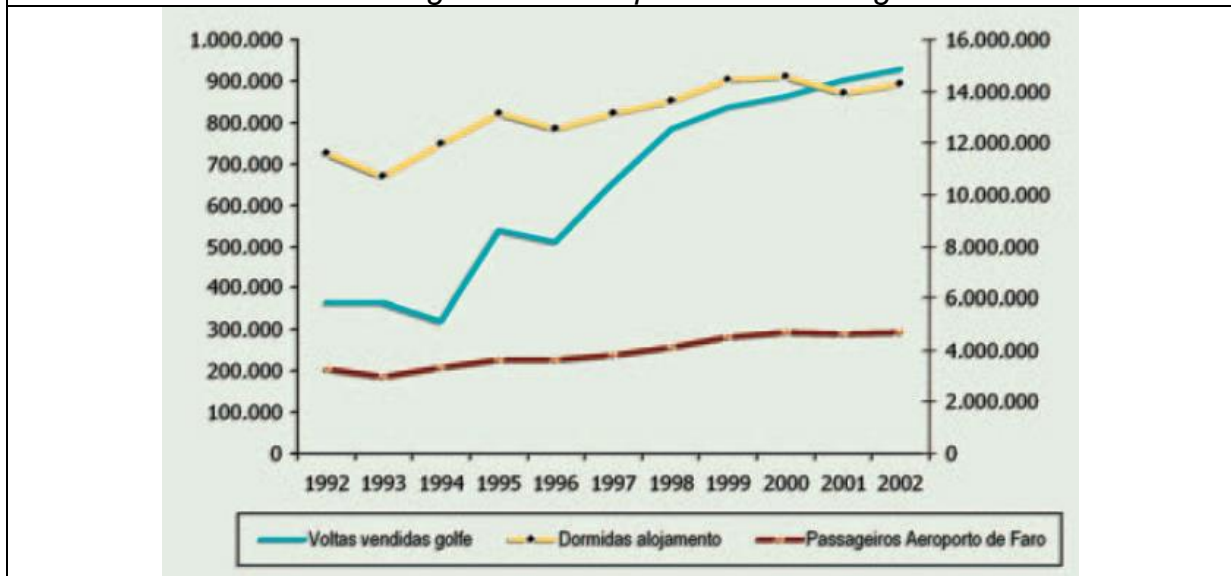
AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

Como já foi dito, a região do Algarve compreende aproximadamente 50% dos campos de Portugal. O Algarve configurou-se, por tanto, como um foco de atracção para o turismo de golfe, pela sua ampla e variada oferta, assim como pelo seu clima ameno. A maior concentração está em Vilamoura com os 5 campos de golfe propriedade da “Lusotur Golfes”.

No gráfico 4 observa-se a evolução do número de passageiros no aeroporto de Faro face ao número de dormidas em alojamento e, por sua vez, comparado com o número de voltas vendidas.

Gráfico 4. Evolução da Procura de Campos de Golfe, Dormidas em Alojamento e Movimento de Passageiros no Aeroporto de Faro: Algarve 1992/2002



Por conseguinte, através deste passado recente do produto golfe, numa história também ela recente do turismo no Algarve, é possível detectar que, na última década e início dos anos 2000, o produto golfe tenha crescido a ritmos superiores aos registados noutras variáveis do sector do turismo, quer em termos de oferta, quer em termos de procura.

4.5. Análise da composição das receitas das empresas dedicadas à exploração de campos de golfe

As receitas de campos de golfe comerciais vêm dadas principalmente pela venda de *green-fees*. Adicionalmente e com uma proporção muito estável sobre as receitas por *green-fees* o resto das receitas vem dada pelo aluguer de *buggies*, *trollees*, campo de treino – cestos de bolas. No global pode supor-se que, num campo de exploração comercial e fundamentalmente turístico como o em questão, aproximadamente 20% das receitas são de *green-fees*. Uma terceira fonte de receitas é gerada pelas lojas que costumam perfazer aproximadamente 12% das receitas por *green-fees*.

Por último, o restaurante bar tem a sua exploração cedida em troca de um “aluguer anual”, com o qual supõe uma receita fixa.

No gráfico 5 figuram as percentagens médias de cada fonte de receitas sobre o total neste tipo de explorações.

AValiação de Campos de Golfe - UM ESTUDO DE CASO -

Gráfico 5. Composição percentual média das receitas em campos de golfe comerciais.



4.6. Análise da composição de custos em empresas dedicadas à exploração de campos de golfe

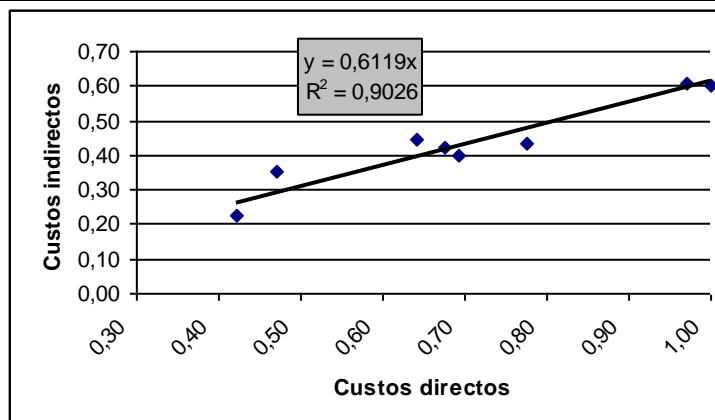
A fim de determinar a composição de custos que deveriam ter os campos de golfe no caso de tratar-se de uma gestão individualizada, realizou-se um estudo dos custos de diversos campos de golfe (exemplo).

Em concreto estudaram-se dados provenientes dos anos 1996 a 2003. O número de empresas estudadas está entre 14 e 23 dependendo do ano, com as que se criou um grupo de comparação.

Analisando a relação entre os custos directos (consumos e mão de obra) e os custos indirectos (o resto), sem ter em conta amortizações e representando cada um dos anos disponíveis obtemos o gráfico 6.

Estatisticamente resulta significativa a relação linear entre custos directos e custos indirectos. A média desta relação, assim como o seu desvio padrão poderão ser empregues para estimar os custos indirectos dos campos de golfe quando se considere gestão individual.

Gráfico 6. Relação custos directos vs custos indirectos.

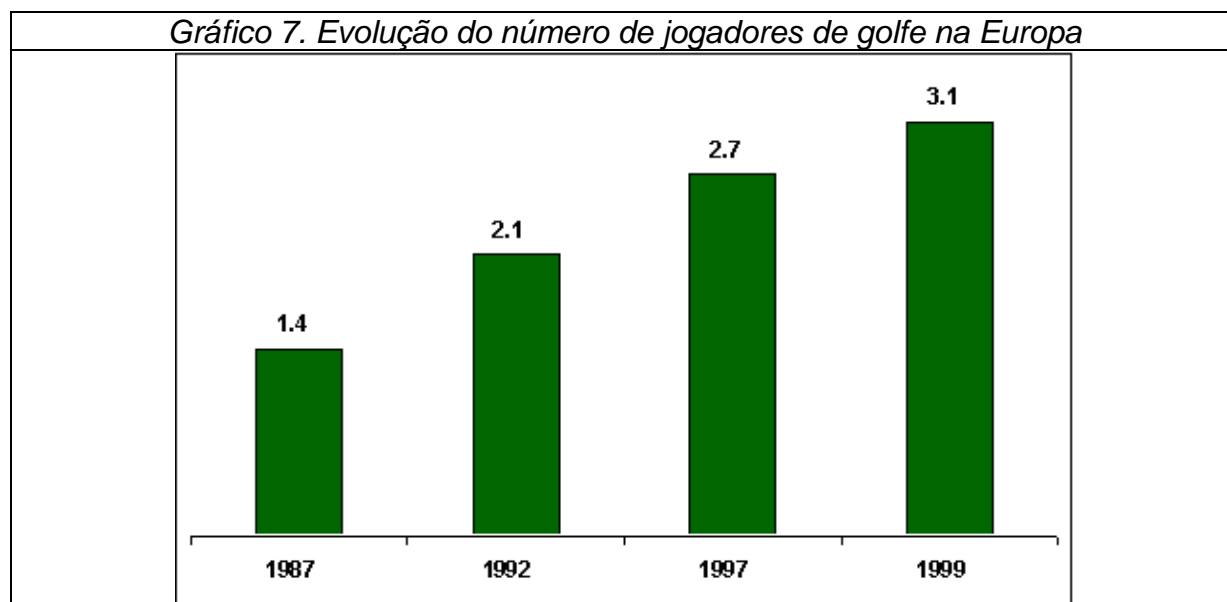


AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

4.7. Previsões e tendências

A procura a nível europeu é crescente, o número de europeus que jogam golfe mostra uma tendência ascendente a uma elevada taxa (gráfico 7).



Como se pode observar na tendência, é de esperar que a afluência de turistas não vá diminuir, e que inclusive aumente nos destinos turísticos de costa.

Como exemplo, só em Espanha a evolução do número de voltas até 2010 estima-se em 8,5% anual. Na tabela 5 mostra-se a evolução prevista, distinguindo entre espanhóis e turistas.

Tabela 5. Evolução do número de jogadores de golfe na Europa.

AÑO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rounds nacionais	6.910.280	7.601.308	8.361.444	9.197.578	10.117.328	11.129.066	12.241.970
Rounds turismo	2.960.287	3.108.301	3.263.716	3.426.902	3.598.247	3.778.160	3.967.068
TOTAL	9.870.567	10.709.609	11.625.160	12.624.480	13.715.575	14.907.226	16.209.038

Este aumento da procura será compensado com a oferta de novos campos. Em Espanha, por exemplo, as previsões indicam um aumento constante dos campos de golfe, isto é, a oferta irá adequar-se à procura estimada.

Há que ter em conta que Espanha, em concreto a costa da Andaluzia, com os campos de golfe de *Huelva*, *Cádiz* e a *Costa del Sol*, é actualmente a grande competidora da região do Algarve.

Tabela 6. Previsão de novos campos de golf em Espanha.

AÑO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rounds	9.870.567	10.709.609	11.625.160	12.624.480	13.715.575	14.907.226	16.209.038
Número de campos	283	307	333	361	393	427	464
Campos novos	23	24	26	29	31	34	37

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

No entanto, existem outras fontes que não são tão optimistas e consideram que a oferta pode exceder a procura prevista, especialmente na Região do Algarve, onde a intenção de investimento, segundo a Universidade do Algarve, neste sector, se incrementou em 14% no ano 2002.

Não obstante, o negócio do golfe necessita de entre 6 e 8 anos para iniciar a exploração e outros 8 anos para recuperar o investimento, com o qual, não é previsível uma descida do número de voltas por campo nesta região. Por sua vez, também não é previsível uma subida importante da procura devido à oferta em zonas próximas como a própria região do Algarve e a já mencionada costa de *Huelva e Cádiz*.

Do exposto, poder-se-á concluir que o golfe no Algarve é portanto uma actividade estável e consolidada, e que por isso não se podem prever taxas de crescimento muito elevadas, mas a manutenção da sua posição competitiva entretanto alcançada.

5. METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

Dado que se está a realizar uma avaliação individualizada do campo, as hipóteses do modelo de avaliação terão em conta este facto e não a gestão como elemento pertencente a uma possível cadeia (caso dos de Vilamoura que são explorados em conjunto).

Como qualquer outra avaliação, a avaliação de um campo de golfe, requer a consideração dos três enfoques mais usuais:

- comparação com outras compras-vendas,
- custos de reposição
- e actualização de rendas esperadas, assumindo que a actividade do golfe é *highest and best use* da propriedade.

Neste caso, a avaliação utilizando técnicas comparativas de mercado não deve ser feita já que a compra-venda de campos de golfe não é uma transacção muito comum e os valores acordados não são sempre fáceis de obter, além de que a homogeneização dos possíveis dados de mercado também resulta complexa.

O custo de reposição pode ser empregue, especialmente em campos privados que obtêm a sua principal fonte de receitas nas cotas dos sócios. No entanto, a estimativa do custo de construção de cada buraco e infra-estrutura tem uma ampla margem de erro.

No caso de campos de exploração comercial o método mais apropriado é a actualização das rendas futuras esperadas, também denominado desconto de fluxos de caixa.

Esta será a metodologia empregue já que se revelou como a mais ajustada para este tipo de explorações.

5.1. Avaliação por Desconto de Fluxos de Caixa (DFC)

A avaliação por Desconto de Fluxos de Caixa é o referente fundamental em avaliação de empresas, de facto é o método mais empregue para a obtenção do valor de uma empresa.

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

O método DCF avalia a empresa em função da sua capacidade de gerar umas rendas no futuro. Estas rendas futuras devem ser corrigidas para se expressar em euros actuais. Este processo de correcção conhece-se como desconto financeiro ou actualização.

Assim, para realizar uma adequada avaliação pelo método do desconto dos fluxos de caixa, é necessário:

- Estimar as projecções financeiras para os próximos anos e assim obter os fluxos de caixa.
- Fixar uma taxa de desconto, que transforme as quantidades monetárias futuras em actuais.

Estimar o valor residual, já que as projecções financeiras não se costumam prolongar mais para além de 10 anos, pode restar à empresa muito tempo vida pela frente pelo que há que ter em conta esses futuros anos, se bem que o grau de incerteza é muito maior.

Onde:

V_A: valor actual do campo (considerado concluído e nas condições atrás descritas).

Q₁, Q₂, ..., Q_n: fluxos de caixa ou diferença entre cobranças e pagamentos esperados nos próximos *n* anos.

n: Horizonte temporal ou número de anos durante os que se realizará previsão explícita.

r: Taxa de actualização.

V_R: Valor residual.

O valor residual costuma representar uma proporção muito significativa do valor total da exploração. Existem diversas metodologias para o calcular, a mais utilizada é a capitalização da perpetuidade dos *cash-flows* futuros.

Normalmente parte-se do *cash-flow* estimado para o último ano, que haverá que corrigir em função dos investimentos necessários no futuro, mediante um factor.

Para o cálculo do factor específico para cada campo, analisar-se-á a vida dos diferentes investimentos necessários, uma vez transcorrido o período de fluxos de caixa explícitos.

A expressão para o cálculo do valor residual será:

$$V_r = \frac{FC_n \cdot \alpha}{(1+r)^n}$$

Este método é o mais utilizado para a avaliação de empresas, pela sua grande capacidade analítica e rigor. É aplicável praticamente a qualquer tipo de transacção (compra-venda de participações, fusões, excisões, etc...).

A renda, ou os fluxos de caixa anuais, podem ser estimados com mais ou menos precisão partindo do conhecimento do processo de produção de que se trate, nos seus aspectos técnicos e económicos.

A duração do investimento também pode ser estimada tendo em conta a experiência de outros casos análogos, sem prejuízo de introduzir simplificações que evitará o cálculo deste parâmetro. No entanto, a taxa de actualização varia muito de uns investimentos para outros, segundo a liquidez e segurança, entre outras variáveis, assim como a maior ou menor taxa de inflação e outras circunstâncias macroeconómicas.

AValiação de Campos de Golfe **- UM ESTUDO DE CASO -**

Tratamento da variabilidade

Dada a incerteza de qualquer investimento, os fluxos de caixa estimados podem estar sujeitos a variações, tanto de quantia como de momento no tempo em que se vão produzir. Para tratar de modelar esta incerteza e assim obter um valor final mais robusto, realizar-se-á a avaliação com técnicas de simulação. Em geral, para cada parâmetro empregue modela-se uma função de distribuição de acordo com a informação histórica disponível. Esta metodologia permite realizar um grande número de simulações e proporciona uma análise de sensibilidade de cada parâmetro, que dará a sua influência no valor final.

No caso presente, realizaram-se 10.000 simulações do valor mediante o software Palisade @risk.

Estimativa da duração temporal

Como já foi mencionado, a fixação da duração de uma empresa implica a realização de uma série de projecções financeiras, que apresentam uma maior incerteza quanto mais afastadas estejam do momento da estimativa das mesmas. As estimativas explícitas dos fluxos de caixas não costumam exceder períodos de 10 anos, se bem que se considera um valor posterior da empresa assumindo um crescimento constante, denominado valor residual.

Para fixar esse período tem-se em conta diversos factores:

- Factores de carácter externo: a estabilidade política e económica de Portugal e da União Europeia parece assegurada a médio prazo.
- Factores sobre a obsolescência da actividade: trata-se de uma actividade em alta, tal como se descreveu na parte de estudo do sector, com um futuro estável.
- Factores referentes à própria empresa: tanto a organização da mesma como a gestão das instalações consideram-se de boa qualidade e eficientes.

Por tudo isto a estimativa explícita dos fluxos de caixa esperados para cada campo de golfe fixou-se em 10 anos.

Estimativa da taxa de actualização

A taxa de desconto para expressar os fluxos de caixa futuros em termos monetários actuais é a rentabilidade exigida pelos "proprietários" da empresa.

Entendendo como proprietários todos aqueles que aportaram fundos, isto é, os acionistas e normalmente alguma entidade financeira.

A rentabilidade financeira exigida pelas entidades financeiras conhece-se facilmente, é o custo, TAE, dos empréstimos ou financiamento aportado. Enquanto à rentabilidade exigida pelos proprietários, a fórmula ideal seria perguntar-se directamente aos mesmos, mas em muitas ocasiões os proprietários não têm uma ideia clara sobre essa rentabilidade exigida ou não é fácil aceder aos mesmos. Além de que, se a empresa está imersa num processo de compra-venda, seriam os novos proprietários os que deveriam expressar a rentabilidade que esperam obter com a sua compra.

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

Dadas estas dificuldades, normalmente opta-se por se **estimar** a rentabilidade exigida pelos proprietários. Esta pode dividir-se numa rentabilidade livre de risco mais uma taxa de risco.

Toda empresa ou exploração é um investimento e por isso os investidores, proprietários, exigem a citada taxa de risco. Existem diversas metodologias em economia financeira que se ocupam desta questão. A mais conhecida é o CAPM, no entanto existem outras que podem resultar igualmente úteis. Concretamente, vamos estimar a taxa de risco mediante três metodologias:

- o CAPM, (neste caso, o coeficiente $\beta = 0,93$ foi copiado do mercado espanhol na rubrica do **Ócio, Turismo e Hotelaria**, por parecer mais seguro - trata-se de um mercado mais maduro que o português no que se refere ao sector de turismo.
- a razão de Sharpe ou CML e,
- a rentabilidade de um grupo de empresas dedicadas à exploração de campos de golfe.

Uma vez definida a taxa de risco, a fixação de uma taxa de actualização (**r**) realizar-se-á mediante a seguinte expressão:

$$r = \text{Taxa livre de risco} + \text{Taxa de risco}$$

A taxa livre de risco será uma taxa percentual de um investimento em que não exista incerteza sobre a sua rentabilidade. O mais usual é tomar activos financeiros emitidos pelo Estado. Neste caso, dado o prazo fixado no horizonte temporal, opta-se pela Dívida do Estado a um prazo de 10 anos, em concreto um **3,449%**.

As taxas obtidas, segundo os cálculos detalhados em anexo, são:

Taxas de risco obtidas	
CAPM	7,54%
CML	4,76%
Comparação	6,58%
Média	6,29%

Opta-se por trabalhar com uma taxa de risco média, pelo que a taxa de actualização fixada para a avaliação será:

$$r = \text{Taxa livre de risco} + \text{Taxa de risco} = 3,449\% + 6,29\% = 9,739\% = \mathbf{9,74\%}$$

A taxa de actualização assim obtida estará expressa em termos nominais, isto é tem incorporado a inflação, já que a Dívida do Estado que se empregou na definição da Taxa livre de risco também a incorpora.

5.2. Avaliação por Green Fee Multiplier (GFM).

Tal como para o caso da empresa existem métodos simples ou aproximados de exploração ligados com o uso de multiplicadores. Concretamente na la indústria do golfe o mais conhecido é o *Green Fee Multiplier* (GFM).

O "GFM" define-se como a relação entre o valor de venda de um campo entre as receitas das vendas de *green-fees* do último ano, ou sobre a média dos últimos anos.

AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

Segundo estudos realizados nos EUA, no seu mercado, o GFM poderá oscilar entre 3,50 e 7. Este intervalo dá-nos uma aproximação demasiado grosseira, mas servirá como meio de contrastação dos valores obtidos pelo método DCF.

6. AVALIAÇÃO

6.1. Imobilizado

Considera-se imobilizado a Central de Rega, Club House, Lojas, Restaurantes, Construções de apoio.

Ano de construção: 2007.

Estado de conservação: Bom.

6.2. Parâmetros básicos

De acordo com o exposto, vamos considerar os seguintes parâmetros: Para tal cálculo dos custos indirectos empregamos a relação significativamente estatística (Parágrafo 4.6.) entre custos indirectos e custos totais de 38,09% com um desvio padrão igual a 2,68%.

Parâmetros Receitas		
	Media	Desvio
Green-Fees	1.691.406	176.752
% bug, troll...	21,55%	1,04%
Loja	13,56%	0,50%
Restaurante	34.800	
		Fixo

Parâmetros Custos		
	Media	Desvio
Custos Variáveis	16,41%	1,43%
Salários	22,92%	3,27%
Loja	59,04%	1,28%
Materiais diversos	6,53%	1,68%

Quanto ao crescimento esperado de receitas e despesas, e dada a consolidação da zona do Algarve, em geral não se esperam crescimentos superiores à inflação. Como tal, toma-se uma hipótese de crescimento estável empregando-se a inflação média desde 1994, que é de, aproximadamente, 3,17% com um desvio padrão de 1,05%.

6.3. Estimativa do factor para obtenção do valor residual

O factor corrige o fluxo de caixa esperado para o ano 10 para assim obter o fluxo de caixa que se espera a seguir. Este factor reflete as necessidades de investimento que vai ter o campo de golfe, para poder manter o seu nível de qualidade. Em concreto tem-se em conta que, ao fim de 10 anos, necessita de nova modelação topográfica do terreno, retirada e colocação de terra vegetal, movimento de terras, modelação de superfície, sistema de drenagem, sistema de rega, construção de *greenes*, *tees* e *bunkers*, construção de lagos, preparação e sementeira de veredas e *roughs*, rede de caminhos, obra civil, plantação, projecto de segurança e higiene, projecto e direcção de obra e possíveis licenças.

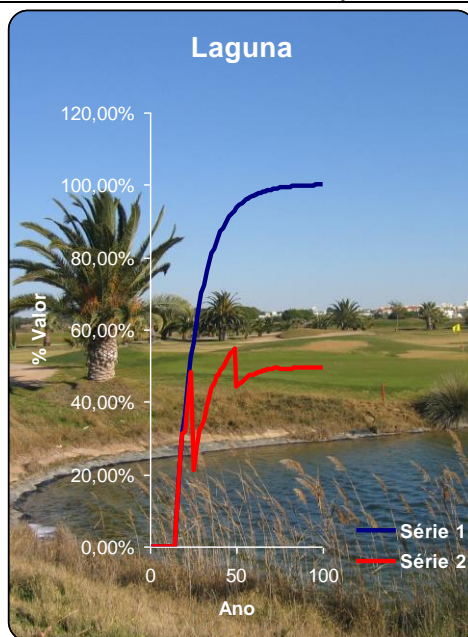
AVALIAÇÃO DE CAMPOS DE GOLFE

- UM ESTUDO DE CASO -

O campo de golfe não está construído e considera-se que terá de fazer face a renovações importantes no ano 10. Isso irá gerar uma redução nos fluxos de caixa de 50%. Esta será a cifra adoptada para o factor

No gráfico 8 mostra-se a possível evolução do valor por DCF em função do horizonte temporal fixado. Incluem-se duas séries, na série 1 não se têm em conta as renovações dos imobilizados, necessárias no futuro, enquanto na série 2 se estabelecem renovações periódicas cada 25 anos de acordo com a vida útil real do imobilizado. A relação entre a série 2 e a série 1 determina o valor do factor

Gráfico 8. Estimación del factor de corrección por renovación de inmovilizados



6.4. Fluxos de Caixa médios*

Ano	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Receitas										
Green Fees	1.691.406,00	1.744.946,69	1.800.182,18	1.857.166,13	1.915.953,88	1.976.602,53	2.039.170,98	2.103.720,02	2.170.312,32	2.239.012,57
Outras receitas	364.505,78	376.044,04	387.947,55	400.227,85	412.896,88	425.966,94	439.450,73	453.361,35	467.712,29	482.517,51
Loja	229.422,90	236.685,18	244.177,34	251.906,67	259.880,66	268.107,06	276.593,87	285.349,32	294.381,92	303.700,45
Restaurante/bar	34.800,00	35.901,58	37.038,03	38.210,45	39.419,98	40.667,80	41.955,13	43.283,20	44.653,31	46.066,79
Total Receitas	2.320.134,68	2.393.577,49	2.469.345,10	2.547.511,09	2.628.151,40	2.711.344,34	2.797.170,71	2.885.713,88	2.977.059,84	3.071.297,32
Custos										
Variables	380.678,96	392.729,18	405.160,85	417.986,03	431.217,19	444.867,17	458.949,24	473.477,07	488.464,77	503.926,90
Salários	531.672,20	548.502,04	565.864,63	583.776,81	602.256,00	621.320,14	640.987,75	661.277,93	682.210,38	703.805,44
Loja	135.461,06	139.749,02	144.172,71	148.736,44	153.444,62	158.301,84	163.312,81	168.482,41	173.815,64	179.317,69
Materiais diversos	110.416,58	113.911,77	117.517,59	121.237,56	125.075,28	129.034,48	133.119,01	137.332,83	141.680,04	146.164,85
Custos diretos	1.158.228,81	1.194.892,02	1.232.715,78	1.271.736,84	1.311.993,09	1.353.523,63	1.396.368,81	1.440.570,23	1.486.170,82	1.533.214,89
Custos indiretos	720.256,18	743.055,56	766.576,64	790.842,28	815.876,03	841.702,22	868.345,92	895.833,01	924.190,20	953.445,02
Total Custos	1.878.484,98	1.937.947,57	1.999.292,42	2.062.579,12	2.127.869,12	2.195.225,85	2.264.714,73	2.336.403,24	2.410.361,02	2.486.659,91
Amort	884.000,00	884.000,00	884.000,00	884.000,00	884.000,00	884.000,00	884.000,00	884.000,00	884.000,00	884.000,00
BAI	-442.350,30	-428.370,08	-413.947,32	-399.068,02	-383.717,72	-367.881,51	-351.544,01	-334.689,36	-317.301,18	-299.362,59
IRC	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CF	441.649,70	455.629,92	470.052,68	484.931,98	500.282,28	516.118,49	532.455,99	549.310,64	566.698,82	584.637,41

• (*) As cifras existentes neste quadro mostram dados médios empregados para a simulação da avaliação, que se complementam com os dados de variabilidade do parágrafo 4.6

** Sem incluir amortizações nem encargos financeiros.

6.5. Resultados

A partir dos dados e Parâmetros dos parágrafos anteriores foram realizadas 10.000 simulações do valor.

Calculando o GFM (Green Fee Multiplier) podemos comprovar que este cenário está abaixo do mínimo habitual, isto em conjunto com os resultados extraídos da análise de regressão dos custos permite concluir que a estrutura de custos do campo não é a mais fiável, o que penaliza o valor final obtido.

Valor médio	GFM
4.494.036	2,65

Se melhorar esta estrutura de custos o valor poderá ser superior ao estimado neste relatório, mas por prudência toma-se o cenário mais desfavorável.

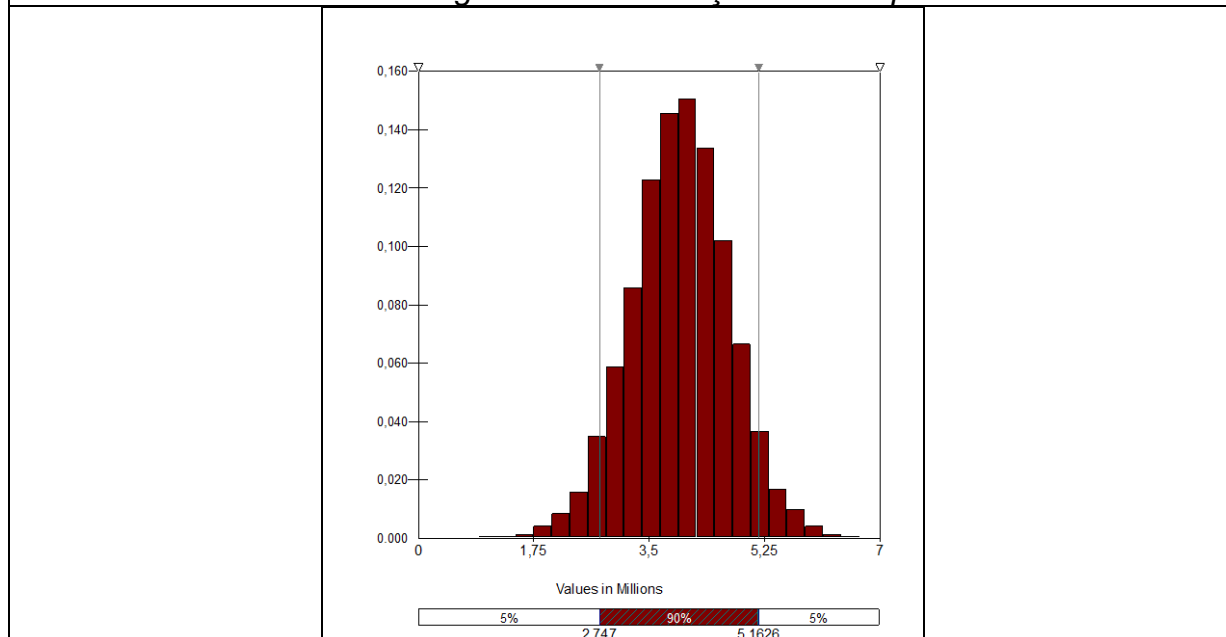
Desta forma, o valor médio obtido para o “**VERDEL-GOLFE**”, **concluído e em funcionamento**, é de

V = 4.500.000 Euros,

com 90% a probabilidade de que o valor esteja compreendido no intervalo entre 4.050.000 e 4.950.000 Euros.

No gráfico 9 mostra-se a distribuição do valor esperado por desconto de fluxos de caixa.

Gráfico 9. Histograma de distribuição do valor por DFC

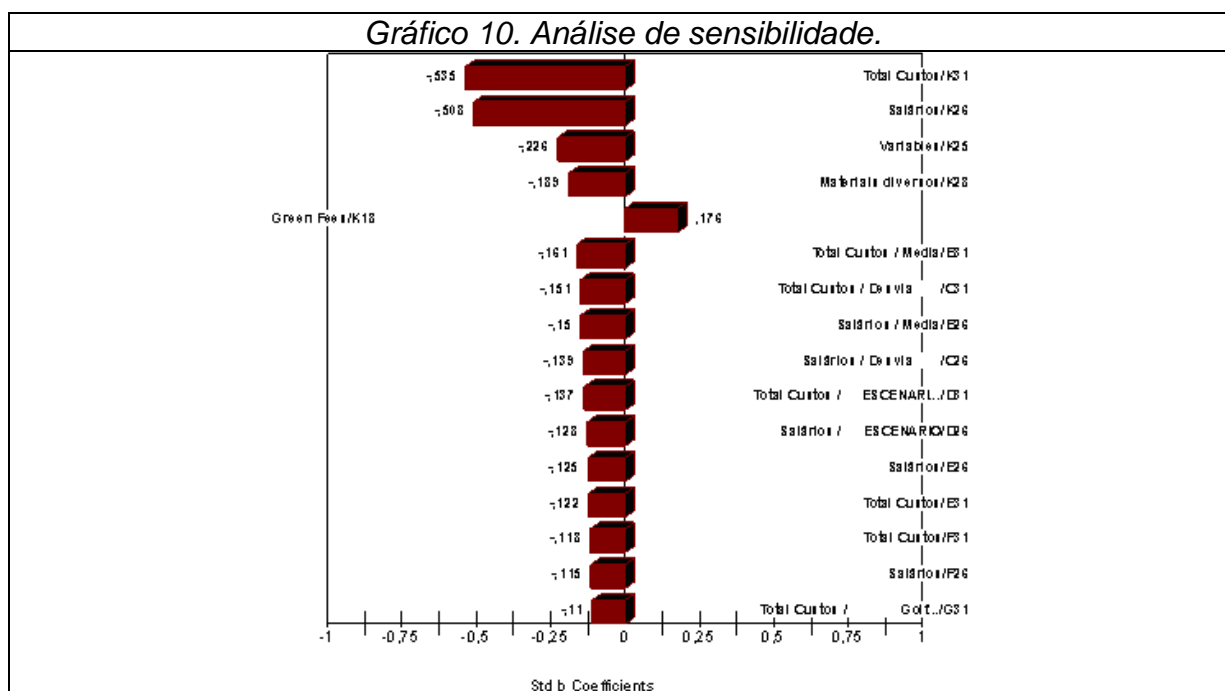


6.6. Análise de sensibilidade dos resultados

Toda a avaliação composta por diferentes Parâmetros é sensível à variação dos mesmos. Para tal, é necessário comprovar o que pode acontecer com o valor obtido se estes Parâmetros variam.

Para realizar esta análise de sensibilidade recorre-se a ajustes estatísticos através de regressão.

Os Parâmetros mais influentes são os que determinam o fluxo de caixa do ano 10 sendo que o mesmo é a base para a base a fixar o valor residual do campo. Desta forma a redução dos salários resulta decisiva para aumentar o valor do campo.



6.7. Considerações

Calculando o GFM (Green-Fee Multiplier) a partir do valor estimado para o campo e das receitas por GF para o primeiro ano, obtemos o $GFM = 2,35$. Este valor encontra-se dentro do intervalo normal para este tipo de exploração quando existem as definições.

6.8. Valor actual do terreno

O terreno onde vai ser construído o campo de golfe faz parte de um loteamento com alguma dimensão e que se pretende vir a ser de luxo. Normalmente este tipo de terreno não costuma ser transaccionado independentemente do resto do loteamento. A sua aquisição processou-se em conjunto, antes do loteamento estar aprovado e, como tal, foi pago ao mesmo preço do restante terreno. Neste momento, se considerarmos a rentabilidade do negócio a desenvolver no local, o valor do terreno é residual e sem significado comparativamente com o restante empreendimento.

Como se referiu, trata-se de uma actividade que tarda a amadurecer (7 a 8 anos ou mais) e que obriga a um grande volume de investimento. O custo de construção um campo de golfe, anda entre os 150.000,00 €/buraco a 200.000,00 €/buraco, dependendo do tipo de terreno e da modelação necessária. Neste caso, considerando que o terreno apresenta já alguma modelação natural, bem como vegetação e árvores, não parece ser difícil o seu tratamento.

A maior parte dos campos de golfe constitui uma infraestrutura mais para o desenvolvimento de outro tipo de actividade imobiliária – residencial ou turística ou mista – pelo que, a sua transacção individual não costuma acontecer (são poucos os casos conhecidos). Casos há em que o terreno do campo de golfe é oferecido em troca da construção e desenvolvimento do mesmo (os promotores são compensados pela valorização que os restantes lotes experimentam – neste momento negocia-se o campo de golfe do Santiago Golfe Resort, dentro destas condições).

Em termos de comparação com a oferta no mercado, verificamos que:

- existe uma procura activa de terrenos no Algarve (sobretudo espanhóis);
- a oferta na envolvente é reduzida (oferecem 40 ha. de terreno, sem alvará de loteamento, no lado contrário do empreendimento da Praia Verde, por 25.000.000,00 €, o que corresponde a 62,5€/m² de terreno).

Dadas as indefinições – não existe projecto e o empreendimento não foi iniciado – propomo-nos fazer uma simulação da construção/venda do campo de golfe e verificar para que valor do terreno seria o mesmo viável.

Vamos usar como valor de venda do campo (se estivesse concluído neste momento), o valor calculado pelo método anterior (também resultado de uma simulação) – 4.500.000,00 €.

Consideramos o custo total da construção (incluindo encargos) – 150.000,00 €/buraco.

Colocamo-nos numa situação optimista de venda do campo sem dificuldades.

Estudo de Viabilidade Económica - TIRLíquida				
GOLFE - VERDELAGO				
Cenário Básico				
Área total do terreno (GOLFE)			368.209,65	m ²
Área Real Total Edificável				m ²
Área total do terreno (GOLFE)			368.209,65	m ²
Área Equivalente de Construção			368.209,65	m ²
Projeto Proposto				
Unitário do Prédio (Avaliação)			2,50	€/m ²
Custo Unitário de Construção/M2 TERRENO			6,15	€/m ²
Unitário de Venda Habitação (Avaliação)			12,23	€/m ²
Custos	Projetos	Administração	Comercialização	
Percentuais	3,00%	8,00%	3,00%	
Valores Nominais				
Valor de Venda			4.503.204	€
Custo total			3.749.332	€
Custo do Terreno (ACTUAL)			920.524	€
Custo das Obras			2.264.489	€
Custo dos Projectos			67.935	€
Custo da Administração			181.159	€

Custo de Comercialização				135.096	€		
Custo de Impostos				180.128	€		
Lucro operacional				753.872	€		
Taxas e períodos estimados							
Taxa de remuneração de capitais			r	0,30	% ao mês	Anual	3,66%
Taxa de risco do empreendimento			w	0,40	% ao mês	Anual	4,91%
Taxa global (remuneração + risco)			r *	0,70	% ao mês	Anual	8,75%
Imposto s/Receita Bruta				4,00%			
Período de Projecto				6	meses		
Período de Obras				12	meses		
Período de Comercialização				6	meses		
Percentual vendido durante as obras				100	%		
Início da comercialização durante as obras				2	meses		
Custo total				3.976.988	€		
Custo Terreno/prédio			r *	1.043.900	€		
Despesas com Projectos			r *	75.184	€		
Despesas com Obras e Administração			r *	2.542.207	€		
Desp Comercialização durante obras			r	135.299	€		
Desp com Impostos				180.398	€		
Receita total				4.509.959	€		
Durante as obras			r	4.509.959	€		
Após a conclusão			r *	0	€		
TIRL - TAXA INTERNA DE RETORNO LÍQUIDA				0,70	% ao mês		

7. CONCLUSÕES

Ao longo do relatório ficou claro que as alternativas de uso do imóvel estão representadas pela sua área, seu estado de conservação, a impossibilidade LEGAL de aproveitamento para outros fins imobiliários, a sua qualidade arquitectónica, e outras variáveis consideradas. Do exposto anteriormente, propõe-se como provável **valor de mercado** nas condições da data da avaliação, considerado este CONCLUÍDO e livre de qualquer ônus:

PROVÁVEL VALOR DE MERCADO DO CAMPO DE GOLFE “VERDEL” = 4.500.000 Euros

com 90% da probabilidade de que o valor esteja compreendido no intervalo entre 4.050.000 e 4.950.000 Euros.

Valor actual do terreno, considerando a sua utilização como campo de golfe, dentro das condições expostas:

PVT – ACTUAL - TERRENO = 920.524 Euros

Podendo variar $\pm 10\%$.

COMENTÁRIO: Este valor faz parte do cenário exposto ao longo deste relatório (montado a partir de dados reais de campos com localizações semelhantes), podendo variar com qualquer alteração que se produza no mesmo. Reflecte as condições (neste momento) duma exploração económica que pode ser melhor ou pior conforme as capacidades da gestão da empresa e da evolução, nacional e internacional, da prática do desporto. Voltamos a referir que o valor pedido, na zona, para terreno sem projecto aprovado, é de 62,5 €/m² de terreno. Qualquer alteração deve ser comunicada ao avaliador para que se proceda à respectiva análise do processo e à alteração dos resultados, se for caso disso.

OS AVALIADORES

Data do relatório: 28-03-2006

Este relatório de avaliação desenvolveu-se segundo as EVS (European Valuation Standards) difundidas pela associação europeia TEGoVa e normas IVSC em tudo o que lhe foi aplicável. Atendeu-se, em particular, à GN1 e 7 (Guidance Note 7) sobre avaliação de imóveis e empresas.