

***Análise económico-financeira em estabelecimentos termais
portugueses***

Rute Isabel Pedro Almeida

Peniche, 2020

Página intencionalmente deixada em branco

***Análise económico-financeira em estabelecimentos termais
portugueses***

Rute Isabel Pedro Almeida

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Gestão e Direção Hoteleira

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Professora Doutora Anabela Elias Almeida e coorientação da Professora Doutora Conceição Gomes

Peniche, 2020

Página intencionalmente deixada em branco

***Análise económico-financeira em estabelecimentos termais
portugueses***

**© Copyright Rute Isabel Pedro Almeida, Escola Superior de Turismo e Tecnologia do Mar,
Instituto Politécnico de Leiria**

A Escola Superior de Turismo e Tecnologia do Mar e o Instituto Politécnico de Leiria têm o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicar esta dissertação de mestrado através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, e de a divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

Página intencionalmente deixada em branco

Dedicatória

A todos os que sempre incondicionalmente nos apoiaram.

Agradecimentos

Uma palavra de agradecimento a todos os que, direta e indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho, com especial ênfase:

- À Professora Doutora Anabela Elias Almeida e à Professora Doutora Conceição Gomes, nossas orientadoras, por todo o apoio, incentivo e ajuda;

- Aos familiares, amigos e colegas pelo apoio e paciência.

Resumo

A relação do Homem com as águas termais é tão antiga quanto conturbada e sempre nos fascinou. O turismo de saúde e bem-estar, cujo conceito ao evoluir passou a contemplar o termalismo nas suas duas vertentes (clássico e de bem-estar), é, desde 2006, considerado como um produto estratégico pelo Turismo de Portugal, IP. Quisemos estudar a viabilidade económica de um grupo de estabelecimentos termais (Termas de Luso, Termas de Monfortinho, Termas de São Pedro do Sul e Termas de São Vicente) que foi selecionado com base num conjunto de características comuns, esperando que fossem dessa forma comparáveis. Procurávamos saber se as empresas: i) dispõem de meios financeiros adequados para responder às suas necessidades operacionais e às obrigações contraídas; ii) apresentam rentabilidade; iii) apresentam risco financeiro.

Para tal, recorreremos à técnica mais popular de análise financeira: o método dos rácios que, ao relacionar dados provenientes do balanço e da demonstração dos resultados das empresas, revela dados importantes acerca da sua situação económico-financeira. Os documentos financeiros foram descarregados da base de dados SABI e, no âmbito deste trabalho, foram analisados os anos de 2014 a 2019. Também quisemos comparar os dados das empresas em estudo com a média do setor, tendo obtido os quadros do setor da atividade económica 86905 – atividades termais, no *website* do Banco de Portugal.

Todos os dados foram compilados num ficheiro de Excel para facilitar o tratamento e análise dos mesmos, onde também foram calculados os diversos rácios financeiros.

Apesar das características comuns que elegeram as 4 empresas para o estudo, as suas características financeiras são bastante diferentes, a começar pela sua forma jurídica. Não se conseguiu estabelecer tendências de crescimento ou abrandamento superiores a 2 ou 3 anos consecutivos, exceto nos rácios de rentabilidade do setor e rotação do ativo do setor. De uma forma geral, a empresa que mais se aproxima da média do setor nos diversos rácios é as Termas de São Pedro do Sul.

Consideramos que o setor pode ser interessante para os investidores, comprovado pela análise DuPont, que mostra que é o peso dos gastos de financiamento nos resultados que torna a rentabilidade das empresas negativa.

Deixamos a título de sugestão para investigações futuras, a aplicação deste método de análise a outro conjunto de estabelecimentos termais que sejam reunidos sob outros critérios de seleção, por exemplo, número de frequência termal mais aproximados, o que poderá revelar algum fio condutor, se ele existir.

Palavras-chave: Termalismo, turismo de saúde e bem-estar, análise financeira, rácios financeiros.

Página intencionalmente deixada em branco

Abstract

The relationship between Man and the thermal waters is as old as it is troubled and has always fascinated us. Health and wellness tourism, whose concept has evolved to include thermalism in its two aspects (classic and wellness), has been considered since 2006 as a strategic product by the Turismo de Portugal, IP. We wanted to study the economic viability of a group of thermal establishments (Termas de Luso, Termas de Monfortinho, Termas de São Pedro do Sul and Termas de São Vicente) selected based on a set of common characteristics, hoping that this way they would be comparable. We wanted to find out if the companies: i) have adequate financial means to respond to their operational needs and the obligations contracted; ii) are profitable; iii) have financial risk.

To do this, we used the most popular technique of financial analysis: the ratio method, which reveals important data about the economic and financial situation of the companies by relating data from the companies' balance sheet and income statement. These financial documents were downloaded from the SABI database and for this work, the years of 2014 to 2019 were analyzed. We also wanted to compare the data of the companies under study with the sector average, having obtained the tables of the sector of economic activity 86905 - thermal activities, on the Banco de Portugal website.

All data were compiled into an Excel file to facilitate their treatment and analysis, where the various financial ratios were also calculated.

Despite the common characteristics that joined the 4 companies in this study, their financial characteristics are quite different, starting with their legal form. It was not possible to establish growth or slowdown trends longer than 2 or 3 consecutive years, except in the sector's profitability and sector's asset turnover ratio. In general, the company that comes closest to the sector's average in the various ratios is the Termas de São Pedro do Sul.

We believe that the sector may be of interest for investors, as shown by the DuPont analysis, which indicates that the weight of the financing expenses on the profit makes the companies' profitability negative.

For future investigations, we would like to suggest the application of this method of analysis to another set of thermal establishments that are brought together under other selection criteria, for example, the closest number of thermal frequencies, which may reveal some guiding thread, if it exists.

Keywords: Thermalism, health and wellness tourism, financial analysis, financial ratios.

Página intencionalmente deixada em branco

Índice

Dedicatória.....	iii
Agradecimentos.....	iv
Resumo.....	v
Abstract.....	vii
Índice.....	ix
Índice de tabelas.....	xi
Índice de figuras.....	xiii
Índice de gráficos.....	xv
Lista de abreviaturas e siglas.....	xvii
Introdução.....	1
Capítulo 1 – Termalismo e turismo de saúde e bem-estar: quadro conceptual.....	3
1.1. Breve história do termalismo em Portugal.....	3
1.1.1. Benefícios das águas termais.....	8
1.2. Turismo de saúde e bem-estar.....	11
Capítulo 2 – Análise financeira: quadro conceptual.....	19
2.1. Análise financeira.....	19
2.2. Métodos e técnicas de análise financeira: o método dos rácios.....	20
2.3. Vertentes da análise financeira.....	21
2.3.1. Equilíbrio financeiro.....	21
2.3.1.1. Equilíbrio financeiro de curto prazo.....	22
2.3.1.2. Equilíbrio financeiro de médio e longo prazo.....	24
2.3.2. Rendibilidade.....	26
2.3.2.1. Análise DuPont.....	27
2.3.2.1.1. Modelo multiplicativo da rendibilidade do capital próprio.....	28
2.3.2.1.2. Modelo aditivo da rendibilidade do capital próprio.....	29
2.3.3. Risco empresarial.....	29

2.3.3.1. Risco económico ou operacional	30
2.3.3.2. Risco financeiro.....	31
2.3.3.3. Risco global	32
Capítulo 3 – Metodologia	33
3.1. Contexto, finalidade e objetivos da investigação	33
3.2. Opções metodológicas	34
3.2.1. Fases de implementação da metodologia.....	36
3.2.2. Métodos de análise de dados utilizados	37
3.2.3. Questões de validade do estudo.....	38
3.3. Caracterização das entidades estudadas	39
3.3.1. Termas de Luso	43
3.3.2. Termas de Monfortinho	44
3.3.3. Termas de São Pedro do Sul.....	45
3.3.4. Termas de São Vicente.....	46
Capítulo 4 – Análise e discussão dos resultados.....	49
4.1. Os resultados por empresa.....	49
4.1.1. Termas de Luso	49
4.1.2. Termas de Monfortinho	52
4.1.3. Termas de São Pedro do Sul.....	54
4.1.4. Termas de São Vicente.....	57
4.2. Comparação de resultados	60
Conclusão	73
Limitações da investigação e sugestões para futuras investigações	75
Referências bibliográficas	77

Índice de tabelas

Tabela 1 - Indicações terapêuticas por tipo de águas.....	9
Tabela 2 - Motivação da procura termal em Portugal continental nos anos de 2011 e 2014 e comparação face ao ano anterior.....	17
Tabela 3 – Rácios de liquidez das Termas de Luso (2014-2019).....	49
Tabela 4 – Rácios de funcionamento das Termas de Luso (2014-2019).....	50
Tabela 5 – Rácios de alavanca financeira Termas de Luso (2014-2019).....	50
Tabela 6 – Rácios de rendibilidade das Termas de Luso (2014-2019).....	51
Tabela 7 – Rácio de risco financeiro das Termas de Luso (2014-2019).....	52
Tabela 8 – Rácios de liquidez das Termas de Monfortinho (2016-2019).....	52
Tabela 9 – Rácios de funcionamento das Termas de Monfortinho (2016-2019).....	52
Tabela 10 – Rácios de alavanca financeira das Termas de Monfortinho (2016-2019).....	53
Tabela 11 – Rácios de rendibilidade das Termas de Monfortinho (2016-2019).....	54
Tabela 12 – Rácio de risco financeiro das Termas de Monfortinho (2016- 2019).....	54
Tabela 13 – Rácios de liquidez das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).....	54
Tabela 14 – Rácios de funcionamento das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).....	55
Tabela 15 – Rácios de alavanca financeira das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).....	56
Tabela 16 – Rácios de rendibilidade das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).....	56
Tabela 17 - Rácio de risco financeiro das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).....	57
Tabela 18 - Rácios de liquidez das Termas de São Vicente (2014-2019).....	57
Tabela 19 – Rácios de funcionamento das Termas de São Vicente (2014-2019).....	58
Tabela 20 – Rácios de alavanca financeira das Termas de São Vicente (2014-2019).....	58
Tabela 21 – Rácios de rendibilidade das Termas de São Vicente (2014-2019).....	59
Tabela 22 – Rácio de risco financeiro das Termas de São Vicente (2014-2019).....	59
Tabela 23 – Peso relativo dos financiamentos obtidos correntes e não correntes face ao ativo por estabelecimento termal (2014-2019).....	64

Página intencionalmente deixada em branco

Índice de figuras

Figura 1 – Esquema das etapas de um estudo caso	35
---	----

Página intencionalmente deixada em branco

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Distribuição da procura termal em Portugal nos anos de 2014 a 2019.	17
Gráfico 2 – Número de inscrições por vertente de termalismo por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).	40
Gráfico 3 – Número total de inscrições por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).	41
Gráfico 4 – Valor total em Euros das inscrições por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).	42
Gráfico 5 – Volume de negócios por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).	42
Gráfico 6 – Liquidez geral das 4 empresas estudadas e da média do setor (2014-2019).	60
Gráfico 7 – Liquidez reduzida das 4 empresas estudadas e da média do setor (2014-2019).	61
Gráfico 8 – Liquidez imediata das 4 empresas estudadas e média do setor (2014-2019).	61
Gráfico 9 – Rotação dos inventários das 4 empresas estudadas e média do setor (2014-2019).	62
Gráfico 10 – Prazo médio de recebimento das 4 empresas estudadas e média do setor (2014-2019).	63
Gráfico 11 – Prazo médio de pagamento das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	63
Gráfico 12 – Autonomia financeira das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	65
Gráfico 13 – Endividamento das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	65
Gráfico 14 – Estrutura do endividamento das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	66
Gráfico 15 - Solvabilidade das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	67
Gráfico 16 - Rotação do ativo das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	67
Gráfico 17 - Rendibilidade operacional das vendas das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	68
Gráfico 18 - Rendibilidade líquida das vendas das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	69
Gráfico 19 - Rendibilidade operacional do ativo das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	69
Gráfico 20 - Rendibilidade dos capitais próprios das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).	70

Gráfico 21 - Grau de alavanca financeiro das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).....	71
---	----

Lista de abreviaturas e siglas

A - Ativo total

AF - Autonomia Financeira

ATP - Associação das Termas de Portugal

CA - Capital Alheio

CAE - Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

CAT - Comissão de Avaliação Técnica

CP - Capital Próprio

CSH - Ciências Sociais e Humanas

DGEG - Direção-Geral de Energia e Geologia

DGS - Direção Geral de Saúde

EE - Estrutura do Endividamento

ENDIV - Endividamento

FNAT - Fundação Nacional para a Alegria no Trabalho

GAC - Grau de Alavanca Combinado

GAF - Grau de Alavanca Financeiro

GAO - Grau de Alavanca Operacional

GWI - Global Wellness Institute

INE - Instituto Nacional de Estatística

j - taxa de remuneração do capital alheio

LG - Liquidez Geral

LI - Liquidez Imediata

LR - Liquidez Reduzida

MCDT - Meios Complementares de Diagnóstico e Terapêutica

MS - Margem de Segurança

OMT - Organização Mundial de Turismo

PCV - Ponto Crítico das Vendas

PENT - Plano Estratégico Nacional de Turismo

PMP – Prazo Médio de Pagamento

PMR - Prazo Médio de Recebimento

POC - Plano Oficial de Contabilidade

RAI - Resultado Antes de Impostos

R_{CP} - Rendibilidade do Capital Próprio

RLV - Rendibilidade Líquida das Vendas

RLP - Resultado Líquido do Período

RO - Resultado Operacional

ROA - Rendibilidade Operacional do Ativo

ROV - Rendibilidade Operacional das Vendas

S – Solvabilidade

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

t - taxa de imposto sobre o rendimento

VN - Volume de Negócios

Introdução

A vida (profissional) tem-nos levado por caminhos nem sempre direitos mas quase sempre repletos de desafios, os quais temos vindo a ultrapassar com muita dedicação, empenho e superação. Ainda não escalámos o Everest mas tem sido um percurso enriquecedor. Desde sempre, fomos curiosos e quisemos saber e conhecer mais. Este mestrado foi um meio de procurar mais conhecimento numa área em que ainda tínhamos pouca formação.

No momento de escolher o tema para a dissertação, tínhamos poucas certezas acerca do rumo a tomar mas, felizmente, tivemos duas orientadoras que nos ajudaram a encontrar o caminho certo e que iria, mais uma vez, pôr-nos à prova e levar-nos à autossuperação.

Sempre tivemos gosto e interesse pelo termalismo, achamos que está na nossa génese, por isso, só faltava encontrar um projeto que nos desafiasse. E que maior desafio do que uma análise financeira? Algo que nunca tínhamos experimentado e um “mundo” bastante desconhecido para nós. Era o culminar do propósito do mestrado. Seria também um projeto inovador pois não encontrámos nenhum semelhante nas nossas pesquisas que aliasse o termalismo e a análise financeira.

Quisemos escolher um grupo de estabelecimentos termais que se enquadrasse num conjunto de características comuns, procurando que fossem desta forma comparáveis, até chegarmos aos eleitos: Termas de Luso, Termas de Monfortinho, Termas de São Pedro do Sul e Termas de São Vicente. Quisemos também conhecer os dados do setor compilados e publicados pelo Banco de Portugal para também comparar com os estabelecimentos em análise.

Ao estudar a viabilidade económica dos quatro estabelecimentos termais procurávamos responder às seguintes questões:

- i) As empresas dispõem de meios financeiros adequados para responder às suas necessidades operacionais e às obrigações contraídas?
- ii) As empresas apresentam rentabilidade?
- iii) As empresas apresentam risco financeiro?

O presente trabalho encontra-se organizado em quatro capítulos, sendo os dois primeiros inteiramente dedicados ao enquadramento teórico. No primeiro capítulo abordamos o termalismo e o turismo de saúde e bem-estar, no qual apresentamos de forma abreviada a história do termalismo em Portugal, falamos dos benefícios das águas termais e da evolução do turismo de saúde e bem-estar. O segundo capítulo é totalmente dedicado à análise financeira, onde introduzimos a temática, falamos sobre uma das técnicas de análise financeira, o método dos rácios, abordamos as três vertentes da análise financeira (equilíbrio financeiro, rentabilidade e risco empresarial) e apresentamos os rácios financeiros que permitem o conhecimento destas vertentes das empresas em estudo. No terceiro capítulo, metodologia, apresentamos o contexto, a finalidade e os objetivos da investigação, explicando em pormenor as opções metodológicas tomadas. É, neste capítulo, que

apresentamos a caracterização das entidades estudadas, inicialmente, por comparação da frequência termal, de acordo com os dados anualmente publicados pela DGEG, e, de seguida, enumerando os marcos históricos de cada um dos estabelecimentos. No quarto capítulo, analisamos e discutimos os resultados obtidos, apresentados primeiro por empresa e, depois, numa comparação entre si e a média do setor, terminando com uma síntese das conclusões. Por fim, apresentamos a conclusão geral do trabalho.

Capítulo 1 – Termalismo e turismo de saúde e bem-estar: quadro conceptual

Neste capítulo, vamos apresentar ao leitor o quadro conceptual do presente trabalho relativo à temática do termalismo e do turismo de saúde e bem-estar. Ao estudarmos uma atividade que remonta à antiguidade, existem muitos séculos de história para contar, mas impõem-se que, tal seja feito de forma sucinta, apenas focando os factos mais interessantes ou relevantes para não nos desviarmos do nosso objetivo.

Começamos por apresentar um resumo histórico do termalismo em Portugal, para que o leitor compreenda a dimensão e importância do termalismo no nosso país. Depois abordamos os benefícios das águas minerais naturais (vulgarmente conhecidas como águas termais), aludindo à sua origem, propriedades e características que as tornam adequadas para serem indicadas como terapêuticas em determinadas patologias, comprovadas por alguns estudos científicos que enumerados a título de exemplo.

De seguida, introduzimos a modalidade turística que engloba o termalismo e está cada vez mais na vanguarda da procura turística: o turismo de saúde e bem-estar. Havendo uma crescente preocupação global com a prevenção da doença e com o bem-estar físico e mental, o turismo de saúde e bem-estar é apontado como um produto estratégico para o turismo em Portugal e, pode-se observar essa tendência nos números da frequência termal dos últimos anos, não esquecendo que esses números apenas contemplam a oferta das estâncias termais portuguesas e que, por isso, não contemplam por exemplo os tratamentos feitos em *spas*.

1.1. Breve história do termalismo em Portugal

Segundo Mangorrinha (2002), desde a antiguidade que o Homem usa as “águas termais de nascente” nas suas “práticas sociais de saúde e convívio, mas também políticas e religiosas” (p. 15).

O mais antigo registo arqueológico em território nacional é anterior ao período da civilização celta, situa-se no distrito de Braga, e comprova o culto que os povos ancestrais prestavam às águas minerais (Cantista, 2010; Mourão, 1997).

Para Ochoa (1997) já na Lusitânia eram conhecidos os poderes das águas de algumas nascentes, envoltas em encantamento (como citado em Ramos, 2005, p. 63). Este conhecimento contrapõe à ideia de que os romanos foram os primeiros a utilizar as águas termais. É, no entanto, àqueles que se deve a propagação da prática dos banhos de tratamento e de prazer, tendo acrescentado uma dimensão lúdica e social ao uso das águas termais, e o desenvolvimento de importantes elementos arquitetónicos, tais como, os aquedutos para o transporte da água e os balneários para o uso da água (Quintela, 2008). Vestígios arqueológicos comprovam o aproveitamento e melhoramento de muitas nascentes durante a ocupação do Império Romano, como por exemplo, Arêgos, Cabeço de Vide, Caldas da Saúde, Caldelas, Chaves (antigas *Aquae Flaviae*), São Pedro do Sul (antigas Caldas de Alafões) e São Vicente (Quintela, 2008).

No século V, os árabes, conhecedores do poder das águas termais e com elevada cultura médica, construíram novas termas (por exemplo, Alçarias e Alfama) ao passo que os bárbaros destruíram muitas das termas que encontraram (Cantista, 2010; Mourão, 1997).

Foi relevante o interesse dos primeiros monarcas pelas termas: D. Afonso Henriques recuperou de uma fratura nas Caldas de Alafões (atualmente São Pedro do Sul) e D. João I frequentou as Taipas, já que, por essa altura, segundo Mangorrinha (2002), “quase todas as estruturas balneares tinham desaparecido ou simplesmente sido abandonadas” (p. 142).

A Igreja Católica hostilizou as termas, na época medieval, por considerá-las locais de devassidão, sendo proibidas aos cristãos. Mais tarde, reformulou a sua posição ao ligar a cura à esfera religiosa, motivando a procura das águas termais: o clero organizava peregrinações às nascentes e tinha sobre a sua alçada alguns estabelecimentos termais, como por exemplo, Caldas da Rainha, Caldelas, Furnas, Gerês e Monchique (Quintela, 2008).

Surgiram diferentes estabelecimentos (balneários, albergues, conventos, hospitais, hotéis) consoante os protagonistas sociais (religiosos, padres, médicos, hoteleiros, hospedeiros) e a predominância da dimensão terapêutica ou da dimensão lúdica (Quintela, 2008). O patronato de algumas destas edificações é atribuído a vários reis portugueses, o que não pode ser desassociado dos contextos históricos e sociais respetivos. Na época, existia a necessidade de dar resposta a algumas doenças prevalentes, tais como a lepra que foi tratada nas gafarias, enquanto “os “hospitais” alojavam sobretudo pobres e indigentes, cumprindo uma função assistencial em que a componente social eventualmente se sobrepunha à vertente terapêutica” (Cantista, 2010, p. 83).

A benemérita rainha D. Leonor de Lencastre, mulher de el-rei D. João II, mandou fundar o primeiro (do mundo e durante muitos anos o único) Hospital Termal¹ de Nossa Senhora do Pópulo (Ramos, 2005), num pequeno lugar chamado de Caldas de Óbidos² (mais tarde Caldas da Rainha), cuja construção teve início a 22 de janeiro de 1485 (Grupo de Trabalho Interdepartamental, 1984).

Sob a proteção real, construíram-se novos balneários e iniciou-se o levantamento para sistematização e classificação das emergências termais, bem como, as primeiras publicações científicas de autoria dos médicos da corte, como por exemplo, em 1696, a primeira monografia sobre as Caldas de Alafões escrita pelo médico António Pires da Silva e, em 1726, é editado aquele que é considerado o primeiro levantamento sistemático das águas minerais portuguesas e sua classificação, o *Aquilégio Medicinal*, escrito por Francisco da Fonseca Henriques, de alcunha o Dr. Mirandela (Cantista, 2010; Quintela, 2008).

No século XVIII é fundada a Academia das Ciências de Lisboa e as águas minerais começam a ser analisadas. Pela Europa, a aristocracia, particularmente a francesa, acorre às termas acompanhando a corte aos “banhos” e fazendo nascer a temporada balnear³. A aristocracia portuguesa frequenta as Caldas da Rainha, local onde D. João V se tratou durante doze anos (Cantista, 2010; Quintela, 2008).

¹ Fusão entre balneário termal e clínica.

² Caldas significa fontes de águas cálidas ou quentes, e de Óbidos por se encontrar no termo da vila de Óbidos.

³ Período de tempo em que a corte permanecia numa estância termal.

O interesse da corte e da burguesia pelas termas levou o Marquês de Pombal a encarregar Domingos Vandéli⁴ do estudo das nascentes minerais, o que contribuiu para a divulgação das termas e para que aquelas passassem a ser consideradas de utilidade pública (Mangorrinha, 2000, 2002).

Durante o século XIX desenvolvem-se as vilegiaturas⁵, prescritas por médicos, e que consistiam em temporadas no campo para aliviar dos malefícios da vida na cidade (Quintela, 2008). O desenvolvimento do caminho-de-ferro, em finais daquele século, tem um papel importante nas deslocações às estâncias termais e a viagem torna-se parte do processo da cura termal (Quintela, 2008).

Surgem atividades recreativas com a desculpa de servirem para ocupar os acompanhantes dos banhistas mas, cada vez mais, os próprios banhistas procuravam distrair-se e ocupar o tempo entre as curas (Quintela, 2008).

Desenvolve-se o termalismo com apoio na vertente lúdica, do ócio e do divertimento e algumas estâncias passam a ser “centros de lazer e turismo (...) de uma sociedade restrita e distintiva” (Pinto, Mangorrinha, & Serén, 2003, p. 169).

É ainda, no século XIX, que se tenta, sem sucesso, regulamentar o aproveitamento das nascentes. Mas só a 30 de setembro de 1892, surge o decreto de el-rei D. Carlos I que sujeita a legislação o aproveitamento das nascentes de águas mineromedicinais e a exploração dos estabelecimentos. Este decreto foi substituído pela legislação de 1919⁶, que estabeleceu que as nascentes mineromedicinais pertenciam ao Estado e a captação e exploração das águas dessas nascentes ficavam sujeitas a autorização do Governo. Por sua vez, o decreto de 1919 foi substituído pelo decreto de 1928⁷, que regulamentou melhorias ao nível de direção clínica, concessão, águas de mesa e proteção das nascentes (Mangorrinha, 2000, 2002).

Apesar da legislação de 1919 prever o acesso gratuito de pobres e indigentes, banhistas e doentes tinham diferente acesso à estadia nas termas e dentro destas existiam banhos de diferentes classes, revelando uma distinção social (Quintela, 2008).

Para Mangorrinha (2002), a prosperidade das termas chegou ao fim devido a um conjunto de fatores: “condições político-económicas desfavoráveis, instabilidade causada pela II Grande Guerra, crescimento do interesse pelo turismo de praia e o predomínio dos fármacos na terapêutica” (p. 145).

Durante a II Grande Guerra, as termas portuguesas receberam refugiados de guerra e novos-ricos emigrantes da América do Sul e África (Mangorrinha, 2000; Pinto et al., 2003). As estâncias termais (que se mantiveram em funcionamento depois do conflito) conservaram a distinção entre o uso terapêutico das águas (pelas classes populares) e o uso lúdico (pelas classes abastadas), embora o

⁴ Naturalista, foi professor do Colégio dos Nobres, realizou a primeira análise química em 1778 (Mangorrinha, 2000).

⁵ “A vilegiatura estava, usualmente, associada à “mudança de ares”, que era considerada necessária à manutenção da saúde e estava subjacente também à prescrição da “cura termal”” (Quintela, 2008, pp. 16-17).

⁶ Decreto n.º 5787-F, de 10 de maio de 1919 (Mangorrinha, 2000).

⁷ Decreto n.º 15401, de 17 de abril de 1928 (Mangorrinha, 2000).

turismo termal estivesse a diminuir face ao turismo de sol e praia, favorecido pelo Estado (Pinto et al., 2003).

O verdadeiro declínio das termas portuguesas acontece na década de 70 do século XX, especialmente depois da Revolução de 25 de abril de 1974 que traz dificuldades acrescidas para os estabelecimentos termais (Cantista, 2010).

Enquanto na restante Europa (com destaque para França e Alemanha), termas e população disfrutavam dos benefícios do termalismo social, por cá, começava-se a discutir a importância que o termalismo social poderia ter em termos de investimento e expansão (Ramos, 2005).

A 1 de março de 1976 é aprovado o despacho ministerial que regula o acesso generalizado da população às termas, com comparticipação do Estado nos tratamentos e estadia termal, contudo, em 1982, é revogada a comparticipação da estadia (transporte, alojamento e alimentação) e a comparticipação nos tratamentos torna-se progressivamente menor (Cavaco, 2008; Ramos, 2005).

Para Cunha (2003), “a criação do termalismo social foi uma medida que favoreceu as estâncias termais mas contribuiu para a perda do seu dinamismo e para a criação das condições da sua decadência” (p. 196).

Se por um lado, o termalismo social trouxe benefícios às estâncias termais quando estas enfrentavam sérias dificuldades, por via do elevado fluxo de utentes financiados pelo Estado, por outro, levou à sua degradação à medida que esses benefícios eram gradualmente retirados, revelando a dependência que as estâncias tinham perante essa clientela subsidiada, a qual, sem o apoio do Estado, não tinha meios económicos para suportar os custos dos tratamentos e da estadia termal.

O Conselho de Ministros de 14 de fevereiro de 1986 aprova o Plano Nacional de Turismo, no qual o termalismo é identificado como área-chave “pela sua importância para atenuar o desequilíbrio e assimetrias regionais, e por permitir uma maior diversificação da oferta turística nacional” (Mangorrinha, 2000, p. 42). Na opinião de Cunha (2003), o termalismo converte-se “num dos principais factores do turismo levando a hotelaria e a organização turística a localidades isoladas no interior e sem qualquer outra perspectiva de desenvolvimento turístico” (p. 131).

Em maio de 1986, a Presidência do Conselho de Ministros cria a Comissão Nacional de Termalismo para coordenar todo o setor e definir as linhas de orientação para o relançamento do termalismo. Para concretizar aquele objetivo, o Plano Nacional de Turismo 1989-1992 considera ser relevante promover e desenvolver um grupo específico de termas (Mangorrinha, 2000, 2002).

Como a legislação em vigor não satisfazia os interesses nacionais e os desenvolvimentos recentes, efetuou-se uma revisão geral das leis do setor concluída em 1990 (Mangorrinha, 2000, 2002).

É nos anos de 1991 e 1992 que se ultrapassa a barreira das cem mil inscrições, caindo depois para valores inferiores (Mangorrinha, 2000, 2002).

A causa terá de encontrar-se na reduzida capacidade das estâncias termais em desenvolverem factores de competitividade que permitam garantir uma procura motivada

não só por razões de saúde mas também por razões de repouso, divertimento, recreio, e, sobretudo, de recuperação física. [...] A excessiva ênfase dada ao desenvolvimento do turismo baseado no sol e mar contribuiu para o afastamento das correntes turísticas das estâncias termais e conduziu a que estas se concentrassem cada vez mais nos tratamentos. Ao mesmo tempo, o insuficiente ensino, a nível universitário, da hidrologia médica e o aumento da insensibilidade da classe médica [...] conduziu a uma cada vez maior perda de dinamismo das termas. (Cunha, 2003, pp. 188-191)

Um programa específico de revitalização turística das estâncias termais é apresentado pelo Governo em 1997, com o fim de inventariar os recursos das termas e criar um programa de apoio à sua recuperação turística, com a possibilidade de acesso a estímulos financeiros (Mangorinha, 2002).

Por esta altura, dá-se um renascimento da Hidrologia ao nível universitário, fomentada pelas evidências científicas das propriedades terapêuticas das águas minerais na crenoterapia⁸, pelóides⁹, vapores e gases termais (Cantista, 2010). Começa-se a perceber a importância do Turismo de Saúde¹⁰ e investe-se no setor “como há muito tempo não havia memória”, melhorando instalações, investindo em equipamentos e garantindo a boa preservação dos aquíferos (Cantista, 2010, p. 84).

Só em 2004 é aprovada a lei do termalismo¹¹, que substitui a legislação de 1928 e consagra o termalismo de bem-estar (Cantista, 2010; Teixeira, 2013). A nova legislação foi determinante na mudança do paradigma termal, abrindo caminho à dimensão de bem-estar, “reduzindo a sazonalidade e diversificando a oferta e a procura” (Teixeira, 2013, p. 52). É também criada a Comissão de Avaliação Técnica (CAT) sob a alçada da Direção Geral de Saúde (DGS) e que reúne médicos, geólogos, autarcas, gestores e dirigentes da Associação de Termas de Portugal (ATP), da Sociedade Portuguesa de Hidrologia Médica, da Associação de Municípios, da Comissão de Competência em Hidrologia da Ordem dos Médicos e da Direcção Geral de Minas e Energia (Cantista, 2010).

Pouco a pouco, as termas procuram assumir-se “como pólos de promoção de hábitos saudáveis, de prevenção e tratamento de certas patologias, de desenvolvimento social e económico no interior do país” (Cantista, 2010, p. 85).

⁸ Segundo Ramos (2005), “a *crenoterapia*, identificada duma forma redutora com o termalismo, consiste no emprego externo ou interno das águas minerais provenientes das fontes termais, em função das suas propriedades terapêuticas” (p. 12).

⁹ “São produtos formados por mistura espontânea ou artificial de uma água mineral natural, da água do mar ou de lago salgado, com uma componente sólida (orgânica ou inorgânica), e que se utilizam com fins terapêuticos na forma de cataplasmas ou de banhos. Existem pelóides naturais (que têm origem natural através de formação e sedimentação da matéria orgânica e da precipitação dos elementos mineralizantes da água) e pelóides artificiais (que se preparam através de maturação de lamas ou argilas em água mineral natural durante um determinado período de tempo)” (Termas de Portugal, 2013, s.p.).

¹⁰ Para Cunha (2003) “estas movimentações, por provocarem uma deslocação temporária para fora da residência habitual, passaram a designar-se, genericamente, por turismo de saúde que abrange o termalismo, a talassoterapia, o climatismo e a recuperação física (“remisse en forme” na versão francesa ou “fitness” na versão inglesa)” (p. 160).

¹¹ Decreto-Lei n.º 142/2004 de 11 de junho, que estabelece “novas regras no domínio do licenciamento dos estabelecimentos termais, da organização, do funcionamento e da fiscalização do sector” (p. 3632).

Instalações e equipamentos são modernizados, processos são automatizados, entre outras medidas que contribuem para a renovação das termas, dotando-as da qualidade e conforto que os novos clientes buscam (Cantista, 2010; Teixeira, 2013) e é assim que as termas enfrentam o século XXI.

1.1.1. Benefícios das águas termais

O território português possui riqueza e diversidade no que respeita a águas minerais naturais, a designação oficial para as águas termais (Cantista, 2010; Ramos, 2005).

“Tratam-se de águas de profundidade que se infiltraram nos terrenos, onde algumas permaneceram milhares de anos, absorvendo os minerais existentes no subsolo” (Ramos, 2005, p. 107), daí resultando diferentes composições químicas e propriedades terapêuticas (Cantista, 2010; Ramos, 2005).

As águas minerais naturais podem ser classificadas em função da sua temperatura, radioatividade, mineralização, composição química, aspeto, sabor, cheiro, densidade, PH, parâmetros biológicos e concentração molecular, e existe variação nos valores de alguns critérios em função da escala adotada (Cantista, 2010).

“Atendendo às suas características principais de mineralização e ao conteúdo natural em gás carbónico” podem ser classificadas como águas sulfúreas, águas bicarbonatadas, águas gasocarbónicas, águas cloretadas, águas hipossalinas e águas sulfatadas (Cantista, 2010, p. 91).

“As indicações terapêuticas dos estabelecimentos termais portugueses constam da lista anexo ao despacho conjunto, publicado no Diário da República, 2ª série, de 23 de Maio de 1989” (Diegues & Martins, 2010, p. 29), sendo que, seguidamente, apresentamos um quadro resumo das indicações terapêuticas por tipo de água mineral natural, apenas considerando a mineralização e composição físico-química da água mineral natural (tabela 1).

Tabela 1 - Indicações terapêuticas por tipo de águas.

Tipo de água	Indicação terapêutica
Águas bicarbonatadas	Aparelho digestivo (gastrointestinais e hepatovesiculares); Doenças metabólico-endócrinas (diabetes, hiperuricemia); Aparelho nefro-urinário (litíase úrica); Aparelho respiratório (rinites, sinusites, laringites, DPOC).
Águas sulfatadas	Aparelho digestivo (discinésias vesiculares; laxantes/purgativas se magnesianas); Doenças metabólico-endócrinas (hiperuricemia); Doenças nefro-urinárias (litíase úrica, diuréticas: HTA).
Águas cloretadas	Aparelho digestivo (discinésias vesiculares, hipotonia intestinal); Dermatologia (cicatrizante, afeções não exsudativas); Aparelho respiratório (rinites, sinusites, laringites, DPOC); Doenças reumáticas e músculo-esqueléticas (situações pós-traumáticas, edematosas e algícas); Afeções ginecológicas.
Águas sulfúreas	Aparelho respiratório (rinite, faringite, laringite, DPOC); Dermatologia (seborreia e acne, eczemas crônicos, psoríase); Doenças reumáticas e músculo-esqueléticas (articulares, abarticulares, componente tendinoso, neurológico, sequelas pós-traumáticas, etc.); Doenças ginecológicas (processos catarrais ou congestivos; trofia pós-menopáusicas).
Águas hipossalinas	Aparelho nefro-urinário (diuréticas – litíase renal); Doenças metabólico-endócrinas (na dependência dos iões predominantes); Doenças do sangue - anemias (nas águas ferruginosas); Doenças ginecológicas e dermatológicas (nas águas silicatadas).

Fonte: Adaptado de Cantista, 2010; Diegues & Martins, 2010.

Não obstante da publicação em Diário da República¹² das indicações terapêuticas dos estabelecimentos termais portugueses e da direção clínica de um balneário¹³ estar obrigatoriamente a cargo “de um médico hidrologista, reconhecido pela Ordem dos Médicos” (Decreto-lei n.º 142/2004 de 11 de junho, p. 3634), ainda existe algum descrédito, por parte da classe médica, quanto aos benefícios dos tratamentos termais.

Enquanto a investigação científica no domínio da saúde se orientou fundamentalmente para a quimioterapia e para a promoção dos fármacos, as estâncias termais nunca conseguiram criar centros de investigação que permitissem garantir uma maior credibilidade à utilização das águas mineromedicinais como meio de prevenção e recuperação de estados debilitados de saúde. (Cunha, 2003, p. 192)

Um estudo de 1995, realizado através de inquérito enviado aos diretores clínicos dos balneários portugueses em funcionamento à data, revelou que, 61,1% dos diretores clínicos entende que “a classe médica não reconhece, em termos gerais, o tratamento termal” (Pinto, 1997, p. 179).

¹² Originalmente no Diário da República, 2.ª série, n.º 118 de 23 de maio de 1989.

¹³ Segundo a alínea d) do artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 142/2004 de 11 de junho, é “balneário ou estabelecimento termal a unidade prestadora de cuidados de saúde na qual se realiza o aproveitamento das propriedades terapêuticas de uma água mineral natural para fins de prevenção da doença, terapêutica, reabilitação e manutenção da saúde, podendo, ainda praticar-se técnicas complementares e coadjuvantes daqueles fins, bem como serviços de bem-estar termal” (p. 3633).

Também Quintela (2004) se deparou com este facto ao comparar as práticas termais entre Portugal e Brasil.

Os usuários comentam frequentemente que, quando questionados sobre a utilidade do uso dessa prática, os respectivos médicos dão como resposta: “Pode ir! Se não fizer bem, mal também não faz.” Já os médicos queixam-se do desconhecimento e da minimização deste tipo de terapia por parte de alguns colegas, a quem acusam de contribuir para o não desenvolvimento dessa ‘ciência’. Pois em Portugal, para poder exercer clínica em um estabelecimento termal, é necessário ter formação no nível de pós-graduação em hidrologia média. (Quintela, 2004, p. 241)

Apesar da longa tradição termal, esta prática ainda é vista de diferentes formas em diferentes países: enquanto na Grã-Bretanha é tida como alternativa ou complementar à medicina, na Itália tem vindo a ser considerada um tratamento médico credível. Esta disparidade deve-se à ausência de estudos conclusivos sobre as evidências clínicas, económicas e de saúde das terapêuticas termais, benefícios não descritos nas pesquisas antigas que apenas focavam os resultados fisiopatológicos e farmacológicos (Coccheri, Gasbarrini, Valenti, Nappi, & Di Orio, 2008).

Os resultados do estudo italiano NAIADÉ¹⁴, que tinha como objetivo investigar se a aplicação adequada de práticas termais em várias indicações poderia ser associada a uma subsequente diminuição da necessidade de serviços de saúde e diminuição da perda de dias de trabalho por baixa devido a doença, sugerem que, independentemente dos tipos de doença e tratamento, a prática termal está associada a uma forte redução no uso de recursos médicos pré-definidos entre dois ciclos de curas termais. A taxa de hospitalização, o consumo de medicamentos e de outras terapias, a frequência e a duração da abstenção laboral por motivo de doença são despesas diretas ou indiretas no total dos custos relacionados com a saúde. Os dados obtidos sugerem que as práticas termais contribuem para a redução destes custos e oferecem uma opção terapêutica adicional em certas fases de algumas doenças crónicas e estados recorrentes (Coccheri et al., 2008).

Outros estudos comprovaram os benefícios das práticas termais em doentes com fibromialgia (Dönmez et al., 2005; Fioravanti et al., 2018), em pacientes com osteoartrite do joelho (Kiliçoğlu et al., 2010), em pessoas com doença reumática (Fioravanti, Cantarini, Guidelli, & Galeazzi, 2011), em pacientes com lombalgia crónica (Kesiktas et al., 2012), na psoríase (Péter et al., 2017), etc.

¹⁴ Este estudo teve lugar em 297 dos 340 estabelecimentos termais certificados italianos, através de inquéritos realizados pelos médicos do estabelecimento termal, com colaboração, quando necessária, de médicos de família, hospitais e outros serviços de saúde. Da pesquisa foram excluídos os clientes frequentes dos estabelecimentos termais e pacientes com fases de doença aguda ou outras situações graves de saúde. Participaram 39943 pessoas (distribuídas por oito subgrupos consoante a doença), dos quais 23680 (59,2%) retornaram, após um ano, para tratamento (Coccheri et al., 2008).

A investigação em torno dos benefícios da balneoterapia aparenta ter renovado o interesse dos investigadores, e, nos últimos anos, têm sido publicados diversos estudos sobre esta matéria específica, em conjugação ou não, com outras práticas terapêuticas utilizadas em *spas*¹⁵.

Segundo Clark-Kennedy (2018), no período de um ano (até 30 de setembro de 2018), foram publicados um total de 43 artigos oriundos de diversos países dos continentes Americano, Europeu e Asiático, cujas áreas de estudo ele classificou da seguinte forma: saúde mental e qualidade de vida, artroses e outras patologias causadoras de dor, doença cardiovascular e fluxo sanguíneo, dermatologia, imunologia, mecanismos de ação e diversos. Sem prejuízo de outras importantes conclusões, comprovou-se que a balneoterapia e as terapias de spa melhoram significativamente a qualidade de vida e a saúde em geral, contribuindo para a diminuição da depressão e da dor (esta permanece melhor mesmo depois de passados seis meses dos tratamentos).

A organização americana sem fins lucrativos, Global Wellness Institute (GWI), pretende contribuir para a educação mundial em saúde e bem-estar preventivos e, através de diversas iniciativas, incluindo pesquisas e programas, tem favorecido a união das indústrias de saúde e bem-estar (GWI, s.d.).

Desde fevereiro de 2015 que o GWI disponibiliza, gratuitamente, no seu *website*, uma plataforma que facilita o acesso às evidências médicas atuais sobre bem-estar. Numa secção dedicada à balneoterapia e onde apresenta uma pequena amostra dos estudos disponíveis, destacam-se os benefícios das águas termais no alívio da dor crónica, depressão e insónia (Clark-Kennedy & Cohen, 2017); melhoria da função cardiovascular e redução das citocinas inflamatórias em pacientes com insuficiência cardíaca (Oyana, Kudo, Maeda, Node, & Makino, 2013); impacto positivo no *stress*, dor nas articulações e na qualidade do sono de pessoas sub-saudáveis (Yang, Qin, Han, Lin, & Chen, 2017); alívio dos sintomas da osteoartrite (Varzaityte et al., 2019).

1.2. Turismo de saúde e bem-estar

Segundo a Organização Mundial de Turismo (OMT), “o turismo inclui as actividades de deslocamento e permanência em locais fora de seu ambiente de residência, por período inferior a um ano consecutivo, por razões de lazer, negócios ou outros propósitos” (Goeldner, Ritchie, & McIntosh, 2002, p. 24). No entanto, existem muitas outras definições que foram surgindo ao longo do tempo e variando de autor para autor. Tal deve-se, na opinião de Quinteiro e Baleiro (2017), à ausência “de um campo teórico bem definido” e ao interesse de “múltiplas áreas científicas, como sejam a economia, a gestão, a geografia, a antropologia, a sociologia, a psicologia, o direito, o planeamento, o ordenamento territorial e o marketing, entre outros” (pp. 13-14).

(...) estes factos em nada minorizam o turismo, conceito que atualmente designa:

¹⁵ A sigla *spa* significa saúde pela água (do latim *sana per aquam* ou *solus per aqua*). Segundo Medeiros e Cavaco (2008) consiste na “utilização de água mineral, termal ou do mar, corrente, fria ou aquecida, combinada com diversos tipos de óleos essenciais, algas e sais minerais, para efeitos de saúde, beleza e bem-estar” (pp. 17-18).

- (i) um fenómeno humano que pressupõe a deslocação voluntária e temporária de pessoas para locais diferentes dos seus locais habituais de residência, motivada pelo desejo de práticas de lazer;
- (ii) um sistema complexo de relações entre pessoas (as que visitam e as que são visitadas);
- (iii) uma movimentação entre pontos geográficos instigada pela curiosidade ou pela necessidade de viajar para fora dos locais habituais de residência;
- (iv) uma atividade económica ou uma indústria com um enorme impacto na vida de muitas cidades, regiões e países e que emprega cerca de 100 milhões de pessoas em todo o mundo. (Quinteiro & Baleiro, 2017, p. 14)

Salienta-se a importância da motivação como sendo o que define e caracteriza o turismo e, daqui surgindo os diversos tipos de turismo ou modalidades, consoante as motivações dos seus praticantes, como por exemplo, os que se deslocam para conhecer as artes e o entretenimento cultural de um determinado lugar praticam o turismo cultural, os que viajam para observar a natureza praticam turismo de natureza ou ecoturismo, e, os que se deslocam por razões de saúde, para locais propícios à melhoria do seu estado de saúde, praticam turismo de saúde (Cunha, 2006; Ramos, 2005).

Em tempos era impensável chamar turista àquele que se desloca por motivos relacionados com a saúde. Para tal, existiam conceitos próprios “bem estabelecidos” tais como “termalismo, talassoterapia e climatismo” que identificavam cada “conjunto complexo de equipamentos e serviços de diferente natureza localizado num espaço delimitado” (Cunha, 2006, p. 213). Contudo, uma pessoa que se desloca a uma qualquer estância termal é um turista que usufrui e consome bens e serviços turísticos colocados à sua disposição (Cunha, 2006; Ramos, 2005).

Um “turista de saúde” poderá associar aos inúmeros tratamentos de cura ou prevenção, inúmeras actividades, que se incluirão nos tempos livres destinados a completar todo o processo de reconstituição física e psíquica, não deixando por tal razão de se considerar um termalista, porque frequentador e utilizador dos estabelecimentos termais, mas devendo igualmente ser considerado um turista porque consome cultura, gastronomia, actividades desportivas, entre outras. (Ramos, 2005, p. 11)

Esta nova realidade está relacionada com a evolução, ao longo do tempo, de diversos conceitos, nomeadamente os de saúde, termalismo e turismo. O conceito de saúde começou por ser tão-somente a ausência de doença até que, nos nossos dias, é o “estado completo de bem-estar físico, mental e social, e não apenas a ausência de doença”¹⁶. E o conceito de termalismo passou a englobar a prevenção e o bem-estar, além da vertente curativa à qual sempre esteve associado.

Deixou de ser considerado exclusivamente como um “produto de saúde” para passar a ser considerado também como um “produto turístico” capaz de corresponder às motivações

¹⁶ Tradução a partir da definição de saúde da *World Health Organization*.

mais energéticas dos turistas e atrair não só os que buscam nas termas efeitos benéficos para a sua saúde mas também aqueles que nelas encontram, o repouso, a calma, a descontração e a evasão ou o divertimento e as actividades desportivas, em que, uns e outros, conflituem. (Cunha, 2003, p. 158)

Ainda na opinião deste autor (Cunha, 2003), o termalismo é uma prática antiga que, “com o aparecimento de outros destinos turísticos, com o desenvolvimento de novos fármacos e o alargamento das motivações turísticas entrou em declínio”, contudo soube adaptar ao mercado “os seus valores perduráveis (água, ambiente, natureza, tradições)”, rejuvenescendo e diversificando a sua oferta, iniciando-se assim, um novo conceito denominado de turismo de saúde (p. 132).

O conceito de turismo de saúde é mais lato que o conceito de termalismo, pois ultrapassou a questão meramente curativa do termalismo dito clássico, rompeu as fronteiras das estâncias termais e passou a integrar as “dimensões: sanitárias, ambientais, culturais, sociais e turísticas”, dando origem a uma renovação a nível mundial e abrindo “uma nova perspectiva de desenvolvimento turístico com base no termalismo [...] Por ter a saúde como motivação principal e o acto médico como fundamento, não se confunde com o turismo de lazer que se baseia fundamentalmente nos aspectos recreativos e lúdicos” (Cunha, 2003, pp. 132, 157-158).

A noção de Turismo de Saúde surge pois como uma realidade adaptada às condições e exigências das rotinas dos cidadãos, aos ritmos desenfreados, e às exigências de adaptação cada vez mais solicitadas aos mesmos onde, quer as estâncias termais, quer os spas de diferentes tipologias, surgem como formas propiciadoras de bem-estar e dum lazer cada vez mais condicionador do desenvolvimento societal. (Ramos, 2005, p. 16)

Cunha (2003) incluiu “o termalismo, a talassoterapia, o climatismo e a recuperação física” no conceito de turismo de saúde (p. 160). Por seu turno, os autores Medeiros e Cavaco (2008) acrescentaram os spas e “a utilização das propriedades da água com finalidade lúdica e reflexos na saúde e bem-estar” (pp. 17-18).

A terminologia varia consoante o autor e a fonte, existindo muitas diferenças na nomenclatura relacionada com os tratamentos com água (termal ou não), algumas vezes, meramente linguísticas devido ao idioma de cada país. A título exemplificativo, podemos referir que o equivalente às “termas” portuguesas são os “spa” ingleses ou os “balnearios” espanhóis (Quintela, 2004) ou, citar um excerto de Eyzaguirre (2008) no qual a problemática é abordada: “La **Cura Balnearia**, **Crenoterapia** de los franceses, **Balneoterapia** de los alemanes o **Balneología** de los norteamericanos, se ocupa, por tanto, del estudio de las aguas minero-medicinales y de su posible utilización terapéutica y/o preventiva” (p. 36)¹⁷.

¹⁷ Segundo Ramos (2008) “a *balneoterapia* corresponde à utilização de água – não obrigatoriamente termal, mineral ou água do mar – para fins terapêuticos. A *balneoterapia* medicinal é aplicada exclusivamente em estruturas específicas de cuidados específicos, tais como: hospitais, clínicas, gabinetes médicos e de *cinesoterapia*. É igualmente muito utilizada em estabelecimentos termais onde a água termal constitui uma mais valia para os seus efeitos variados. A *balneoterapia* não medicinal pratica-se, presentemente, numa grande variedade de instalações (centros de reabilitação/recuperação, spas em unidades hoteleiras, ginásios, etc.) evidenciando-se muito aconselhada a programas de *relaxamento e bem-estar geral*” (p. 12).

De volta ao turismo de saúde. Mourão (1992) distinguiu “duas modalidades de Turismo de Saúde: o transitório e o medicinal”, sendo que a primeira reúne aqueles que são turistas de passagem ou de curta estada e que vão “às termas para experimentar”, enquanto a segunda reúne “o autêntico Turismo de Saúde [...] aquistas em cura hidromineral” (p. 676). Já Cunha (2006) definiu “dois segmentos fundamentais: aqueles que se deslocam por razões primordialmente médicas e cuja motivação dominante é a cura ou recuperação e aqueles que o fazem por razões de prevenção, bem-estar ou recuperação de forma” aos quais acrescentou “um terceiro constituído por pessoas que não desejando ter acesso a qualquer forma de cuidados particulares elegem os destinos ou estâncias de saúde (*health resorts*) para disfrutar das condições ambientais existentes por motivo de repouso, evasão, ou de contacto com a natureza ou outra” (pp. 217-218). Por sua vez, McKinsey e Company (2010) definiram turismo de saúde “como la exportación de servicios de salud enfocado en 4 áreas específicas: medicina curativa, preventiva, estética y de bienestar” (como citado em Maldonado-Erazo, Álvarez-García, Del Río-Rama, & Durán-Sánchez, 2017, p. 91).

O conceito de turismo de saúde emergiu da comunidade académica internacional para referir o ato de viajar para outros países em busca de tratamentos médicos mais baratos ou para evitar listas de espera no país de origem (Stojanović, Stojanović, & Randelović, 2010, como citados em Padilla-Meléndez & Del-Águila-Obra, 2016, p. 87).

Apesar dos estudos sobre turismo de saúde publicados, continuam a existir muitos conceitos semelhantes e mistos, o que, na opinião de Padilla-Meléndez e Del-Águila-Obra (2016), se deve à frequente análise individual dos diferentes aspetos deste tipo de turismo, principalmente o turismo médico, sem que seja fornecida uma estrutura clara e integrada para analisá-lo.

O turismo médico é o ato de viajar para fora em busca de tratamentos e cuidados (Carrera & Lunt, 2010; Singh, 2013, como citados em Padilla-Meléndez & Del-Águila-Obra, 2016) e compreende procedimentos invasivos (por exemplo, cirurgias cardíacas e cirurgias plásticas), procedimentos menos invasivos (como tratamentos dentários) e procedimentos de bem-estar (Reddy, York, & Brannon, 2010, como citados em Padilla-Meléndez & Del-Águila-Obra, 2016). O bem-estar médico é semelhante ao turismo médico e compreende a balneologia ou terapia termal (comparáveis aos *spas* mas com supervisão médica), a talassoterapia (com utilização de água do mar, algas, lama e areia), a nutrição e emagrecimento (tratamentos para perda de peso, dietas, programas de alimentação saudável, desintoxicação, tratamento de distúrbios alimentares, etc.) (Padilla-Meléndez & Del-Águila-Obra, 2016).

In the literature, health and medical tourism has been considered as a combined phenomenon with different emphases. Health tourism is ‘the organised travel outside one’s local environment for the maintenance, enhancement or restoration of an individual’s well-being in mind and body’ and medical tourism is delimited to ‘organised travel outside one’s natural health care jurisdiction for the enhancement or restoration of the individual’s health through medical intervention’ (Carrera & Bridges, 2006, p. 449). It has been suggested that sometimes the boundaries between these terms are not always clear as ‘a continuum exists from health (or wellness) tourism involving relaxation exercise and massage, to cosmetic surgery (ranging from dentistry to substantial interventions), operations (such as hip re-

placements and transplants), to reproductive procedures and even 'death tourism" ' (Connell, 2013, p. 2). Health tourism is the sum of all the relationships and phenomena resulting from travel and accommodation of tourists, whose main purpose is to preserve or promote their health (Mueller & Kaufmann, 2001). (Padilla-Meléndez & Del-Águila-Obra, 2016, p. 87)

O turismo de saúde é uma modalidade turística que, na última década do século XX, despertou o interesse dos turistas, mais preocupados em praticar um estilo de vida saudável, mas sem descurar a integração do lazer nas suas atividades (Martínez Moure, 2008; Smith & Puczkó, 2010, como citados em Maldonado-Erazo et al., 2017).

O bem-estar é entendido como a soma de todas as experiências localizadas no destino que promovem a saúde e o bem-estar, incluindo o enriquecimento holístico dos recursos físicos dos turistas, como águas minerais e outras instalações que oferecem tratamentos e experiências de bem-estar, reforçados por outros serviços relacionados, tais como hotéis, restaurantes e atividades culturais e de entretenimento (Prideaux et al., 2014, como citados em Quintela, Costa, & Correia, 2017).

O turismo de bem-estar tem a capacidade de atrair aqueles que buscam experiências de bem-estar e *lifestyle*, deste modo, potencialmente alinhando-se mais facilmente aos valores da comunidade anfitriã em comparação com outras formas de lazer e turismo (Quintela et al., 2017).

O constante encostar ao bem-estar do indivíduo fez com que alguns autores, incluindo o Turismo de Portugal, tenham renomeado a modalidade de "turismo de saúde e bem-estar". Se considerarmos o atual conceito de saúde, do qual já falamos e que em si já engloba a vertente do bem-estar, não faz sentido esta redenominação, no entanto, também pode ser visto à luz do aproximar ao equivalente inglês de *health & wellness tourism*.

Para Medeiros e Cavaco (2008) e Ramos (2008), esta procura pelo bem-estar é potenciadora do alargamento do mercado: se nas últimas décadas a procura termal foi fundamentalmente suportada por clientela nacional, agora há (uma) oportunidade de acrescentar os clientes locais, ávidos por cuidados de diferentes tipos, incluindo os de estética, e o mercado internacional.

A tarefa de modernização e promoção das novas e modernas estâncias e/ou spas termais deverá consistir, segundo Nahrstedt (2000, 2001), numa divulgação eficaz das diferentes ofertas regionais e específicas, de cada uma das estâncias termais existentes, não só, para o mercado nacional mas, também, e com cada vez maior agressividade, para mercados internacionais, procurando-se, assim, captar públicos e nichos de mercado num espaço alargado como é o espaço europeu. [...] Este é o caminho que se preconiza para o termalismo português – olhar as estâncias termais como destinos turísticos credíveis, de valor acrescentado, com futuro e projecção internacional, afirmando-se como um produto de inquestionável importância na oferta turística, face à matéria-prima de grande qualidade – a água mineral natural, ao património natural e edificado, de excelência, a uma longa tradição termal e a uma procura emergente. (Ramos, 2008, p. 16)

Também Cunha (2003) já havia defendido uma modernização da oferta termal portuguesa, para que pudesse adaptar-se às novas exigências do mercado, como requisito essencial às estâncias que pretendessem beneficiar das novas tendências, sem que, contudo, perdessem a sua vocação natural - a cura.

O Plano Estratégico Nacional de Turismo (PENT) 2006-2015 elegeu o turismo de saúde e bem-estar como um dos dez produtos turísticos com interesse estratégico para Portugal¹⁸. Nesse âmbito, um estudo realizado por THR - Asesores en Turismo Hotelaría y Recreación, S.A. para o Turismo de Portugal, IP (2006) definiu como motivação principal do turismo de saúde e bem-estar, a recuperação do bem-estar físico e psíquico, através da realização de tratamentos em centros especializados, identificando três subtipos: o turismo de saúde em que “a experiência consiste na realização de um tratamento específico para a cura de uma doença [...] representa 20% do mercado de Saúde e Bem-Estar”, o bem-estar geral em que “a experiência baseia-se na procura do equilíbrio e da harmonia mental, emocional, física e espiritual [...] representa 60% do mercado de Saúde e Bem-Estar” e o bem-estar específico em que “a experiência baseia-se na procura do bem-estar físico e psíquico através de um tratamento específico [...] representa 20% do mercado de Saúde e Bem-Estar” (p. 9).

O mesmo estudo traçou o perfil do consumidor deste tipo de turismo¹⁹ e identificou os (principais) países predispostos a viajar devido a esta motivação (Espanha, Itália, França e Alemanha) e os principais concorrentes de Portugal (Espanha e França), destacando que o “bom posicionamento de Portugal como destino de wellness figura em boa posição em mercados emissores próximos, sobretudo, em Espanha” (Turismo de Portugal, IP, 2006, p. 16).

Ainda o mesmo estudo estimava a procura primária²⁰ em três milhões de viagens e um crescimento previsto no futuro, de 5 a 10% ao ano, enquanto a procura secundária²¹ era estimada em cerca de sete milhões de viagens. Para alcançar uma “fatia” destes números, o setor teria de cumprir determinados requisitos, classificados em duas categorias: fatores básicos e fatores chave de êxito. Os primeiros “relacionam-se com a disponibilidade de uma quantidade mínima de instalações e equipamentos e uma suficiente oferta de serviços especializados”, já os segundos “desenvolvem-se a partir do cumprimento dos factores básicos e podem encontrar-se ou serem criados em toda a cadeia de valor do produto/serviço, tanto nos componentes tangíveis como nos intangíveis” (Turismo de Portugal, IP, 2006, p. 20).

Os números das termas portuguesas, divulgados pelo Turismo de Portugal em julho de 2012 e novembro de 2015, referentes à oferta e à procura termal nos anos de 2011 e 2014,

¹⁸ Os outros nove produtos turísticos eram: sol e mar, turismo de natureza, turismo náutico, *resorts* integrados e turismo residencial, turismo de negócios, golfe, gastronomia e vinhos, *touring* cultural e paisagístico, *city breaks* (Turismo de Portugal, IP, 2006).

¹⁹ Segundo o estudo, o “perfil sócio demográfico” das pessoas que praticam este tipo de turismo é: “jovens, dos 20 aos 24 anos, com níveis de rendimento médio; adultos, dos 40 aos 50 anos, com níveis de rendimento médio-alto; famílias jovens, de rendimentos médios e com filhos pequenos; seniores, dos 50 aos 60 anos, com níveis de rendimentos médio-alto” (Turismo de Portugal, IP, 2006, p. 14).

²⁰ A procura primária é “aquela para a qual esse é o principal motivo da viagem” (Turismo de Portugal, IP, 2006, p. 10).

²¹ “A procura secundária de Saúde e Bem-Estar corresponde aos turistas que viajam por outras motivações, e realizam alguma actividade de Saúde e Bem-Estar no destino” (Turismo de Portugal, IP, 2006, p. 11).

respetivamente, vão ao encontro do estudo atrás referido, apresentando redução na quota do termalismo clássico e crescimento na vertente de bem-estar (tabela 2).

Tabela 2 - Motivação da procura termal em Portugal continental nos anos de 2011 e 2014 e comparação face ao ano anterior.

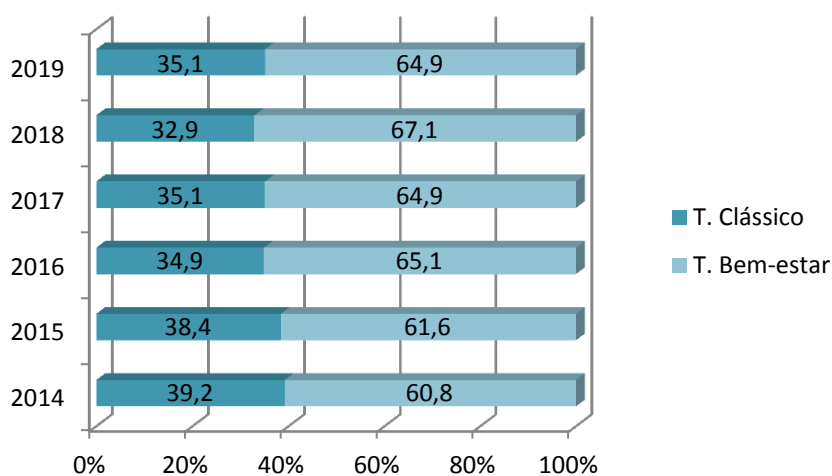
	2011		Δ 11/10		2014		Δ 14/13	
	Inscrições	Quota	%	Abs.	Inscrições	Quota	%	Abs.
T. Clássico	56.888	57,9	-9,8	-6.147	41.477	44,4	-10,6	-4.912
T. Bem-estar	41.332	42,1	36,1	10.962	51.904	55,6	8,3	3.989
Total	98.220	100,0	5,2	4.815	93.381	100,0	-1,0	923

Fonte: Adaptado de Turismo de Portugal, IP (2012; 2015).

Como se pode ver na tabela 2, quer em 2011 face a 2010, quer em 2014 face a 2013, a vertente do termalismo clássico apresenta quebras na procura de cerca de 10%. A quota de mercado desta vertente em 2014 foi de 44,4% quase metade dos 83% que detinha em 2004 (Turismo de Portugal, IP, 2015). Por outro lado, a vertente do termalismo de bem-estar apresenta a tendência contrária, registando aumento na procura, mais acentuado em 2011 do que em 2014, sendo que, em 2014, aproxima-se dos 60% de quota de mercado prevista no estudo de THR - Asesores en Turismo Hotelería y Recreación, S.A. para o Turismo de Portugal.

Os mais recentes números da frequência termal, referentes aos anos de 2014 a 2019, divulgados pela Direção-Geral de Energia e Geologia (DGEG), entidade a quem o Instituto Nacional de Estatística (INE) delegou esta competência, mostram uma certa estabilidade na quota de mercado das duas vertentes do termalismo (clássico *versus* bem-estar) ao longo dos anos (gráfico 1).

Gráfico 1 - Distribuição da procura termal em Portugal nos anos de 2014 a 2019.



Fonte: Adaptado de DGEG, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015.

Como se pode ver no gráfico 1, entre 2014 e 2019, a quota de mercado do turismo clássico oscilou entre os 39,2% em 2014 e os 35,1% em 2019, por seu turno, a quota de mercado do turismo de bem-estar oscilou entre os 60,8% em 2014 e os 64,9% em 2019.

Em setembro de 2017, o Turismo de Portugal, IP anunciou a estratégia que iria seguir até 2027, identificando dez ativos estratégicos, sendo um deles o bem-estar, que “combina vida saudável, saúde, bem-estar, mindfulness e atividades desportivas e de natureza. Abrange ainda realização de tratamentos de saúde e bem-estar efetuados em termas e em centros especializados” (Turismo de Portugal, IP, 2017, p. 49).

A 29 de dezembro de 2017 é publicado em Diário da República, o Orçamento de Estado para o ano de 2018, cujo artigo 190.º “estabelece o regime de reembolso, mediante prescrição médica, das despesas com cuidados de saúde prestados nas termas” (Lei n.º 114/2017 de 29 de dezembro, p. 6809). Este artigo vem repor um financiamento que havia sido suspenso em 2011 (Portaria n.º 337-C/2018 de 31 de dezembro) e que, mais tarde, dá origem à Portaria n.º 337-C/2018 de 31 de dezembro, que “estabelece o regime de comparticipação do Estado no preço dos tratamentos termais prescritos nos Cuidados de Saúde Primários do Serviço Nacional de Saúde”, no âmbito de “um projeto-piloto, com a duração máxima de um ano válido durante o ano de 2019”, e que se baseia no potencial dos tratamentos termais no “tratamento e prevenção de patologias crónicas, bem como para uma eventual redução da despesa em meios complementares de diagnóstico e terapêutica (MCDT) e em medicamentos, para além da diminuição do absentismo laboral, aumento da produtividade e melhoria da qualidade de vida” (p. 6368-(54)).

Aguardava-se com expectativa a publicação da estatística termal de 2019, pela DGEG, para se aferir se a comparticipação do Estado havia impactado (ou não) a frequência termal, tal como afirmou o Presidente da Associação da Termas de Portugal, Victor Leal, em entrevista à Vida Extra Expresso, em janeiro de 2020, onde estimou um crescimento de cerca de 15% no termalismo clássico. Infelizmente, olhando os números tal como apresentados, constata-se que o termalismo clássico ficou longe de alcançar esse objetivo.

Capítulo 2 – Análise financeira: quadro conceptual

Neste capítulo, iremos abordar alguns aspetos da análise financeira de uma empresa. Por se tratar duma temática vasta, iremos fazer um esforço para nos mantermos sucintos e focados apenas nos aspetos de maior relevância para o presente trabalho.

Começamos por uma pequena introdução à análise financeira, seguindo-se um ponto sobre o método dos rácios, uma das técnicas de análise financeira.

Passamos depois às três vertentes da análise financeira: equilíbrio financeiro (de curto prazo e de médio e longo prazo), rentabilidade e risco empresarial (risco económico ou operacional, risco financeiro e risco global), onde iremos apresentar [alguns] rácios financeiros que facilitam o conhecimento das três vertentes e consequentemente da(s) empresa(s) em estudo. Dentro do subponto da rentabilidade, apresentamos os modelos multiplicativo e aditivo da rentabilidade do capital próprio, criados a partir da análise DuPont.

2.1. Análise financeira

O objetivo mais importante de uma empresa é a “maximização do seu valor, a fim de criar riqueza para os seus acionistas ou sócios” (Fernandes, Peguinho, Vieira, & Neiva, 2019, p. 25). Este objetivo é seguido pela função financeira da empresa que engloba as vertentes da gestão financeira – que procura as melhores formas para financiar e maximizar a rentabilidade da empresa – e da análise financeira – que recolhe, trata e estuda as informações económico-financeiras da empresa para sustentarem a tomada de decisões (Fernandes et al., 2019).

Segundo Costa (2017) “a análise financeira consiste num conjunto de técnicas que tem como objetivo interpretar a informação económico-financeira da empresa de forma a simplificar a tomada de decisões por parte dos gestores financeiros” (p. 31), e tem como objetivo “contribuir para a compreensão de cada elemento do ciclo de criação de valor e das relações entre os seus elementos” (Neves, 2012, p. 43).

O foco da análise financeira é avaliar a capacidade da empresa em obter um retorno sobre o capital que seja pelo menos igual ao custo desse capital e capaz de gerar fluxo de caixa suficiente para cumprir as obrigações e aproveitar as oportunidades de investimento. (Queirós, Mota, Silva, Pereira, & Resende, 2020, p. 14)

Para Martins (2004), existem determinados aspetos a considerar previamente a uma análise financeira, nomeadamente: a finalidade da análise; a perspetiva do analista; a qualidade/fiabilidade da informação; a dimensão da empresa, sua forma jurídica e obrigatoriedade da publicação de informação financeira; e a informação extra contabilística.

A análise financeira preocupa-se com:

- **equilíbrio** (de curto prazo) e **sustentabilidade** (no médio e longo prazo) bem como os respetivos condicionantes;

- **rendibilidade** dos capitais totais investidos (origens de fundos totais), dos capitais próprios, **criação de valor**;
- **articulação** e dependência entre **risco, rendibilidade e sustentabilidade**. (Breia, Mata, & Pereira, 2014, p. 17)

Na análise financeira é preciso considerar três aspetos que afetam os indicadores económico-financeiros da empresa: o equilíbrio financeiro que tem a ver com a capacidade da empresa em gerar lucro e cumprir com as suas obrigações financeiras no curto, médio e longo prazo; a rendibilidade de capitais que tem a ver com a forma como a empresa gera resultados; e o risco que se prende com a análise à incerteza de acontecimentos futuros e o impacto destes na empresa (Fernandes et al., 2019).

Segundo Fernandes et al. (2019), a análise financeira permite: conhecer a evolução da situação financeira e de rendibilidade da empresa, conhecer tendências futuras de evolução, facilitar informações para a gestão e aconselhar medidas corretivas.

A informação económico-financeira não é apenas útil a gestores, acionistas e sócios de uma empresa mas também, embora sob perspetivas diferentes, aos seus clientes, fornecedores, trabalhadores, administração fiscal, entre outros *stakeholders*²² (Fernandes et al., 2019).

2.2. Métodos e técnicas de análise financeira: o método dos rácios

Existem diversos “métodos e técnicas de diferentes naturezas e níveis de complexidade, e que podem ser utilizados de forma isolada ou, preferencialmente, conjugada” na análise financeira das empresas, no entanto, no âmbito deste trabalho, iremos limitar-nos à técnica mais popular que revela dados através do estabelecimento de “relações entre diversas contas e grandezas económico-financeiras”: o método dos rácios (Fernandes et al., 2019, p. 69).

Para Queirós et al. (2020), “um rácio é um valor que resulta da divisão de dois ou mais valores”, que se vão buscar às demonstrações financeiras, em particular balanço e demonstração de resultados, permitindo a “comparação de várias empresas de um mesmo setor” (análise estática) ou “comparação de rácios de uma empresa ao longo do tempo” (análise dinâmica) (p. 67).

Este método proporciona “informação relevante e complementar àquela que resulta da simples leitura dos valores absolutos constantes das demonstrações financeiras das empresas” com “significado económico” (Fernandes et al., 2019, p. 69).

Segundo Breia et al. (2014), “os rácios permitem: resumir e sistematizar informação financeira; articular a leitura de várias grandezas (gastos financeiros/passivo, resultados/vendas, resultados/ativos, ativos circulantes/passivos circulantes, etc.); comparar o desempenho económico e financeiro (em termos históricos ou setoriais)” (p.62).

²² Para Fernandes et al. (2019), este termo “designa uma pessoa, grupo ou entidade com legítimos interesses no desempenho de uma empresa, e cujas decisões e atuações podem afetar, direta ou indiretamente, essa mesma empresa”, tais como “funcionários, gestores, proprietários (acionistas ou sócios), fornecedores, clientes, credores, Estado, sindicatos e diversas outras pessoas ou entidades que se relacionam com a empresa, e nesta possuem interesses de diversa natureza” (p. 30).

Existem muitos rácios fruto das inúmeras relações que se podem estabelecer entre grandezas. Na opinião de Fernandes et al. (2019) e de Neves (2007; 2012), a seleção dos rácios a usar numa análise depende dos objetivos que se pretendem atingir, das características próprias da empresa em estudo, na procura por informação coerente e não redundante e do gosto e experiência do analista.

Consoante o autor, os rácios são categorizados de diferente forma (Breia et al., 2014). Brealey, Myers e Allen (2011) agrupam os rácios em: de liquidez, de endividamento, de rentabilidade/eficiência, de funcionamento, de valor de mercado (como citados em Breia et al., 2014, p. 63). Os autores Queirós et al. (2020) organizam os rácios consoante o comportamento da empresa nos domínios de atividade, rentabilidade, funcionamento, endividamento, cobertura, liquidez e tesouraria. Por seu turno, Fernandes et al. (2019) classificam os rácios em função da informação obtida: financeiros, económicos, económico-financeiros, de atividade ou de funcionamento, técnicos, e de desempenho bolsista.

O recurso ao método dos rácios tem vantagens: são funcionais, resumem dados das demonstrações financeiras, facilitam a comparação de vários indicadores e permitem comparações, mas também tem limitações: diferentes critérios usados na criação de um mesmo rácio, sensibilidade à sazonalidade e aos métodos contabilísticos usados, carecem de padrões de comparação, etc. (Fernandes et al., 2019; Nabais & Nabais, 2011). Não obstante, os rácios são fundamentais na análise económico-financeira de uma organização (Fernandes et al., 2019).

2.3. Vertentes da análise financeira

Na procura de informação para a tomada de decisão, a análise financeira estuda três importantes vertentes que iremos abordar detalhadamente de seguida (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019).

2.3.1. Equilíbrio financeiro

Para Breia et al. (2014), o equilíbrio financeiro é um conceito “simples e instintivo” onde “as aplicações totais de fundos são iguais às origens totais de fundos” (p. 72). No balanço funcional, as aplicações (“o património da organização”) aparecem descritas à esquerda e, à direita, as origens (“as fontes de financiamento desse património”) (Queirós et al., 2020, p. 35).

O **equilíbrio financeiro**, numa perspetiva lata, consiste na harmonização entre as diferentes massas patrimoniais do Balanço que, no geral, decorre de uma concordância entre os diferentes horizontes temporais das origens e das aplicações financeiras e que, no limite, dá às empresas a capacidade de solver os seus compromissos de curto e de médio e longo prazo. (Fernandes et al., 2019, p. 85)

Por outras palavras, os compromissos no curto prazo devem ser financiados pelas aplicações de curto prazo (ativos correntes), enquanto o capital permanente deve financiar os ativos não correntes (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019).

Existem diversos indicadores para analisar o equilíbrio financeiro de uma empresa, nomeadamente, fundo de maneio, necessidades de fundo de maneio e tesouraria líquida, entre outros rácios de equilíbrio e diagnóstico (Breia et al., 2014; Queirós et al., 2020). Essa análise deve ser desenvolvida em duas perspetivas temporais: a de curto prazo e a de médio e longo prazo (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Queirós et al., 2020).

2.3.1.1. Equilíbrio financeiro de curto prazo

O equilíbrio financeiro de curto prazo tem a ver com a capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações financeiras exigíveis no curto prazo, por meio da liquidação de ativos correntes, o que vai ao encontro do conceito de liquidez (Breia et al., 2014; Cunha, 2013; Fernandes et al., 2019; Saias, Carvalho, & Amaral, 2006).

O conceito de liquidez está relacionado com a capacidade de um determinado ativo ser transformado em meios líquidos. Assim, um ativo será tanto mais líquido quanto mais rápido e com menos custos ocorrer esta transformação, libertando meios para suprir compromissos. (Fernandes et al., 2019, p. 111)

“A capacidade da empresa satisfazer compromissos exigíveis no curto prazo” pode ser avaliada pelos rácios de liquidez (Breia et al., 2014, p. 87).

Os rácios de liquidez comparam o grau de liquidez dos activos e o nível de exigibilidade das dívidas, pois no acto de concessão do crédito o credor deve olhar para estes indicadores para aferir sobre a capacidade do devedor honrar os seus compromissos de curto prazo. (Lopes, Malaquias, Oliveira, Pires, & Claro, 2019, p. 395)

Existem três rácios de liquidez mais comumente utilizados:

- i) **Liquidez geral (LG)** – este rácio compara “os recursos que deverão ser gerados no curto prazo” (ativo corrente) com “os pagamentos a efectuar nos próximos meses” (passivo corrente) (Saias et al., 2006, p. 514). São considerados aceitáveis os resultados entre 1,3 e 1,5 (Fernandes et al., 2019). Sabendo que o fundo de maneio está intimamente relacionado com a liquidez geral, há a considerar o seguinte: se o resultado da equação for superior a 1, então o fundo de maneio é superior a 0 e a empresa tem meios suficientes para fazer face aos seus compromissos de curto prazo; se LG for inferior a 1, então o valor do fundo de maneio é inferior a 0, significando que a empresa não tem ativos suficientes para cumprir as suas obrigações; se LG for igual a 1, o fundo de maneio é igual a 0, revelando a existência de equilíbrio financeiro de curto prazo (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019). Para Neves (2007; 2012), esta análise está incorreta porque se baseia em falsas premissas, pois não considera a

continuidade da empresa, princípio em que assenta a construção do balanço. “Assim, a maior parte dos analistas financeiros são hoje unânimes em reconhecer que o nível do fundo de maneio adequado está dependente de diversas condições e variáveis, entre as quais se distinguem a natureza e o volume de atividade” (Neves, 2012, p. 252).

$$\text{Liquidez geral} = \frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$$

- ii) **Liquidez reduzida (LR)** – como os inventários representam uma conta com menor grau de liquidez, porque a sua conversão imediata em dinheiro pode não ser exequível, o rácio de liquidez reduzida retira do numerador o saldo dessa conta (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Neves, 2007, 2012; Saias et al., 2006). Desta forma “procura avaliar-se o grau de dependência das existências (por comparação com a liquidez geral) para liquidar o passivo exigível a curto prazo” (Breia et al., 2014, p. 88). “Tendencialmente são aceitáveis valores para a LR entre 0,9 e 1,1” (Fernandes et al., 2019, p. 113).

$$\text{Liquidez reduzida} = \frac{\text{Ativo corrente} - \text{Inventários}}{\text{Passivo corrente}}$$

- iii) **Liquidez imediata (LI)** – seguindo a lógica do rácio anterior, ao ativo corrente é ainda retirado o saldo da conta de clientes (por também poder apresentar dificuldades na conversão imediata em dinheiro), ficando desta forma, no numerador, apenas os meios financeiros líquidos para fazer face ao passivo corrente (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Saias et al., 2006). Segundo Fernandes et al. (2019), “dadas as especificidades de cada empresa, não é possível definir valores de referência que possam ser considerados como ideais” (p. 113).

$$\text{Liquidez imediata} = \frac{\text{Meios financeiros líquidos}}{\text{Passivo corrente}}$$

O equilíbrio financeiro também está relacionado com a “capacidade da empresa em gerir eficientemente os seus ativos” (Fernandes et al., 2019, p. 105), o que pode ser medido através dos rácios de funcionamento (da Silva & Ferreira, 2018; Queirós et al., 2020), também chamados de rácios de funcionamento e eficiência (Breia et al., 2014) ou rácios e indicadores de atividade (Fernandes et al., 2019; Nabais & Nabais, 2011). Independentemente da forma como são chamados, estes rácios explicam o funcionamento da empresa (Breia et al., 2014; da Silva & Ferreira, 2018; Queirós et al., 2020) e, devem ser usados valores médios sempre que se verifiquem oscilações, por exemplo, devidos à sazonalidade (Breia et al., 2014; da Silva & Ferreira, 2018; Neves, 2007, 2012).

Iremos, de seguida, apresentar três rácios de atividade de curto prazo (Fernandes et al., 2019):

- i) **Rotação dos inventários** – este rácio mede a eficiência da gestão dos inventários (Breia et al., 2014; da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Neves, 2007, 2012). Um resultado elevado indicia uma gestão eficiente mas também pode significar

ruturas frequentes nos inventários (da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Neves, 2007, 2012). Segundo Breia et al. (2014), a maioria dos autores usa a primeira equação abaixo, no entanto, outros, “por uma questão de comparabilidade (as existências estão refletidas ao custo) utilizam, neste caso específico, uma fórmula alternativa” apresentada em segundo lugar (p. 98).

$$\text{Rotação dos inventários} = \frac{\text{Volume de negócios}}{\text{Inventários}}$$

$$\text{Rotação dos inventários} = \frac{\text{Custo da produção vendida}}{\text{Inventários}}$$

- ii) **Prazo médio de recebimento (PMR)** – mede, em dias, “a celeridade com que se recebe dos clientes” (Neves, 2012, p. 329), expondo a eficiência (valor baixo) ou ineficiência (valor elevado) da empresa no que toca à cobrança das suas dívidas (Breia et al., 2014; da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Neves, 2012; Queirós et al., 2020). “Um PMR elevado é financeiramente desaconselhável na medida em que pode implicar problemas de tesouraria, indiciando um fraco poder negocial da empresa, ou ineficiência do seu departamento de cobranças (no caso do PMR verificado ser superior ao negociado)” (Fernandes et al, 2019, p. 108).

$$\text{Prazo médio de recebimento} = \frac{\text{Clientes}}{\text{Volume de negócios} \times (1 + \text{Taxa IVA})} \times 365$$

- iii) **Prazo médio de pagamento (PMP)** – mede, em dias, “a celeridade com que a empresa costuma pagar as suas dívidas aos fornecedores” (Neves, 2012, p. 330), expondo a falta de poder negocial da empresa face aos seus fornecedores (valor baixo) ou dificuldades da empresa em satisfazer as suas obrigações (valor elevado) (Breia et al., 2014; da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Neves, 2012; Queirós et al., 2020).

$$\text{Prazo médio de pagamento} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras} \times (1 + \text{Taxa IVA})} \times 365$$

2.3.1.2. Equilíbrio financeiro de médio e longo prazo

Para Martins (2004) “o equilíbrio financeiro de médio e longo prazo averigua o grau de solidez patrimonial das empresas para períodos longos” (p. 102).

Nesta análise é comum a utilização de rácios de estrutura de capital e de solvabilidade, nos quais são comparadas as rubricas de ativo, passivo e capital próprio, permitindo não só avaliar a capacidade da empresa fazer face aos seus compromissos de médio e longo prazo mas também, conhecer a composição do seu financiamento (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Sias et al., 2006).

- i) **Rácio de autonomia financeira (RAF)** – é um dos rácios mais usados na avaliação do risco de um *stakeholder* dar crédito à empresa, cujo resultado varia entre zero e um, quanto maior o resultado, maior o peso do capital próprio e maior a sua autonomia financeira (Fernandes et al., 2019; Martins, 2004; Queirós et al., 2020).

$$\text{Autonomia financeira} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Ativo}}$$

- ii) **Rácio de endividamento (R_{ENDIV})** – este rácio é complementar ao anterior e determina o grau de dependência da empresa face ao capital alheio (Fernandes et al., 2019; Martins, 2004). A sustentabilidade dos gastos financeiros pode ser comprometida se o capital alheio tiver demasiado peso no financiamento da empresa (Fernandes et al., 2019). “Não descurando as características específicas de cada empresa, consideram-se aceitáveis situações em que o valor do rácio de endividamento se situa entre 50% e 66%” (Fernandes et al., 2019, p. 118).

$$\text{Rácio de endividamento} = \frac{\text{Passivo}}{\text{Capital total}}^{23}$$

- iii) **Rácio de estrutura do endividamento (REE)** – este rácio permite distribuir temporalmente o capital alheio da empresa, revelando se o seu endividamento é maior no curto prazo ou no médio e longo prazo (Fernandes et al., 2019; Martins, 2004). Quanto maior o resultado deste rácio maior a dívida de curto prazo e, conseqüentemente, a pressão exercida sobre a tesouraria, dado que a maioria dos compromissos se vencem a prazos inferiores a um ano (Fernandes et al., 2019).

$$\text{Rácio de estrutura do endividamento} = \frac{\text{Passivo corrente}}{\text{Passivo}}$$

- iv) **Rácio de solvabilidade (RS)** – este rácio é usado na avaliação de risco dos credores da empresa e serve para medir a capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações com recurso ao capital próprio (Fernandes et al., 2019; Martins, 2004; Queirós et al., 2020). Se o resultado da equação for igual ou superior a 1 então a empresa tem meios suficientes para fazer face aos seus compromissos de médio e longo prazo; se o resultado for inferior a 1 revela a existência de risco mas só será alarmante se o valor for inferior a 0,5, o que significa que a autonomia financeira da empresa é inferior a 33% (Fernandes et al., 2019).

$$\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital próprio}}{\text{Passivo}}$$

- v) **Rotação do ativo** – este rácio de atividade de médio e longo prazo (Fernandes et al., 2019) “mostra o grau de eficiência na utilização do ativo, no que diz respeito às vendas” (da Silva & Ferreira, 2018, p. 137). A capacidade produtiva da empresa será tanto maior quanto o seu valor (Breia et al., 2014; Neves, 2007, 2012; da Silva & Ferreira, 2018), e

²³ Capita total = Capital próprio + Passivo

o inverso apontará para uma subutilização de recursos (Neves, 2007, 2012; da Silva & Ferreira, 2018).

$$\text{Rotação do ativo} = \frac{\text{Volume de negócios}}{\text{Ativo}}$$

À semelhança de outros rácios, existem outras análises possíveis mediante a alteração do denominador em função do que se pretenda analisar (Breia et al., 2014; Queirós et al., 2020), por exemplo, rotação do capital investido substituindo na equação acima o ativo por capital investido (Neves, 2012).

2.3.2. Rendibilidade

Segundo Fernandes et al. (2019), “a rendibilidade consiste na capacidade das empresas gerarem lucros, ou seja, na sua aptidão para obterem rendimentos superiores aos gastos”, o que normalmente é conseguido “através de uma eficiente gestão dos recursos disponíveis (financeiros, materiais e humanos)” (p. 203). Tal poderá ser o motivo pelo qual este é um dos temas mais estudados na análise financeira de empresas (Martins, 2004).

Os rácios de rendibilidade permitem o estudo da rendibilidade de uma empresa, por via do estabelecimento de equações entre os resultados, colocados no numerador, e os meios para obter esses resultados (vendas, ativo, capital próprio), colocados no denominador (Saias et al., 2006), revelando “a eficiência com que a empresa utiliza os capitais à sua disposição e a sua capacidade em gerar resultados” (Breia et al., 2014, p. 73). Quanto maior o resultado da equação, melhor será a situação da empresa (Saias et al., 2006), no entanto, “por muito elevados que sejam os capitais próprios de uma empresa, ela só será sustentável se for capaz de gerar resultados que permitam remunerar o capital investido e liquidar o passivo” (Breia et al., 2014, p. 102).

A rendibilidade pode ser vista em perspetivas distintas, embora inter-relacionadas:

- Perspetiva operacional – relação entre os resultados e o volume de negócios;
- Perspetiva estratégica – relação entre os resultados e o investimento. (Fernandes et al., 2019, p. 203)

Eis alguns dos rácios de rendibilidade:

- i) **Rendibilidade operacional das vendas (ROV)** – relaciona o resultado operacional (antes de gastos de financiamentos e impostos) com o volume de negócios (Fernandes et al., 2019; Saias et al., 2006) e “permite avaliar a **capacidade de absorção de gastos financeiros**” (Breia et al., 2014, p. 139). A propensão da empresa gerar resultados será tanto maior quanto maior for o valor do indicador (Fernandes et al., 2019).

$$\text{Rendibilidade operacional das vendas} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Volume de negócios}} \times 100$$

- ii) **Rendibilidade líquida das vendas (RLV)** – este rácio “avalia o retorno em termos de resultado líquido do volume de negócios realizado” e “pode ser interpretado como o ganho obtido em termos líquidos, por cada unidade monetária vendida” (Fernandes et al., 2019, p. 204). À semelhança do rácio anterior, quanto maior o seu valor, maior a propensão da empresa gerar resultados (Fernandes et al., 2019).

$$\text{Rendibilidade líquida das vendas} = \frac{\text{Resultado líquido do período}}{\text{Vendas}} \times 100$$

- iii) **Rendibilidade operacional do ativo (ROA)** – este rácio reverte a rendibilidade dos capitais próprios e alheios e, como tal, quanto maior o seu valor, maior o retorno (Fernandes et al., 2019; Queirós et al., 2020).

$$\text{Rendibilidade operacional do ativo} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Ativo}} \times 100$$

- iv) **Rendibilidade dos capitais próprios (R_{CP})** – este rácio reverte a rentabilidade dos capitais próprios, ou seja, o retorno do investimento de acionistas e investidores (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Queirós et al., 2020).

$$\text{Rendibilidade dos capitais próprios} = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capital próprio}} \times 100$$

2.3.2.1. Análise DuPont

A análise DuPont, criada na década de 1930, tem como objetivo organizar de forma consistente a informação a fim de permitir a sua interpretação, decompondo sucessivamente, em vários rácios, a rentabilidade dos capitais próprios, ou seja, a remuneração dos acionistas (Burja & Marginean, 2014; Fernandes et al., 2019; Kasilingam & Jayabal, 2012; Neves, 2012; Saias et al., 2006; Van Voorhis, 1981). Essa decomposição permite ao analista conhecer os efeitos das vertentes de investimento (capacidade do negócio em gerar rendimento), de financiamento (o impacto do financiamento nos resultados) e fiscal (o peso dos impostos nos resultados) da empresa e determinar como estes afetam a empresa (Breia, Mata, & Pereira, 2014; Fernandes et al., 2019; Nabais & Nabais, 2011; Saias, Carvalho, & Amaral, 2006).

Para Van Voorhis (1981), o modelo DuPont ajuda os gestores a verem as interações entre as variáveis importantes, particularmente em termos de uma cadeia de causa-efeito, ajudando a pôr em perspetiva as várias ações possíveis (tais como, ligeiro aumento do preço de venda e/ou tentar reduzir os custos), podendo dividir a análise em duas componentes chave: o fluxo de rendimentos e o fluxo de investimento.

The essence of the approach is that the manager can look at very concise operating/financial data to see how things are going. And if improvements are needed, attention can be concentrated in the most productive areas rather than proceeding through a

list of complicated financial ratios, cost-volume-profit charts, and the like. (Van Voorhis, 1981, p. 46)

Na opinião de Kasilingam e Jayabal (2012), o modelo DuPont é um bom ponto de partida na análise financeira porque mede a rentabilidade dos capitais próprios, que no fundo é a razão de ser da existência do negócio – a criação de riqueza para o(s) seu(s) proprietário(s) – sendo por esta razão que a rentabilidade dos capitais próprios é um dos indicadores-chave mais importantes (Kasilingam & Jayabal, 2012). “While the DuPont analysis is not an adequate replacement for detailed financial analysis, it provides an excellent snapshot and starting point” (Kasilingam & Jayabal, 2012, p. 55).

Para Burja e Mărginean (2014), o modelo DuPont é uma ferramenta muito útil na literatura e prática especializada que se realiza por meio da decomposição da taxa de retorno da rentabilidade dos capitais próprios de acordo com outras taxas de retorno, tais como, rentabilidade das vendas, rentabilidade operacional do ativo e multiplicador de capital próprio.

DuPont is a mathematical model represented as a factorial analysis of profitability from the financial return on equity, ROE. Decomposing ROE in factors is one way by which the influences of each model rate on financial performance for the analyzed company can be highlighted. (Burja & Mărginean, 2014, p. 214)

Segundo Burja e Mărginean (2014), o modelo DuPont tem na sua base o cálculo da rentabilidade dos capitais próprios e ao desenvolver-se em fases permite que se identifiquem os fatores que a influenciam positiva ou negativamente a rentabilidade dos capitais próprios. Na opinião destes autores (Burja & Mărginean, 2014), a análise DuPont pode ser aplicada a empresas de todas as dimensões.

Na opinião de Neves (2012), cabe ao analista optar entre os dois modelos que estudam a rentabilidade dos capitais próprios já que “as conclusões que tiram deles são exatamente iguais” (p. 379).

2.3.2.1.1. Modelo multiplicativo da rentabilidade do capital próprio

É designado por multiplicativo porque para obter a rentabilidade do capital próprio é necessário multiplicar a rentabilidade dos capitais investidos pelo índice de alavanca financeira²⁴ (Neves, 2012).

$$R_{CP} = \underbrace{\frac{RO}{VN} \times \frac{VN}{A}}_{\text{Área operacional}} \times \underbrace{\frac{A}{CP} \times \frac{RAI}{RO}}_{\text{Área financeira}} \times \underbrace{\frac{RLP}{RAI}}_{\text{Área fiscal}}$$

RO – resultado operacional; VN – volume de negócios; A – ativo total; CP – capital próprio; RAI – resultados antes de impostos; RLP – resultado líquido do período.

²⁴ Para Neves (2012), “o índice de alavanca financeiro pode ser obtido pela relação entre a taxa de rentabilidade corrente do capital próprio e a taxa de rentabilidade operacional dos capitais investidos” (p. 370).

Como se pode ver pela equação acima, a rentabilidade dos capitais próprios é afetada por fatores operacionais (rentabilidade operacional das vendas e rotação do ativo), fatores financeiros (peso dos capitais próprios no total do ativo e a importância dos gastos de financiamento nos resultados) e fatores fiscais (o efeito dos impostos sobre os rendimentos e gastos do período) (Fernandes et al., 2019; Neves, 2012).

2.3.2.1.2. Modelo aditivo da rentabilidade do capital próprio

Segundo Neves (2007; 2012), neste modelo de análise é adicionada uma taxa, que funciona como o *spread* bancário, à taxa de rentabilidade do capital investido.

$$R_{CP} = \left[\underbrace{\frac{RO}{A}}_{\text{Área operacional}} + \underbrace{\frac{CA}{CP} \times \left(\frac{RO}{A} - j \right)}_{\text{Área financeira}} \right] \times \underbrace{(1 - t)}_{\text{Área fiscal}}$$

RO – resultado operacional; A – ativo total; CA – capital alheio; CP – capital próprio; j – taxa de remuneração do capital alheio; t – taxa de imposto sobre o rendimento.

Para Fernandes et al. (2019), o modelo aditivo “representa um refinamento do modelo anterior da decomposição da rentabilidade dos capitais próprios nos seus fatores de influência (...) áreas operacional, financeira e fiscal” acrescentando “informação qualitativa” ao se considerar o capital alheio (CA), a taxa de remuneração do capital alheio (j) e a taxa de imposto sobre o rendimento (t) (p. 210).

2.3.3. Risco empresarial

Em qualquer contexto, a palavra risco tem uma conotação negativa associada a inconvenientes e perigos. O mesmo se passa em contexto empresarial onde o risco está comumente associado à possibilidade de dívidas, perdas e escassez de rendimentos que poderão afetar a empresa de forma direta ou indireta (da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019).

Dependendo da sua associação, existem diversos conceitos de risco, tais como, risco de liquidez, risco de crédito, risco do negócio, etc. (Breia et al., 2014; da Silva & Ferreira, 2018).

Para Fernandes et al. (2019), numa forma geral, o risco pode ser subdividido em duas categorias: risco específico e risco sistemático. O primeiro “envolve aspetos especificamente relacionados com a empresa e, eventualmente os seus concorrentes diretos, assumindo a característica de um risco único, residual e não sistemático que pode ser reduzido pela via da diversificação”, ao passo que o segundo tem a ver com o mercado no qual a empresa opera e prende-se “com a incerteza decorrente de alterações em variáveis não controladas pela empresa, tais como a inflação, as

políticas monetária e orçamental, ou outros aspetos conjunturais, sendo por isso não diversificável” (Fernandes et al., 2019, p. 237).

A análise do risco é uma técnica de análise importante para a caracterização da situação económico-financeira da empresa e “visa a apreensão do grau de sensibilidade dos resultados futuros da empresa a possíveis alterações em variáveis críticas para o sucesso” (Fernandes et al., 2019, p. 80).

Quando se estuda concretamente o risco dentro das finanças de uma empresa fala-se de risco económico ou operacional, risco financeiro e risco global (quando se conjugam os dois primeiros) (Cunha, 2013; Fernandes et al., 2019; Martins, 2004).

2.3.3.1. Risco económico ou operacional

O risco económico ou operacional, nas palavras de Breia et al. (2014) “abrangerá aspetos associados à estrutura/organização dos recursos comerciais, produção, administrativos, níveis de subcontratação, estrutura e tipologia dos gastos” (p. 188) e para Martins (2004) “afere a possibilidade de os resultados de exploração serem positivos ao longo do tempo e evidenciarem níveis adequados”, devendo a sua análise “salientar os factores relacionados com os custos e os proveitos que constituem factores de risco em termos da obtenção de lucros” (p. 75).

Desta forma, o risco económico manifesta a hipótese de o resultado operacional ser incongruente com os objetivos da empresa, melhor dizendo, que os gastos e/ou perdas operacionais não sejam cobertos pelos rendimentos e/ou ganhos operacionais (Fernandes et al., 2019).

Fernandes et al. (2019) e Martins (2004) identificaram os seguintes fatores determinantes do risco económico: volatilidade da procura; oscilação dos preços de venda; instabilidade do custo dos fatores de produção; peso relativo dos gastos fixos operacionais; a capacidade para repercutir nos preços de venda a instabilidade do custo dos fatores de produção.

Existem três indicadores principais para analisar o risco económico de uma empresa:

- i) **Grau de alavanca operacional (GAO)** – este indicador “procura medir a volatilidade dos resultados operacionais face a variação ocorridas no nível das vendas” (Fernandes et al., 2019, p. 241) ou, noutras palavras “dá uma noção do efeito dos custos fixos no resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos), independentemente da forma como o financiamento é realizado” (da Silva & Ferreira, 2018, p. 185). Quanto maior o GAO, maior o risco operacional (Breia et al., 2014; da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Martins, 2004).

$$\text{Grau de alavanca operacional} = \frac{\frac{\Delta \text{ resultado operacional}}{\text{Resultado operacional}}}{\frac{\Delta \text{ vendas}}{\text{Vendas}}}$$

Desenvolvendo a expressão acima, chega-se a uma fórmula mais simples:

$$\text{Grau de alavanca operacional} = \frac{\text{Margem bruta}}{\text{Resultado operacional}}$$

Segundo Fernandes et al.(2019): o risco económico será tanto maior quanto maior o valor absoluto do GAO, devido à maior influência das vendas nos resultados operacionais; o risco operacional será nulo quando o resultado da equação for zero; o GAO terá um valor positivo (negativo) se a margem bruta for superior (inferior) aos gastos fixos; quando a margem bruta é negativa, o GAO varia entre zero e um.

- ii) **Ponto crítico das vendas (PCV)** – este indicador permite-nos conhecer qual o valor das vendas, em quantidade ou valor, necessário para que a empresa tenha um resultado operacional nulo (da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Lima Santos et al., 2016; Martins, 2004). “Quanto maior for o PCV maior será o risco económico, na medida em que a empresa terá que vender mais para garantir a cobertura dos gastos operacionais” (Fernandes et al., 2019, p. 239).

$$Q^* = \frac{GF}{p - gvm} \quad V^* = \frac{GF}{\frac{MB}{V}}$$

Q* - ponto crítico das vendas em quantidade; GF – gastos fixos; p - preço de venda unitário; gvm – gastos variáveis médios²⁵; V* - ponto crítico das vendas em valor; MB – margem bruta; V – vendas.

- iii) **Margem de segurança (MS)** – este indicador considera o valor das vendas atingido (V) e a sua relação com o ponto crítico das vendas (PCV) (Fernandes et al., 2019; Lima Santos et al., 2016; Martins, 2004). Quanto maior for a margem de segurança menor será o risco económico (Fernandes et al., 2019; Lima Santos et al., 2016).

$$\text{Margem de segurança} = \frac{V - PCV}{V}$$

2.3.3.2. Risco financeiro

O risco financeiro está relacionado com os encargos financeiros decorrentes do recurso a capitais alheios para financiar uma empresa (gastos fixos de financiamento), mais concretamente com os juros suportados, e à subsequente incerteza sobre a possibilidade de remunerar os capitais próprios (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Martins, 2004).

De seguida apresentamos o indicador utilizado para medir o risco financeiro.

- i) **Grau de alavanca financeiro (GAF)** – segundo Martins (2004), este indicador “avalia a sensibilidade do resultado líquido a variações nos resultados operacionais” medido “pelo quociente entre o resultado operacional e o resultado antes de imposto” (p. 120). Para Fernandes et al. (2019), o GAF revela “o impacto na rentabilidade dos capitais

²⁵ Calculados “pelo quociente entre os gastos variáveis totais (GV) e a quantidade (Q)” (Fernandes et al., 2019, p. 239).

próprios do recurso ao endividamento” (p. 244). Quanto maior for o indicador maior será o risco financeiro expondo o elevado peso do financiamento alheio na estrutura de capitais (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Martins, 2004).

$$\text{Grau de alavanca financeiro} = \frac{RO}{RAI}$$

2.3.3.3. Risco global

O risco global de uma empresa é medido pela conjugação do risco económico com o risco financeiro (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Martins, 2004). Para Fernandes et al. (2019) “esta avaliação terá mais interesse e utilidade quando comparados os valores das suas componentes ao longo do tempo e feito o seu confronto com os dados setoriais” (p. 246).

Existe um indicador que mede o risco global:

- i) **Grau de alavanca combinado (GAC)** - este indicador expõe a sensibilidade do resultado antes de impostos às variações do volume de vendas (da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Martins, 2004). O risco global da empresa será tanto maior quanto maior for o resultado do indicador (Fernandes et al., 2019; Martins, 2004).

$$\text{Grau de alavanca combinado} = GAO \times GAF = \frac{MB}{RO} \times \frac{RO}{RAI} = \frac{MB}{RAI}$$

Capítulo 3 – Metodologia

Neste capítulo, vamos abordar a forma como a investigação foi conduzida, começando por relacionar o contexto, apresentado nos capítulos anteriores, com a finalidade e os objetivos do estudo a que nos propusemos.

Vamos também explicar os métodos usados na investigação, relatar a forma como os dados foram recolhidos e analisados até à obtenção e apresentação dos resultados.

Por fim, apresentamos uma breve caracterização das empresas estudadas, primeiramente do ponto de vista do seu posicionamento em função dos dados anualmente publicados pela DGEG, e depois, um resumo histórico dos momentos mais marcantes de cada um dos estabelecimentos termais em estudo, porque para nós, a história destes estabelecimentos é dissociável do seu presente (e do seu futuro) e é estimulante ver como foram resistindo e adaptando-se ao longo do tempo.

3.1. Contexto, finalidade e objetivos da investigação

No capítulo anterior apresentámos o contexto da investigação, contando de forma resumida a história do termalismo em Portugal, expondo os benefícios das águas termais, por vezes incompreendidos pela classe médica não obstante a história e os estudos científicos que têm demonstrado o seu valor, abordámos a evolução do turismo de saúde e bem-estar e como o termalismo se relaciona com esta modalidade de turismo e, por fim, no âmbito da análise financeira, aludimos aos métodos, técnicas e vertentes da análise financeira aos quais recorreremos para analisar os dados recolhidos.

A relação do Homem com as águas termais é tão antiga quanto conturbada, renovando-se de tempos a tempos, como já referimos, mas apesar dos “altos e baixos” permanece essencial à saúde e ao bem-estar. Recentemente o vínculo reiterou-se, aproveitando o crescente interesse da sociedade pelo bem-estar, que tem levado ao aumento da procura por tratamentos de cariz termal, não obrigatoriamente os característicos do termalismo tradicional.

A oferta termal clássica, apesar de [poder] variar de estância para estância em função das características e aplicações das suas águas minerais naturais, assenta sobretudo num conjunto de tratamentos e técnicas termais desenvolvidas e aperfeiçoadas ao longo dos anos, tais como, ingestão (hidropinia), inalação, banhos, duches, vapores, pelóides, duche-massagem, etc.

Em resposta à crescente procura por tratamentos de bem-estar, algumas estâncias termais desenvolveram serviços de bem-estar termal.

Consideram-se Serviços de melhoria da qualidade de vida que, podendo comportar fins de prevenção da doença, estão ligados à estética, beleza e relaxamento e, paralelamente, são susceptíveis de comportar a aplicação de técnicas termais, com possibilidade de utilização de água mineral natural, podendo ser prestados no estabelecimento termal ou em área funcional e fisicamente distinta deste. (Associação das Termas de Portugal, 2009, p. 31)

Além dos tratamentos, existem outros atrativos numa estância termal. Já assim era no século XIX, quando paralelamente à toma da água e aos banhos, toda uma vida social se desenrolava em torno das termas, envolta no *glamour* de salões de baile e de casinos. Também a natureza que habitualmente rodeia a estância termal tem um contributo significativo na cura termal e, hoje ainda mais quando o [principal] objetivo é a prevenção da doença, o bem-estar físico e psíquico e o lazer.

Desde sempre nos interessámos pela temática do termalismo, quiçá influenciados pela história em torno da fundação da nossa naturalidade (Caldas da Rainha), por isso, quando chegou a altura de seleccionar um tema para a nossa dissertação, este gosto pessoal falou mais alto. Restava depois encontrar o propósito da investigação.

Estando o turismo de saúde e bem-estar identificado, desde 2006, como um dos 10 produtos estratégicos para o turismo de Portugal, decidimos analisar e comparar os resultados financeiros de quatro estabelecimentos termais (Luso, Monfortinho, São Pedro do Sul e São Vicente) nos últimos seis anos (2014 a 2019) disponibilizados na plataforma SABI do Bureau Van Dijk (A Moody's Analytics Company). O SABI é uma base de dados que reúne informação financeira de empresas portuguesas e espanholas, onde é possível efetuar pesquisas e exportar os dados inerentes às mesmas.

Com este estudo pretendemos comparar a viabilidade económico-financeira dos quatro estabelecimentos termais no período de 2014 a 2019 e responder às seguintes questões:

- i) As empresas dispõem de meios financeiros adequados para responder às suas necessidades operacionais e às obrigações contraídas?
- ii) As empresas apresentam rendibilidade?
- iii) As empresas apresentam risco financeiro?

No que toca aos objetivos específicos, pretendemos:

- i) Analisar a autonomia financeira das quatro empresas;
- ii) Analisar o equilíbrio financeiro das quatro empresas;
- iii) Estabelecer comparação através de rácios de desempenho económico-financeiro;
- iv) Identificar as semelhanças entre as quatro empresas;
- v) Caracterizar o serviço de bem-estar termal.

3.2. Opções metodológicas

Para alcançar os objetivos propostos, realizámos um estudo de caso múltiplo. O estudo de caso é “uma das principais modalidades de pesquisa qualitativa em ciências humanas e sociais” (Ventura, 2007, p. 384) que “envolve o estudo intensivo e detalhado de uma entidade bem definida: o “caso”” (Coutinho, 2011, p. 293).

No estudo de caso, tal como a expressão indica, examina-se o caso (ou um pequeno número de casos) em detalhe, em profundidade, no seu contexto natural, reconhecendo-se a sua complexidade e recorrendo-se para isso todos os métodos que se relevem apropriados (Yin, 1994; Punch, 1998; Gomez, Flores & Jimenez, 1996). (Coutinho, 2011, p. 293)

No estudo de caso múltiplo “vários estudos são conduzidos simultaneamente” (Ventura, 2007, p. 384), “para possibilitar, pela comparação, conhecimento mais profundo sobre o fenómeno” (Stake, 1995, como citado em Coutinho, 2011, p. 296).

Segundo Gil (2002), “a utilização de múltiplos casos proporciona evidências inseridas em diferentes contextos, concorrendo para a elaboração de uma pesquisa de melhor qualidade” (p. 139).

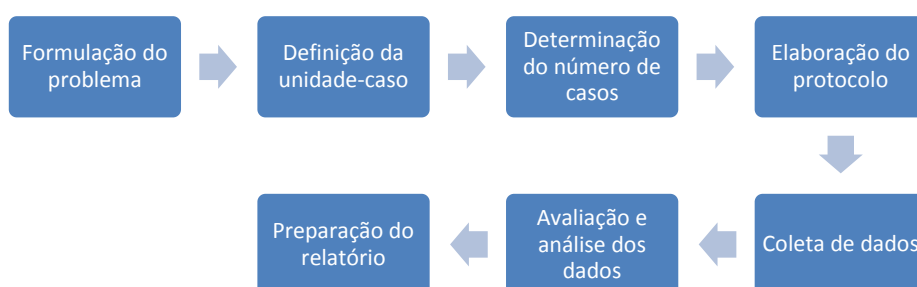
Na opinião de Ventura (2007), “os pesquisadores devem buscar, a partir dessa categorização, tanto o que é comum quanto o que é particular em cada caso” (p. 384). O que para Stake (2005) “requer um procedimento mais apurado e mais tempo para a coleta e análise dos dados, pois será necessário replicar as mesmas questões em todos os casos” (como citado em Lima, Antunes, Neto, & Peleias, 2012, p. 136).

Em termos de relatório, o estudo de caso múltiplo deve apresentar os resultados individuais de cada caso mas também os resultados cruzados (Yin, 2005, como citado em Lima et al., 2012).

Segundo Gil (2002), não se podendo falar num número ideal, é usual apresentar entre quatro a dez casos por estudo. Tal como explica Eisenhardt (1989), “com menos de dez casos, é pouco provável que se gere uma teoria, pois o contexto da pesquisa pode ser inconsistente; com mais de dez casos, fica muito difícil lidar com a quantidade e complexidade das informações” (como citado em Lima et al., 2012, p. 136).

Para Gil (2002), apesar de não existir consenso relativamente às etapas de desenvolvimento do estudo caso, é possível estabelecer um “conjunto de etapas que podem ser seguidas na maioria das pesquisas”, a partir do “trabalho de alguns autores que se dedicaram a essa questão, como Robert K. Yin (2001) e Robert E. Stake (2000)” (p. 137).

Figura 1 – Esquema das etapas de um estudo caso



Fonte: Adaptado de Gil (2002).

3.2.1. Fases de implementação da metodologia

Orientados pelas etapas propostas por Gil (2002), o nosso estudo foi executado com as seguintes fases:

1. Definição do problema;
2. Estabelecimento dos objetivos do estudo;
3. Seleção das unidades-caso;
4. Recolha de dados;
5. Análise dos dados recolhidos;
6. Elaboração do relatório final.

Uma vez definido o nosso problema e estabelecidos os objetivos do estudo, foi necessário “delimitar a unidade que constitui o caso” (Ventura, 2007, p. 385), selecionado para tal um conjunto de estabelecimentos termais que cumulativamente reunissem as seguintes características:

- i) Estar ativo;
- ii) Ser associado da ATP;
- iii) Além da oferta termal tradicional, disponibilizasse serviços de bem-estar termal;
- iv) Em funcionamento todo o ano.

Da aplicação dos quatro requisitos acima à lista das Termas de Portugal, disponível no *website* daquela entidade a 19 de outubro de 2019, obtivemos dez entidades que reúnem os quatro requisitos em simultâneo.

Após se ter procedido a uma cuidadosa análise à lista de resultados, foram excluídas seis entidades por:

- a. Uma entidade só retomou a atividade termal em 2019;
- b. Uma entidade encontra-se em liquidação desde fevereiro de 2018;
- c. Uma entidade faz parte duma cooperativa;
- d. Três entidades não têm como código primário de Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE) o 86905 referente a atividades termais.

Chegámos desta forma às quatro entidades cujos dados iríamos recolher e analisar no âmbito deste estudo.

O passo seguinte foi verificar se cada uma das quatro entidades disponibilizava os seus relatórios contabilísticos e financeiros na base de dados SABI, o que se veio a confirmar, pelo que, de

imediatamente se procedeu à exportação em formato de Excel dos dados disponibilizados. Mais tarde, foi necessário voltar a pesquisar, na base de dados SABI, a informação de cada uma das empresas, para obter dados mais detalhados do que os exportados na primeira fase. Para Ventura (2007), “a seleção dos dados deve considerar os objetivos da investigação, seus limites e um sistema de referências para avaliar quais dados serão úteis ou não” (p. 385).

Com o intuito de poder comparar os dados das empresas em estudo com as médias do setor, pesquisámos no *website* do Banco de Portugal, os quadros do setor da atividade económica 86905 – atividades termais. Exportámos em formato Excel, os quadros referentes aos anos de 2014 a 2018. O ano de 2019 à data da pesquisa ainda não se encontrava disponibilizado.

Uma vez munidos dos dados, entrámos na fase da análise dos mesmos, que iremos explicar detalhadamente no ponto seguinte.

Finda a análise dos dados, chegámos à fase de elaboração do relatório, onde “deve ficar especificado como foram coletados os dados; que teoria embasou a categorização dos mesmos e a demonstração da validade e da fidedignidade dos dados obtidos” (Ventura, 2007, p. 385).

3.2.2. Métodos de análise de dados utilizados

Para Wiersma (1995), quando um investigador utiliza um teste estandardizado, a tarefa essencial é escolher um teste que “meça o que ele próprio pretende também medir” (como citado em Coutinho, 2011, p. 107).

Encontrámos no método dos rácios de análise financeira o “teste estandardizado” a usar no nosso estudo. “Um rácio é uma relação entre duas grandezas que procura sintetizar de forma fácil e rápida algumas informações, nomeadamente económicas e financeiras” (Breia, Mata, & Pereira, 2014, p. 84).

O método dos rácios é talvez o método de análise financeira mais utilizado, primeiro porque permite fazer análises relativamente simples a partir de um conjunto de indicadores selecionados, mas também porque sendo feita a partir de dados quantitativos, permitem ter uma análise que pode ser relativamente aprofundada sobre a situação da empresa num determinado momento ou sobre a sua evolução ao longo do tempo. (da Silva & Ferreira, 2018, pp. 135-136)

Os dados recolhidos, como já referimos, foram obtidos através da base de dados SABI e do *website* do Banco de Portugal, tendo todos sido compilados num único ficheiro de Excel para facilitar o tratamento e análise dos mesmos. De seguida, numa folha do mesmo ficheiro, começámos por calcular os diferentes rácios financeiros abordados no capítulo 2 do presente trabalho para cada um dos estabelecimentos termais e para os dados do setor. Nessa altura, constatámos que existiam alguns elementos em falta nos relatórios financeiros das empresas, o que não nos permitia calcular todos os rácios, em particular aqueles que têm na sua fórmula a margem bruta, isto é o grau de alavanca operacional, o ponto crítico das vendas e o grau de alavanca combinado.

Consequentemente, abandonámos esses rácios, focando-nos nos restantes. Concluídos os rácios, elaborámos gráficos ilustrativos dos mesmos para acompanhar a análise aos dados de cada uma das entidades e para comparação de resultados.

De referir que, apenas foram considerados os dados referentes à atual empresa das Termas de Monfortinho, ou seja, a partir de 2016 inclusive, por insolvência da anterior empresa, que fazia parte do Grupo Espírito Santo e que não tinha o CAE 86905 como primário, mantendo assim os critérios estabelecidos para seleção das entidades a analisar.

Malhotra (2011) chama “dados secundários” a este tipo de dados porque originalmente “foram coletados para outros propósitos” (p. 77). Já Ferreira e Sarmiento (2017) denominam-nos de informações secundárias por constarem de “publicações ou documentos de organizações cujo acesso pode não ser fácil” e exigirem “apenas a recolha nos locais próprios” (p. 174).

Os resultados obtidos foram analisados na ótica da revisão bibliográfica efetuada no capítulo 2.

3.2.3. Questões de validade do estudo

É fundamental que todo o investigador em CSH²⁶ se preocupe com a questão da fiabilidade e validade dos métodos a que recorre sejam eles de cariz quantitativo ou qualitativo, porque, tal como referem Morse *et al.* (2002, p. 2), sem rigor a investigação “não tem valor, torna-se ficção e perde a sua utilidade”. (Coutinho, 2011, p. 201)

Para que o estudo tenha qualidade necessita de rigor metodológico, de uma pesquisa bem planeada, desde a seleção dos casos até à redação do relatório, passando obviamente pela recolha dos dados e respetivo tratamento e análise, e de um investigador despojado de conceitos, ideias e opiniões pré-estabelecidas, predisposto a conhecer e aprender coisas novas (Lima, Antunes, Neto, & Peleias, 2012).

A qualidade de uma pesquisa pode ser verificada por meio de “testes lógicos” (Yin, 2003, p. 55) baseados nos conceitos de U.S. General Accounting Office (1990) de “fidedignidade, credibilidade, confirmabilidade e fidelidade dos dados” (como citado em Yin, 2003, p. 55).

Uma vez que os quatro testes são comuns a todos os métodos de ciências sociais, eles já foram resumidos em vários livros-texto (veja Kidder & Judd, 1986, p. 26-29):

- *Validade do constructo*: estabelecer medidas operacionais corretas para os conceitos que estão sob estudo.
- *Validade interna* (apenas para estudos explanatórios ou causais, e não para estudos descritivos ou exploratórios): estabelecer uma relação causal, por meio da qual são mostradas certas condições que levem a outras condições, como diferenciada de relações espúrias.

²⁶ Abreviatura para Ciências Sociais e Humanas.

- *Validade externa*: estabelecer o domínio ao qual as descobertas de um estudo podem ser generalizadas.
- *Confiabilidade*: demonstrar que as operações de um estudo - como os procedimentos de coleta de dados - podem ser repetidas, apresentando os mesmos resultados. (Yin, 2003, p. 56)

Yin (2003) considera estes quatro testes importantes para o estudo de caso e ressalva que podem ser aplicados durante as várias fases do estudo e não apenas na fase de planeamento.

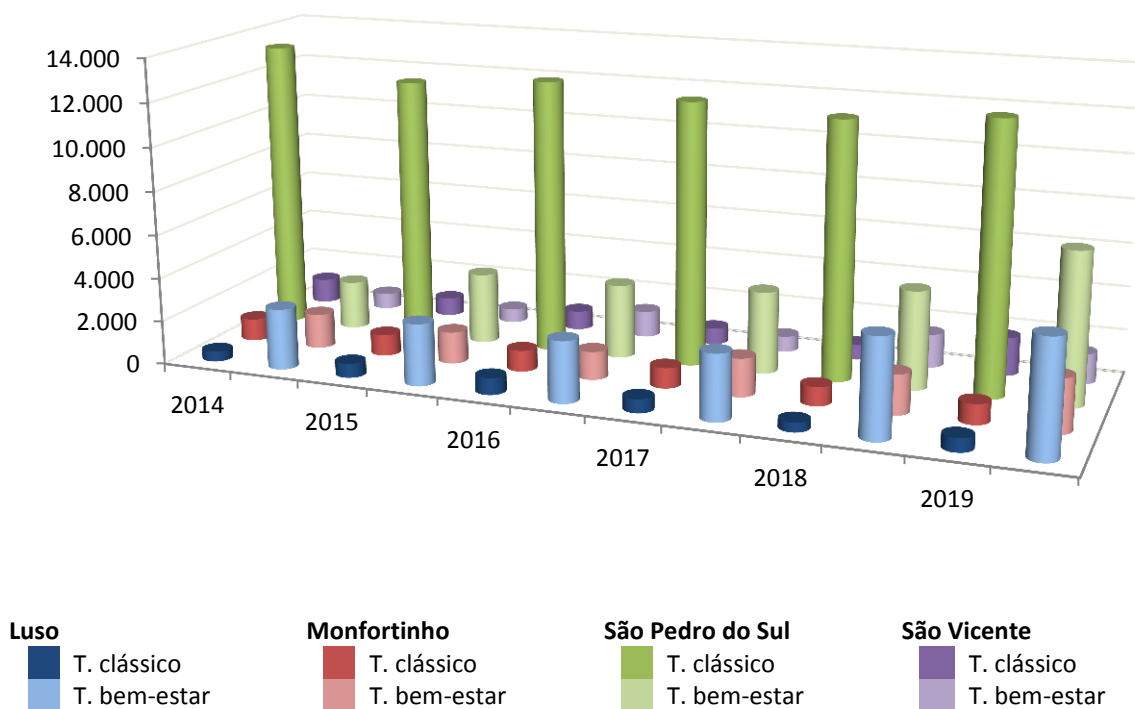
No respetivo ponto deste estudo estão descritos os passos metodológicos que foram aplicados e a sua sustentação teórica a fim de permitir a verificação por terceiros.

3.3. Caracterização das entidades estudadas

De acordo com os dados da frequência termal de 2014 a 2020, divulgados pela DGEG, compilados no gráfico 2, podemos observar que, na vertente do termalismo clássico (coluna à esquerda em cada ano, tom mais escuro), as Termas de São Pedro do Sul se destacam dos restantes estabelecimentos em análise no que toca ao número de inscrições em todos os anos. Nos anos de 2014 e 2019, o segundo estabelecimento com maior número de inscrições no termalismo clássico são as Termas de São Vicente mas, no período de 2015 a 2018, são suplantadas pelas Termos de Monfortinho.

No que concerne à vertente de bem-estar (coluna à direita em cada ano, tom mais claro), podemos constatar que, dos quatro estabelecimentos em estudo, há maior proximidade entre as Termas de São Pedro do Sul e as Termas do Luso, com ligeira vantagem para as segundas nos anos de 2014 e 2018 mas superadas nos restantes anos.

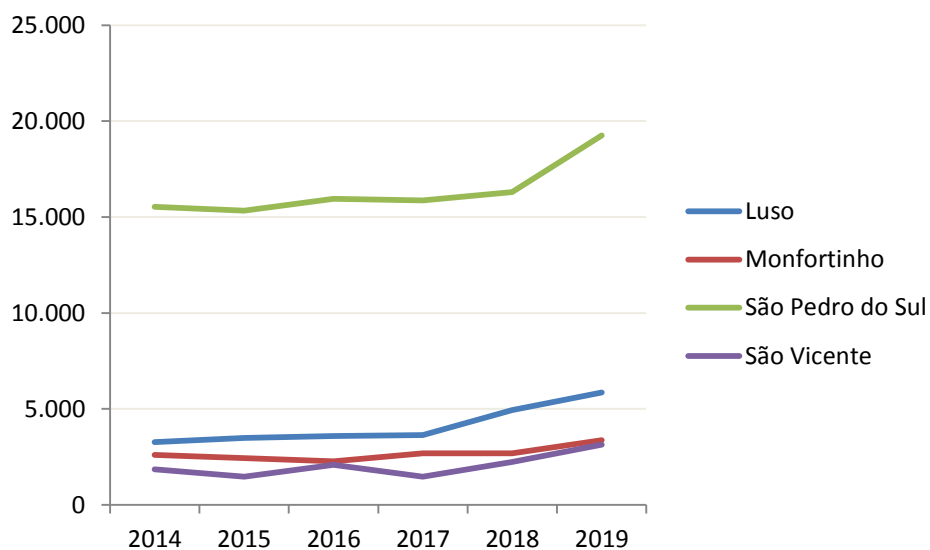
Gráfico 2 – Número de inscrições por vertente de termalismo por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).



Fonte: Adaptado de DGEG, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015.

Somados os totais de inscrições de ambas as vertentes, mantém-se como já se antevia, uma larga vantagem das Termas de São Pedro do Sul face aos restantes estabelecimentos em estudo, como se pode observar no gráfico 3. Também se pode verificar que, no período em análise existem algumas oscilações mas, os quatro estabelecimentos registaram um aumento no número total de inscrições em 2018 e 2019.

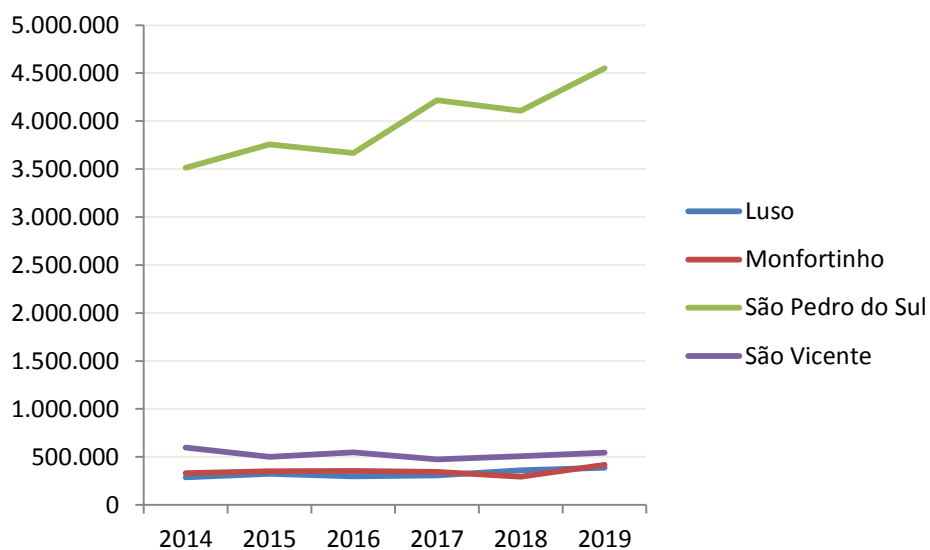
Gráfico 3 – Número total de inscrições por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).



Fonte: Adaptado de DGEG, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015.

Como seria de esperar, as Termas de São Pedro do Sul também se destacam das restantes três em análise quando se olha para o valor total em Euros das inscrições nos anos de 2014 a 2019 (gráfico 4). Curiosamente, as Termas de Luso deixam de estar isoladas e estão em valores muito aproximados aos das Termas de Monfortinho, o que não se verificava quando se analisava o número total de inscrições por estabelecimento. Também não deixa de ser interessante reparar que, apesar de ser o estabelecimento com menor número de inscrições, as Termas de São Vicente apresentam um valor total em Euros das inscrições superior às Termas de Monfortinho e às Termas de Luso. O que talvez possa explicar-se com o facto das Termas de São Vicente praticarem preços ligeiramente superiores aos outros estabelecimentos termais em estudo, de acordo com os preços disponíveis à data nos respetivos *websites*.

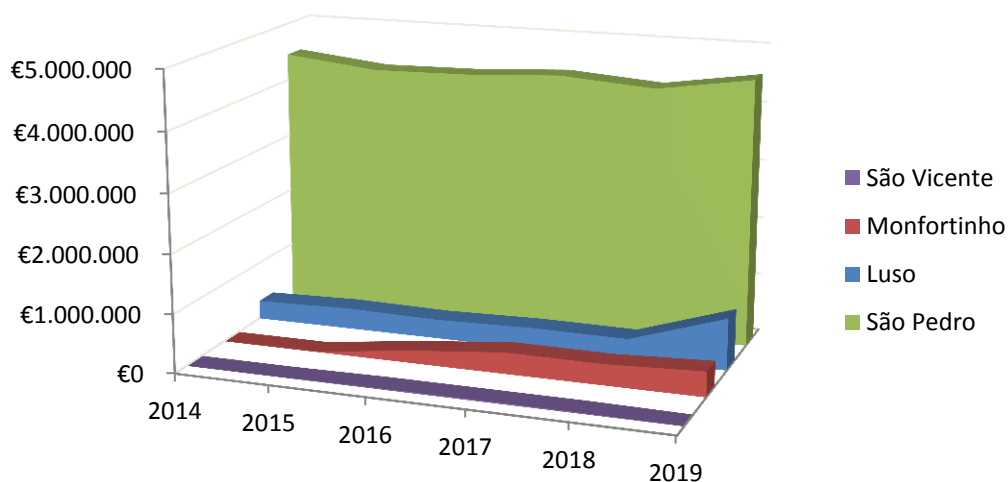
Gráfico 4 – Valor total em Euros das inscrições por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).



Fonte: Adaptado de DGEG, 2020, 2019, 2018, 2017, 2016, 2015.

Quando analisamos o volume de negócios constante nas demonstrações de resultados disponíveis no SABI, obtemos um gráfico totalmente diferente e as Termas de São Vicente voltam a ficar abaixo dos restantes estabelecimentos termais (gráfico 5).

Gráfico 5 – Volume de negócios por estabelecimento termal em estudo (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Não podendo jamais desassociar as termas da sua longa história, iremos de seguida, apresentar um breve resumo histórico de cada uma das entidades em estudo, no qual se salientam os momentos mais relevantes ao longo da sua existência.

3.3.1. Termas de Luso

Em 1726, surge a primeira menção às futuras Termas do Luso, no Aquilégio Medicinal, cujas águas só foram aproveitadas a partir de 1775.

Em 1846, foi proposta a construção de edifício para albergar os banhos à Câmara Municipal da Mealhada, para a qual contribuiu, em 1852, a rainha D. Maria II com cem réis, e cuja construção se iniciou a 22 de julho de 1854, sendo inaugurado a 1 de junho de 1856. A primeira análise química àquelas águas tinha acontecido 6 anos antes, em 1850.

Em 1903, a água termal de Luso recebe a classificação de “água muitíssimo pura” na primeira análise bacteriológica realizada pelo Dr. Charles Lepierre (Termas de Luso, 2020, s.p.).

São aprovados e publicados os novos estatutos da Sociedade da Água de Luso, S.A.R.L. a 22 de dezembro de 1916, substituindo a Sociedade Para o Melhoramento dos Banhos de Luso, fundada a 25 de agosto de 1852.

Em 1925, “é construído um edifício destinado ao engarrafamento de Água de Luso e Serviços Administrativos da Empresa (edifício sede)” (Termas de Luso, 2020, s.p.).

Entre 1931 e 1937 o balneário termal é sujeito a obras da autoria do Arquiteto Pardal Monteiro.

O atual logótipo da empresa é registado a 10 de julho de 1938.

A Central de Cervejas, S.A. torna-se acionista da empresa em 1970.

Em 1977, inicia-se um projeto de modernização do balneário.

Em 2010, a Sociedade da Água de Luso associa-se ao grupo MALO imprimindo “uma nova dinâmica ao complexo termal, associando a vertente de Termalismo a um conjunto alargado de serviços de Saúde e Bem-estar” (Termas de Luso, 2020, s.p.).

O Programa Termalismo e Nutrição, uma parceria entre o Grande Hotel de Luso e as Termas de Luso, é premiado na categoria de inovação pelo Innovation Awards, em 2015. Dois anos depois, as Termas de Luso passaram a ser geridas pelo Grande Hotel de Luso.

Em 2018, as Termas de Luso receberam o prémio “Historic SPA of the Year 2018 – Portugal” do guia especializado em turismo de luxo, Luxury Travel Guide – An Insight for the Affluent Traveller e, em 2019, “foram as vencedoras na categoria “Termas” do distrito de Aveiro, no reconhecido prémio cinco estrelas Regiões, com uma satisfação global de 82% dos consumidores envolvidos” (Termas de Luso, 2020, s.p.).

As Termas de Luso situam-se na vila do Luso, no sopé da Serra do Buçaco, município da Mealhada.

Os dados financeiros à frente analisados referem-se à entidade TDL – Termas de Luso, Lda., que é uma sociedade por quotas, constituída em maio de 2009.

3.3.2. Termas de Monfortinho

É a partir do século XVII que há conhecimento seguro da utilização das águas de Monfortinho, no entanto, vestígios luso-romanos fazem crer que já eram conhecidas quando os romanos colonizavam aquela região (Visit Portugal, 2013).

O infante (...) irmão de D. João V, que viveu entre 1661 e 1742 e terá doado uma verba à Câmara de Salvaterra do Extremo (concelho incluído actualmente no de Idanha-a-Nova) para a construção de um primeiro balneário depois de uma cura que fez com estas águas, mas por razões desconhecidas a construção do mesmo só veio a ocorrer por volta de 1755 (Andrade, 1939). (Bastos, Quintela, & de Matos, 2002, s.p.)

Em 1850 é reconstruída a “pequena casa abóbada” dentro da qual havia um taque de água alimentado “por um cano” desde o sopé da serra que, em 1810, estaria em ruínas, de acordo com o descrito pelo Dr. Francisco Tavares (Bastos et al., 2002, s.p.).

Em 1859, é publicado um estudo sobre estas águas que as populariza em Espanha.

No ano de publicação da sua dissertação sobre Monfortinho, 1901, o Dr. José Gardette Martins é nomeado “médico e organizador das termas, sendo nomeado Director Clínico em 1912” (Dias, 1951, citado em Bastos et al., 2002, s.p.).

Àquele ilustre médico, que “dedicou toda a sua vida à causa da utilização terapêutica das águas da Fonte Santa”, foi atribuído, a 20 de dezembro de 1906, o “alvará de concessão de exploração do aquífero termal” (Leite, 2011, s.p.).

A transmissão da licença de exploração das águas para a Companhia das Águas da Fonte Santa de Monfortinho, cuja formação se deve ao mesmo médico, é aprovada, quase um ano depois, a 19 de dezembro de 1907 (Bastos et al., 2002; Leite, 2011).

Em 1938 é construído um hotel (Hotel Fonte Santa) enquanto decorrem trabalhos de captação das águas (Bastos et al., 2002) que culminam com a inauguração, em 1940, do balneário das termas que “foi sujeito em 2001 a uma profunda remodelação, efectuada pelo Arquitecto José Luís Teixeira Pinto, que reorganizou e modernizou toda a infra-estrutura criando um novo ambiente de bem-estar com áreas modernas de repouso e relaxamento” (Turismo do Centro, 2020, s.p.).

Um hotel com 100 quartos – o Astoria – é inaugurado a 4 de abril de 1948 (Bastos et al., 2002; Leite, 2011).

Na década de 90 do século XX, o Grupo Espírito Santo passa a integrar a sociedade, “onde veio a deter uma posição maioritária, apostando na renovação do equipamento e dos tratamentos termais, vocacionado para o turismo de saúde e de lazer e explorando novas valências de turismo como a pesca e caça” (Bastos et al., 2002, s.p.).

Em 2016, as Termas de Monfortinho são adquiridas pela XIPU, Lda., uma empresa da região.

“Além de serem dedicadas à saúde, as Termas de Monfortinho também disponibilizam serviços direcionados para o repouso, bem-estar e beleza” (Termas de Monfortinho, 2019, s.p.).

As Termas de Monfortinho localizam-se no lugar com o mesmo nome, na Serra Penha Garcia, concelho de Idanha-a-Nova, nos limites da fronteira com Espanha, traçada pelo Rio Erges.

Os dados financeiros à frente analisados referem-se à entidade XIPU – Gestão e Administração de Activos, Lda., que é uma sociedade por quotas, constituída em fevereiro de 2016.

3.3.3. Termas de São Pedro do Sul

Não se sabe ao certo quando o Homem tomou conhecimento dos poderes das águas de São Pedro do Sul, mas os vestígios mais antigos remetem esse conhecimento para o tempo dos romanos (Bastos et al., 2002; Termas de S. Pedro do Sul, 2020).

A frequência de reis e rainhas de Portugal consta da sua tradição e trouxe-lhe alguns benefícios.

Em 1169, D. Afonso Henriques terá recuperado duma fratura da perna nas Caldas Lafonenses, como eram conhecidas na altura, e onde mandou construir uma pequena Capela dedicada a São Martinho.

D. Manuel I que, no início do século XVI, manda construir o Hospital Real das Caldas de Lafões, que, em 1884, é substituído pelo moderno balneário mandado construir pela Câmara Municipal de São Pedro do Sul.

A Rainha D. Amélia que, em 1894, se desloca às termas pela primeira vez para tratamentos, surgindo, no ano seguinte, um Decreto Real que altera a denominação das termas para Caldas da Rainha D. Amélia que mantém até à implantação da República, em 1910, quando adota a presente denominação de Termas de São Pedro do Sul.

Em 1878, a Câmara Municipal de São Pedro do Sul torna-se proprietária das termas, das quais já era a entidade exploradora deste 1839.

Consta do relatório do médico inspetor Tenreiro Sarzedas que, em 1906, as termas se encontravam em funcionamento sem contudo terem alvará de concessão, num edifício de dois andares, onde o piso de cima era usado como clube recreativo e o piso inferior o balneário termal que apresenta “pobreza e insuficiência dos aparelhos” (Sarzedas, 1907, p.196, citado em Bastos et al., 2002, s.p.).

Em 1922, a Câmara Municipal de São Pedro do Sul arrendou as termas por 99 anos à empresa Diniz, Lda. mas, 3 anos depois, rescinde o contrato devido à enorme oposição dos habitantes (Bastos et al., 2002). Aquela empresa é responsável pela construção do hotel O Palace, inaugurado apenas em 1940, quando a sua construção se tinha iniciado em 1923, encerrado na década seguinte e reaberto como colónia de férias da Fundação Nacional para a Alegria no Trabalho (FNAT) em 1959 (Bastos et al., 2002).

Com a inauguração de um novo balneário em 1987, inicia-se a modernização do existente balneário Rainha D. Amélia, concluída em 2001.

A empresa municipal Termalistur – Termas de S. Pedro do Sul, E.M. foi constituída em 2004.

Atualmente as termas disponibilizam a sua oferta em dois balneários termais: o Balneário D. Afonso Henriques dedicado ao termalismo clássico e à fisioterapia, e o balneário Rainha D. Amélia dedicado ao bem-estar termal (Termas de Portugal, 2019; Termas de S. Pedro do Sul, 2020).

De forma a potencializar a utilização da água termal, as Termas de S. Pedro do Sul são pioneiras em Portugal no desenvolvimento de produtos de dermocosmética 100% nacionais, estando presente no mercado com a marca registada AQVA – Termas de S. Pedro do Sul Dermocosméticos. (Termas de S. Pedro do Sul, 2020, s.p.)

As Termas de São Pedro do Sul localizam-se no lugar com o mesmo nome, rodeadas pela Serra da Arada, pelo Monte de São Macário e pela Serra da Freita, concelho de São Pedro do Sul, à beira do rio Vouga.

Os dados financeiros à frente analisados referem-se à Termalistur – Termas de S. Pedro do Sul, E.M., que é uma empresa municipal, constituída em janeiro de 2004.

3.3.4. Termas de São Vicente

Os romanos descobriram as águas das Termas de São Vicente em 315 d.C., construindo ali um balneário que veio a ser abandonado no século V, quando os nórdicos invadiram o território nacional e que permaneceu oculto até 1901, enquanto se realizavam trabalhos para captação da nascente (Bastos et al, 2002; Termas de Portugal, 2019).

O novo balneário, “ao lado do campo arqueológico do balneário romano”, foi construído em 1902 (Bastos et al., 2002, s.p.).

Em 1905, foi inaugurado o Grande Hotel.

A Direção Regional de Saúde decretou o encerramento do balneário em 1998 em virtude das canalizações em chumbo se apresentarem degradadas (Bastos et al., 2002).

Com a venda do complexo à Somague/Termalistur em 2004, iniciaram-se obras de recuperação do parque termal mas, em janeiro de 2005, a empresa Termas de São Vicente – Sociedade de

Exploração Hidromineral, S.A. foi comprada por um empresário de Viseu, que se mantém Presidente da empresa.

As obras de 2008 afetaram “em grande medida o carácter romântico de inícios do século XX, sobretudo no que diz respeito à área verde como elemento de ligação das diversas componentes deste complexo termal” (Ramalho, 2014, s.p.). Não obstante, hotel e balneário continuam inseridos “num frondoso e grande parque natural” (Turismo do Porto e Norte de Portugal, 2020, s.p.).

Com a remodelação e também ampliação do balneário termal, foi construída uma piscina dinâmica termal, onde se pode usufruir nesta piscina de vários tratamentos: jacuzzi, cascatas, contra-correntes, cama e banco de aerobanho, hidromassagem sequencial, corredor de marcha, jet stream, pescoço de cisne e leque, etc. (Termas de Portugal, 2019, s.p.)

O conjunto termal tem a particularidade única na Região Norte de Portugal do seu balneário ter “acesso ao exterior e acesso interior direto ao Hotel, o moderno Palace Hotel & Spa Termas de S. Vicente” (Turismo do Porto e Norte de Portugal, 2020, s.p.).

A Fundação Inatel atribuiu às Termas de São Vicente o “Primeiro Prémio do Programa “Turismo Sénior 2009/2010 – Saúde e Termalismo” (Turismo do Porto e Norte de Portugal, 2020, s.p.).

As Termas de São Vicente localizam-se no lugar com o mesmo nome, concelho de Penafiel.

Os dados financeiros à frente analisados referem-se à Termas de S. Vicente – Sociedade de Exploração Hidromineral, S.A., que é uma sociedade anónima, constituída em fevereiro de 1999.

Página intencionalmente deixada em branco

Capítulo 4 – Análise e discussão dos resultados

Neste capítulo, vamos apresentar, analisar e discutir os resultados obtidos com este estudo. Primeiramente, vamos apresentar os resultados individuais por empresa estudada e, depois, a comparação de resultados obtidos. Por fim, fazemos a síntese do trabalho e principais conclusões que podemos retirar.

4.1. Os resultados por empresa

Iremos apresentar os resultados de cada empresa individualmente no que toca aos rácios financeiros pela ordem com que foram apresentados no capítulo do quadro conceptual.

4.1.1. Termas de Luso

No que toca aos rácios de liquidez mais utilizados, as Termas de Luso apresentam os valores referentes à liquidez geral, reduzida e imediata, no período entre 2014 e 2019, compilados na tabela 3. Como se pode ver, a empresa melhorou significativamente a liquidez a partir de 2016, não obstante algumas oscilações, tem vindo a apresentar equilíbrio financeiro de curto prazo.

Tabela 3 – Rácios de liquidez das Termas de Luso (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez geral	0,15	0,08	1,72	1,29	0,98	1,28
Liquidez reduzida	0,14	0,08	1,69	1,21	0,97	1,27
Liquidez imediata	0,12	0,02	1,27	1,11	0,88	1,22

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

As Termas de Luso apresentam uma liquidez geral superior a 1 nos anos de 2016, 2017 e 2019, significando que nesses anos a empresa tinha meios líquidos suficientes para fazer face aos compromissos de curto prazo, o que não se verificou nos anos de 2014 e 2015. No ano de 2016, face ao ano anterior, a empresa beneficiou do aumento da conta de caixa e depósitos bancários e da diminuição da conta de fornecedores. O abrandamento registado em 2018, face ao exercício anterior, relaciona-se com o aumento da conta de clientes e caixa e depósitos bancários, e ao aumento superior à variação do ativo corrente das contas de fornecedores, outras contas a pagar correntes e diferimentos.

No que toca à liquidez reduzida, podemos afirmar que o valor dos inventários não afeta em grande escala os meios para enfrentar as obrigações de curto prazo pois o valor do rácio não varia muito em função do rácio anterior.

Quanto à liquidez imediata, verifica-se uma variação considerável nos anos de 2015 a 2018, fruto do saldo da conta de clientes, mas também do saldo da conta de outro ativo circulante, apesar disto, a empresa mantém capacidade de fazer face aos compromissos de curto prazo com os ativos de

maior liquidez nos anos de 2016, 2017 e 2019, revelando que possui valores elevados em caixa que poderiam ser utilizados em investimentos.

Quanto ao funcionamento da empresa, apresentamos na tabela 4 os resultados dos rácios de rotação dos inventários, prazo médio de recebimento e prazo médio de pagamento.

Tabela 4 – Rácios de funcionamento das Termas de Luso (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rotação dos inventários	44	64	63	54	50	131
Prazo médio de recebimento	13	37	56	9	35	10 <i>em dias</i>
Prazo médio de pagamento	194	160	48	40	60	18 <i>em dias</i>

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

A eficiência da empresa esteve estável no período analisado, apresentando um “salto” positivo em 2019.

Quanto ao prazo médio de recebimento, os melhores anos foram 2017, 2019 e 2014 com 9, 10 e 13 dias respetivamente. Em 2018 e 2015, a empresa demorava pouco mais de um mês a receber dos clientes, com 35 e 37 dias, respetivamente. No período em análise, o pior ano foi 2016, no qual a empresa levava quase 2 meses a receber dos clientes, mais concretamente, 56 dias. De uma forma geral, podemos dizer que os clientes têm vindo a pagar mais rápido à empresa.

Por outro lado, a empresa está a pagar mais rapidamente aos seus fornecedores. Os anos de 2014 e 2015 foram aqueles em que a empresa teve um maior número de dias para liquidar as suas obrigações junto dos seus fornecedores, com 194 e 160 dias, respetivamente. Depois disso, parece estar a conseguir equilibrar as contas de fornecedores e, em 2019, foi o ano em que menos dias demorou a pagar aos fornecedores, levando apenas 18 dias.

Para analisar o equilíbrio financeiro de médio e longo prazo, além de analisar a capacidade da empresa para cumprir os seus compromissos de médio e longo prazo, também interessa conhecer a composição do seu financiamento (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019; Sias et al., 2006), com recurso aos rácios identificados na tabela 5.

Tabela 5 – Rácios de alavanca financeira Termas de Luso (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Autonomia financeira	0,39	0,39	0,93	0,89	0,66	0,70
Endividamento	0,61	0,61	0,07	0,11	0,34	0,30
Estrutura do endividamento	0,36	0,55	0,73	0,31	0,46	0,66
Solvabilidade	0,64	0,63	14,34	7,71	1,92	2,31
Rotação do ativo	0,11	0,13	0,12	0,15	0,13	0,31

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Podemos constatar que, em 2014 e 2015, as Termas de Luso utilizavam 61% de capital alheio no financiamento das suas atividades, os valores mais elevados do período em análise. Em 2016, existe um aumento de capital próprio, fazendo com que a percentagem de capital próprio seja superior ao capital alheio, ou seja, existe autonomia financeira, tendo atingido o máximo de 93% no ano de 2016 e um mínimo de 66% em 2018.

Como se pode concluir a partir do rácio de estrutura do endividamento, nos anos de 2015 (55%), 2016 (73%) e 2019 (66%), os endividamentos das Termas de Luso incidiam mais sobre o curto prazo (prazo inferior a 12 meses).

No que toca à solvabilidade da empresa, nos anos de 2014 e 2015, as Termas de Luso apresentavam valores de risco, mas sem ser alarmante porque o valor estava acima dos 0,5 (Fernandes et al., 2019), mais concretamente 0,64 e 0,63, respetivamente. Nos outros anos em análise, as Termas de Luso tinham capital próprio suficiente para fazer face ao passivo, pois o resultado do rácio é sempre superior a 1.

Ao nível da rotação do ativo, o ano de maior capacidade produtiva foi 2019 mas mesmo assim, um valor ainda baixo.

Na tabela 6, encontram-se resumidos os rácios de rentabilidade calculados para as Termas de Luso, os quais se revelam negativos em todos os anos com exceção de 2019, sendo que se pode afirmar que, só em 2019, a empresa apresentava alguma propensão em gerar resultados e capacidade para remunerar o capital investido.

Tabela 6 – Rácios de rentabilidade das Termas de Luso (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rendibilidade operacional das vendas	-141,59%	-108,22%	-130,96%	-118,47%	-120,22%	29,70%
Rendibilidade líquida das vendas	-1,54%	-1,20%	-1,36%	-1,08%	-1,23%	0,27%
Rendibilidade operacional do ativo	-15,14%	-13,80%	-15,34%	-17,22%	-15,61%	9,06%
Rendibilidade dos capitais próprios	-42,26%	-39,81%	-17,09%	-17,74%	-24,25%	11,64%

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Pela análise DuPont, percebemos que a rentabilidade dos capitais próprios em 2019 é influenciada pelo rácio da rentabilidade operacional das vendas, o qual nesse ano é positivo, em virtude do aumento do volume de negócios e por consequência dos resultados operacionais nesse ano.

Relativamente ao risco financeiro, como se pode observar na tabela 7, com exceção do ano de 2015 em que o indicador desceu face ao ano anterior, este rácio tem vindo a apresentar ligeiro aumento a cada novo ano, consequência do aumento do total do capital próprio e do passivo, logo a empresa tem maior risco financeiro.

Tabela 7 – Rácio de risco financeiro das Termas de Luso (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Grau de alavanca financeiro	0,92	0,90	0,96	0,97	0,98	1,03

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

4.1.2. Termas de Monfortinho

Relembramos que, no que toca às Termas de Monfortinho, estamos apenas a considerar os dados a partir de 2016 inclusive, por insolvência da anterior empresa proprietária da exploração das termas e que não tinha o CAE 86905 como primário, um dos critérios base para a seleção das entidades em estudo.

Como se pode verificar na tabela 8, as Termas de Monfortinho apresentam meios suficientes para fazer face aos compromissos de curto prazo em todos os anos analisados.

Tabela 8 – Rácios de liquidez das Termas de Monfortinho (2016-2019).

	2016	2017	2018	2019
Liquidez geral	2,83	1,21	1,23	4,07
Liquidez reduzida	2,83	1,14	1,04	3,58
Liquidez imediata	2,77	1,01	0,94	3,12

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Na tabela 9, apresentamos os rácios de funcionamento.

Tabela 9 – Rácios de funcionamento das Termas de Monfortinho (2016-2019).

	2016	2017	2018	2019
Rotação dos inventários	-	159	75	71
Prazo médio de recebimento	3	4	2	5 <i>em dias</i>
Prazo médio de pagamento	43	29	21	8 <i>em dias</i>

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Não foi possível calcular o rácio da rotação dos inventários em 2016 porque naquele período o saldo da conta de inventários foi zero. Como se pode verificar, a empresa tem vindo a abrandar a rotação dos inventários.

Quanto ao prazo médio de recebimentos, podemos dizer que a empresa é bastante eficiente na cobrança aos clientes, sendo inferior a uma semana.

No que toca ao pagamento aos seus fornecedores, as Termas de Monfortinho apresentam uma tendência decrescente no período em análise, tendo registado o valor mais baixo em 2019, de apenas 8 dias.

Na análise do equilíbrio financeiro de médio e longo prazo, observamos os rácios mencionados na tabela 10.

Tabela 10 – Rácios de alavanca financeira das Termas de Monfortinho (2016-2019).

	2016	2017	2018	2019
Autonomia financeira	-0,01	-0,11	-0,20	-0,17
Endividamento	1,01	1,11	1,20	1,17
Estrutura do endividamento	0,04	0,04	0,03	0,02
Solvabilidade	-0,01	-0,10	-0,16	-0,14
Rotação do ativo	0,28	0,53	0,53	0,62

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

No período em análise, as Termas de Monfortinho apresentam capitais próprios negativos, estando totalmente dependentes de capitais alheios. Em consequência da ausência de capitais próprios, o rácio de solvabilidade apresenta resultados negativos. No período analisado, o capital realizado da empresa é de 5.000€, não existindo outras fontes de capital próprio, o total do capital próprio é influenciado pelos resultados transitados negativos e pelo resultado líquido do período também negativo em todos os anos, exceto 2019.

O rácio da estrutura do endividamento revela que o endividamento da empresa é maior no médio e longo prazo (superior a 12 meses).

O rácio da rotação do ativo mostra uma tendência crescente no período em estudo, sinónimo da crescente capacidade produtiva da empresa.

Relativamente aos rácios de rentabilidade (tabela 11), os rácios de rentabilidade operacional das vendas, rentabilidade líquida das vendas e rentabilidade operacional do ativo apresentam sempre valores negativos exceto no ano de 2019, quando a empresa gera resultados positivos. Tendência inversa apresenta o rácio de rentabilidade dos capitais próprios que se apresenta negativo pela primeira vez em 2019. Até então, o sinal do rácio era influenciado por numerador (resultado líquido) e denominador (capital próprio) serem ambos negativos. Recordamos que o capital próprio da empresa é negativo em todos os anos estudados, cujo aumento é causado pela transição dos resultados negativos do exercício anterior, tal como um peso do financiamento não corrente elevado, consequentemente, a empresa encontra-se em falência técnica.

Tabela 11 – Rácios de rentabilidade das Termas de Monfortinho (2016-2019).

	2016	2017	2018	2019
Rendibilidade operacional das vendas	-4,66%	-19,46%	-15,48%	3,73%
Rendibilidade líquida das vendas	-0,05%	-0,20%	-0,16%	0,04%
Rendibilidade operacional do ativo	-1,28%	-10,24%	-8,20%	2,32%
Rendibilidade dos capitais próprios	201,42%	93,55%	42,13%	-13,18%

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Através do modelo multiplicativo da análise DuPont, verifica-se que os resultados transitados dos anos anteriores, anulam os resultados positivos de 2019, não permitindo ainda uma rentabilidade positiva.

Por fim, como vemos na tabela 12, o grau de alavanca financeiro tem-se mantido igual a 1 nos anos em análise, indicando que o risco financeiro se vai mantendo inalterado apesar do endividamento da empresa. Não obstante o elevado endividamento da empresa e os muitos empréstimos a pagar, em nenhum dos exercícios existe registo de gastos financeiros, o que nos leva a crer que exista algum acordo (moratória) com as entidades credoras que permita que o pagamento dos juros seja feito mais tarde. A ausência de resultados financeiros negativos contribui para que o risco financeiro se mantenha inalterado.

Tabela 12 –Rácio de risco financeiro das Termas de Monfortinho (2016- 2019).

	2016	2017	2018	2019
Grau de alavanca financeiro	1,00	1,00	1,00	1,00

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

4.1.3. Termas de São Pedro do Sul

Entre 2014 e 2019, as Termas de São Pedro do Sul sempre apresentaram valores de liquidez geral, liquidez reduzida e liquidez imediata abaixo de 1, conforme mostra a tabela 13, expondo dificuldades no cumprimento das obrigações de curto prazo. Podemos acrescentar que nem a conta de inventários nem a conta de clientes afetam em grande escala os meios financeiros líquidos da empresa pois a variação entre os 3 rácios não é grande.

Tabela 13 – Rácios de liquidez das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez geral	0,25	0,19	0,23	0,25	0,21	0,18
Liquidez reduzida	0,21	0,15	0,17	0,20	0,13	0,12
Liquidez imediata	0,20	0,10	0,16	0,19	0,12	0,09

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Podemos observar os rácios de funcionamento da empresa na tabela 14.

Relativamente à eficiência da gestão dos inventários, apenas poderemos tirar conclusões quando compararmos os dados deste estabelecimento com os restantes pois quanto maior o valor do rácio, melhor será o desempenho da empresa (da Silva & Ferreira, 2018; Fernandes et al., 2019; Neves, 2007, 2012) e para tal necessitamos de termo de comparao.

Relativamente à celeridade com que a empresa recebe dos seus clientes, podemos constatar que, a empresa tem demorado cerca 2 a 3 dias na cobrança, salvo em 2015 quando esse prazo aumentou para 13 dias, o pior registo do período analisado, e em 2019 que demorou 9 dias.

Quanto ao prazo de pagamento aos seus fornecedores, em 2014 era inferior a um mês (27 dias), o prazo mais baixo do período em estudo, tendo aumentado nos anos seguintes para 76, 93 e 131 dias, decrescendo em 2018 para 106 dias e em 2019 para 99 dias. A empresa parece não conseguir equilibrar as contas de fornecedores.

Tabela 14 – Rácios de funcionamento das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rotao dos inventários	34	31	20	18	20	25
Prazo médio de recebimento	3	13	2	3	2	9 <i>em dias</i>
Prazo médio de pagamento	27	76	93	131	106	99 <i>em dias</i>

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Como se pode observar na tabela 15, as Termas de São Pedro do Sul, no período em estudo, utilizaram entre 80% (em 2014) e 77% (em 2018 e 2019) de capital alheio para financiar as suas atividades, pelo que, regista um máximo de 23% de autonomia financeira quando o endividamento baixa para 77%.

Pela análise ao rácio da estrutura do endividamento, concluímos que as Termas de São Pedro do Sul têm maior endividamento no médio e longo prazo porque o valor do rácio é mais baixo (Fernandes et al., 2019; Martins, 2004).

No que concerne à capacidade da empresa cumprir as suas obrigaes com recurso ao capital próprio (solvabilidade), os valores apresentados são alarmantes por estarem abaixo de 0,5, expressando a insuficiência dos capitais prrios para fazer face ao passivo (Fernandes et al., 2019; Martins, 2004; Queirós et al., 2020).

Quanto à capacidade produtiva das Termas de São Pedro do Sul, apesar do crescimento registado a partir de 2017, continuam a ser valores baixos.

Tabela 15 – Rácios de alavanca financeira das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Autonomia financeira	0,20	0,21	0,20	0,20	0,23	0,23
Endividamento	0,80	0,79	0,80	0,80	0,77	0,77
Estrutura do endividamento	0,24	0,26	0,31	0,39	0,25	0,31
Solvabilidade	0,25	0,26	0,25	0,25	0,29	0,31
Rotação do ativo	0,28	0,28	0,28	0,29	0,30	0,33

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Como se pode observar na tabela 16, os vários rácios de rentabilidade apresentaram o seu melhor resultado em 2014, diminuindo a propensão para gerar resultados nos anos seguintes, demonstrando, no entanto, recuperação a partir de 2018. De referir ainda que, nos anos de 2016 e 2017, a rentabilidade líquida do negócio foi negativa pois o resultado antes de impostos foi de zero em ambos os anos, os resultados operacionais foram totalmente absorvidos pelos juros e gastos similares suportados nesses exercícios.

Tabela 16 – Rácios de rentabilidade das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilidade operacional das vendas	9,189%	4,856%	3,618%	3,144%	4,606%	5,010%
Rentabilidade líquida das vendas	0,033%	0,002%	-0,001%	-0,001%	0,008%	0,013%
Rentabilidade operacional do ativo	2,565%	1,357%	1,022%	0,909%	1,395%	1,645%
Rentabilidade dos capitais próprios	4,567%	0,235%	-0,130%	-0,200%	1,097%	1,810%

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Não foi possível efetuar a análise DuPont nos anos de 2016 e 2017, porque o resultado antes de impostos foi zero nesses anos. Em 2015 face a 2014, o rácio é afetado pela diminuição da ROV, do peso dos capitais próprios no ativo, do peso dos gastos de financiamento nos resultados e pela área fiscal (efeito dos impostos). Por sua vez, em 2019 comparativamente a 2018, o rácio é afetado pela diminuição do peso dos capitais próprios no ativo e pelo aumento da rotação do ativo, do peso dos gastos de financiamento nos resultados e pelo efeito dos impostos.

O risco financeiro (tabela 17) das Termas de São Pedro do Sul cresceu significativamente de 2014 para 2015 (em 2015, os rendimentos baixaram por influência da redução do volume de negócios e os gastos operacionais mantiveram-se em linha com o exercício anterior, bem como, os gastos/reversões de depreciação e de amortização, por outro lado, os juros e gastos similares suportados também diminuíram face ao ano anterior) e baixou de 2018 para 2019 (em 2019, os rendimentos e os gastos operacionais aumentaram face ao exercício anterior, bem como, o resultado antes de impostos, o que levou à diminuição do risco financeiro). Não foi possível calcular os valores referentes aos anos de 2016 e 2017 porque nas respetivas demonstrações de resultados, o resultado antes de impostos foi zero.

Tabela 17 - Rácio de risco financeiro das Termas de São Pedro do Sul (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Grau de alavanca financeiro	2,64	19,87	-	-	3,76	2,69

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

4.1.4. Termas de São Vicente

As Termas de São Vicente apresentam valores para liquidez geral e liquidez reduzida iguais em todos os anos porque no período em análise, a conta de inventários teve saldo zero, logo não influenciando a liquidez da empresa. Em todos os anos, ambos os rácios apresentam resultados superiores a 1, indicando a capacidade da empresa em cumprir as obrigações de curto prazo (Breia et al., 2014; Fernandes et al., 2019). Como se pode ver na tabela 18, a tendência foi crescente salvo o abrandamento nos anos de 2017 e 2019. Os resultados dos rácios de liquidez geral e reduzida de 2018 e 2019 refletem o aumento do ativo corrente e a diminuição do passivo corrente face aos anos anteriores, destacando-se os aumentos na conta de clientes em 2018 e o outro ativo corrente em 2019.

No que se refere à liquidez imediata, apenas em 2019, o resultado do rácio é superior a 1, revelando a maior dificuldade de cumprir os compromissos de curto prazo com os ativos de maior liquidez nos demais anos.

Tabela 18 - Rácios de liquidez das Termas de São Vicente (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Liquidez geral	1,59	1,61	2,97	2,14	14,01	11,58
Liquidez reduzida	1,59	1,61	2,97	2,14	14,01	11,58
Liquidez imediata	0,45	0,23	0,06	0,06	0,21	5,35

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

As Termas de São Vicente não possuíram inventários no período em estudo, pelo que o respetivo rácio não apresenta quaisquer valores.

Relativamente ao prazo médio de recebimento, verifica-se que têm um prazo demasiado lato, sendo superior a um ano mesmo no seu melhor período (2019) em que levou 435 dias para receber dos seus clientes. Esta demora no recebimento certamente coloca a empresa em posição difícil para cumprir com as suas obrigações, nomeadamente o pagamento aos fornecedores como se pode ver a seguir.

No que se refere ao pagamento aos seus fornecedores, as Termas de São Vicente apresentam sempre um elevado número de dias para regularizar as dívidas junto dos fornecedores, tendo os valores mais baixos sido registados em 2018 (46 dias) e 2019 (35 dias).

Tabela 19 – Rácios de funcionamento das Termas de São Vicente (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
Rotação dos inventários	-	-	-	-	-	-	-
Prazo médio de recebimento	1469386	1467	3972	2609	1005	435	<i>em dias</i>
Prazo médio de pagamento	47253	89	103	150	46	35	<i>em dias</i>

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Como se pode ver na tabela 20, as Termas de São Vicente apresentam nos anos de 2016, 2018 e 2019 maior capacidade financeira e menor endividamento, assim, nesses anos, a empresa tinha maior percentagem de capital próprio do que capital alheio, existiu inclusive um aumento do capital próprio em 2018. No entanto, em 2014, 2015 e 2017, verificou-se a situação inversa e o capital alheio totalizava 56% (2014 e 2015) e 57% (2017) do total da empresa.

De acordo com os resultados do rácio de estrutura do endividamento, as Termas de São Vicente têm maior endividamento de curto prazo, tendo registado a percentagem mais baixa em 2016 com 69%.

No período em estudo, as Termas de São Vicente apresentam três anos com risco de solvabilidade (2014, 2015 e 2017) por não terem capital próprio suficiente para fazer face ao passivo, o que não se verifica nos anos de 2016, 2018 e 2019.

Não é possível apresentar resultados para o rácio da rotação do ativo nos anos de 2014, 2015 e 2019 pois a demonstração de resultados da empresa nesses anos revela que o volume de negócios foi zero. Nos restantes anos, o resultado do rácio é bastante baixo denunciando uma fraca capacidade produtiva da empresa (Breia et al., 2014; Neves, 2007, 2012; da Silva & Ferreira, 2018).

Tabela 20 – Rácios de alavanca financeira das Termas de São Vicente (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Autonomia financeira	0,44	0,44	0,54	0,43	0,93	0,92
Endividamento	0,56	0,56	0,46	0,57	0,07	0,08
Estrutura do endividamento	1,00	1,00	0,69	0,78	0,99	0,99
Solvabilidade	0,79	0,77	1,18	0,76	13,32	10,98
Rotação do ativo	-	-	0,08	0,07	0,05	-

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Podemos observar na tabela 21, os resultados dos rácios de rendibilidade das Termas de São Vicente. De referir que não foi possível calcular a rendibilidade operacional das vendas nos anos de 2014, 2015 e 2019 pois o volume de negócios nestes anos foi zero. Situação que nos pareceu estranha por não haver razão aparente, visto que, de acordo com os dados da DGEG, existiu frequência termal. Por outro lado, o facto de o VN ser igual nos restantes 3 anos em estudo indicia que nem sempre os dados apresentados pelo SABI são coerentes. Aguçada a curiosidade, olhámos para os exercícios anteriores ao período estudado, mas tal apenas acrescentou dúvidas. Analisando

a demonstração dos resultados, podemos dizer que, em 2016, a rentabilidade operacional das vendas é positiva em virtude do aumento do volume de negócios. Por sua vez, no ano seguinte (2017), é negativamente afetada pelo aumento dos custos e gastos operacionais que disparam comparativamente aos exercícios anteriores. Em 2018, existe um rendimento suplementar não especificado que ajuda a compensar os elevados custos e gastos operacionais.

A rentabilidade líquida das vendas apresenta-se negativa nos anos de 2017 e 2018 porque o resultado líquido desses períodos também é negativo e do que acabamos de explicar para a rentabilidade operacional das vendas.

Apesar de não ser possível calcular os rácios em 2019, a tendência é negativa, pelo que, podemos afirmar que, apenas em 2016, as Termas de São Vicente apresentaram propensão em gerar resultados positivos.

Observando os resultados dos rácios de rentabilidade operacional do ativo e rentabilidade dos capitais próprios (os únicos com resultados em todo o período estudado) concluímos que, nos anos de 2015 e 2016, as Termas de São Vicente geraram resultados positivos em sentido decrescente e, conseqüentemente, houve retorno a acionistas e investidores.

Tabela 21 – Rácios de rentabilidade das Termas de São Vicente (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilidade operacional das vendas	-	-	14,82%	-34,65%	-3,47%	-
Rentabilidade líquida das vendas	-	-	0,13%	-0,35%	-0,06%	-
Rentabilidade operacional do ativo	-11,11%	6,46%	1,24%	-2,44%	-0,16%	-7,08%
Rentabilidade dos capitais próprios	-25,09%	12,99%	2,02%	-5,77%	-0,31%	-7,77%

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

Apenas foi possível efetuar os cálculos da análise DuPont para os anos de 2016 a 2018, porque nos restantes anos do período em estudo, o volume de negócios da empresa foi zero, logo impossibilitando a aplicação do modelo multiplicativo. De acordo com este rácio, somente no ano de 2016 houve resultados positivos, proporcionados pela rentabilidade operacional das vendas.

O risco financeiro, conforme resultados do rácio apresentados na tabela 22, manteve-se igual a 1 no período estudado, pela ausência de rendimentos e gastos financeiros.

Tabela 22 – Rácio de risco financeiro das Termas de São Vicente (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Grau de alavanca financeiro	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00

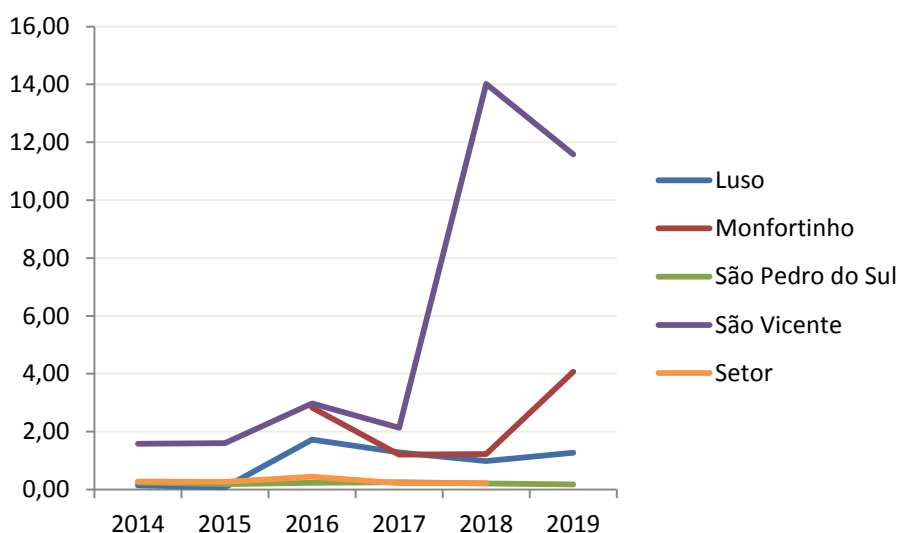
Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

4.2. Comparação de resultados

De seguida, apresentamos a comparação dos resultados das quatro empresas entre si e com a média do setor calculada a partir dos dados divulgados pelo Banco de Portugal.

No que toca à liquidez geral (gráfico 6), a empresa que mais se aproxima da média do setor é a Termas de São Pedro do Sul, no entanto, estes resultados são inferiores a 1 em todos os anos, indicando que as empresas não têm ativos suficientes para fazer face aos seus compromissos de curto prazo. Desta forma, as empresas com fundos para cobrir as obrigações são: Termas de Luso nos anos de 2016, 2017 e 2019, Termas de Monfortinho e Termas de São Vicente em todos os anos estudados. Segundo Fernandes et al. (2019), a empresa que apresenta resultados aceitáveis (1,3 a 1,5) é as Termas de Luso nos anos de 2017 e 2019.

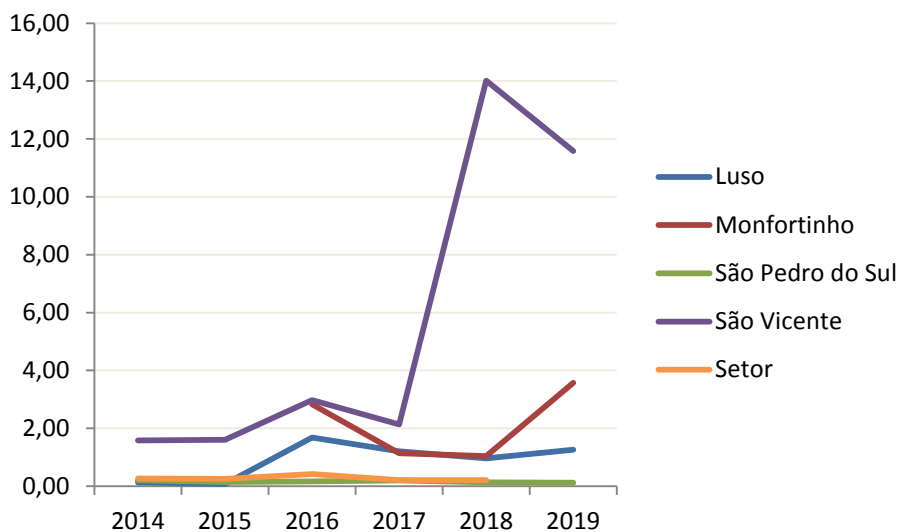
Gráfico 6 – Liquidez geral das 4 empresas estudadas e da média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Podemos observar uma situação semelhante no gráfico 7, onde, novamente, é as Termas de São Pedro do Sul que se aproxima da média do setor. Por comparação à liquidez geral, podemos concluir que as empresas têm um baixo grau de dependência das existências. Considerando os valores aceitáveis (0,9 e 1,1) de Fernandes et al. (2019), temos as empresas Termas de Luso em 2018 e Termas de Monfortinho nos anos de 2017 e 2018

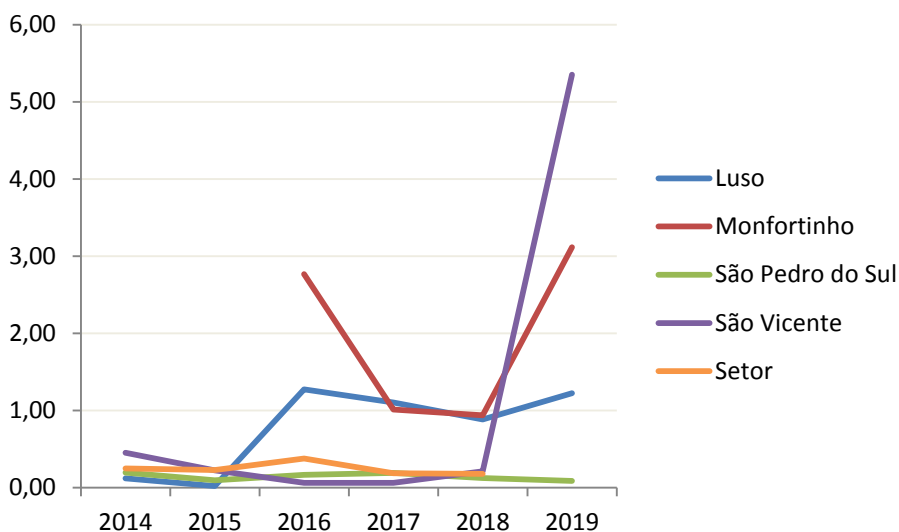
Gráfico 7 – Liquidez reduzida das 4 empresas estudadas e da média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

No que toca à liquidez imediata (gráfico 8), nos anos de 2014 e 2015 todas as empresas estão relativamente próximas da média do setor, mantendo-se nesta proximidade, até 2018, as Termas de São Pedro do Sul e de São Vicente, enquanto as Termas de Monfortinho e as Termas de Luso apresentam uma maior dependência da conta de clientes.

Gráfico 8 – Liquidez imediata das 4 empresas estudadas e média do setor (2014-2019).

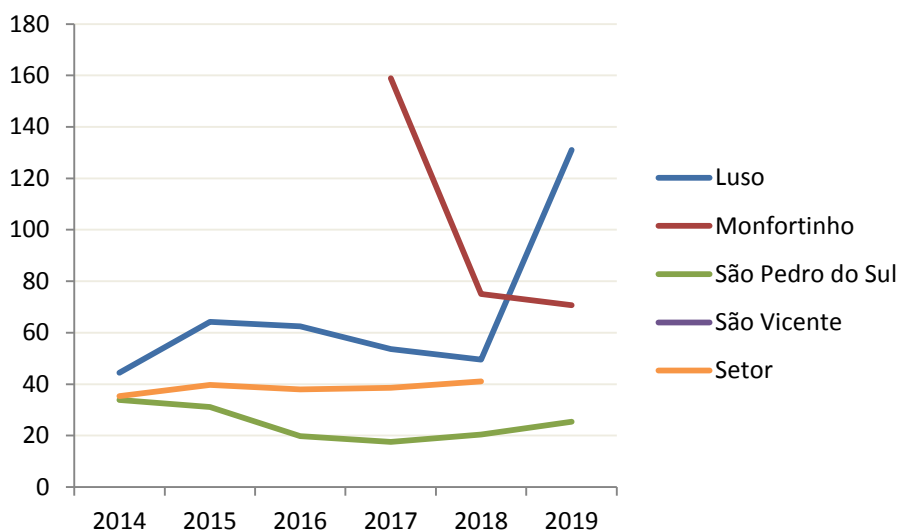


Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Relativamente à rotação dos inventários (gráfico 9), as Termas de São Pedro do Sul são as que, por defeito, se aproximam mais da média do setor mas, a empresa que mais eficientemente gere os seus inventários é as Termas de Luso até 2016, sendo ultrapassadas pelas Termas de Monfortinho em 2017 e 2018, mas recuperando posição em 2019.

Importa referir que as Termas de São Vicente não apresentam valores neste rácio por ausência de inventários em todos os anos estudados.

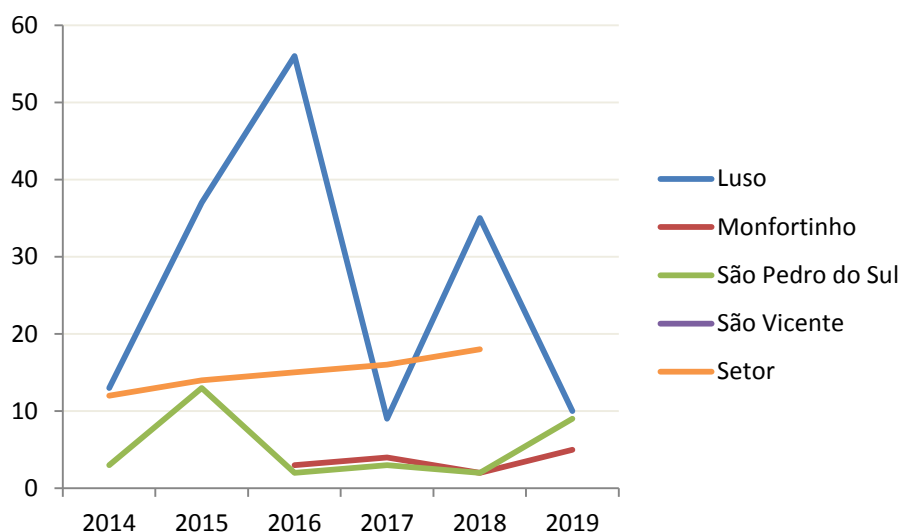
Gráfico 9 – Rotação dos inventários das 4 empresas estudadas e média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

As empresas mais eficientes na cobrança das dívidas dos seus clientes são as Termas de Monfortinho e Termas de São Pedro do Sul, as quais se encontram abaixo da média do setor, como se pode observar no gráfico 10. As Termas de São Vicente apresentam prazos de cobrança demasiado latos para constarem do gráfico, sendo que o seu melhor prazo são 435 dias em 2019.

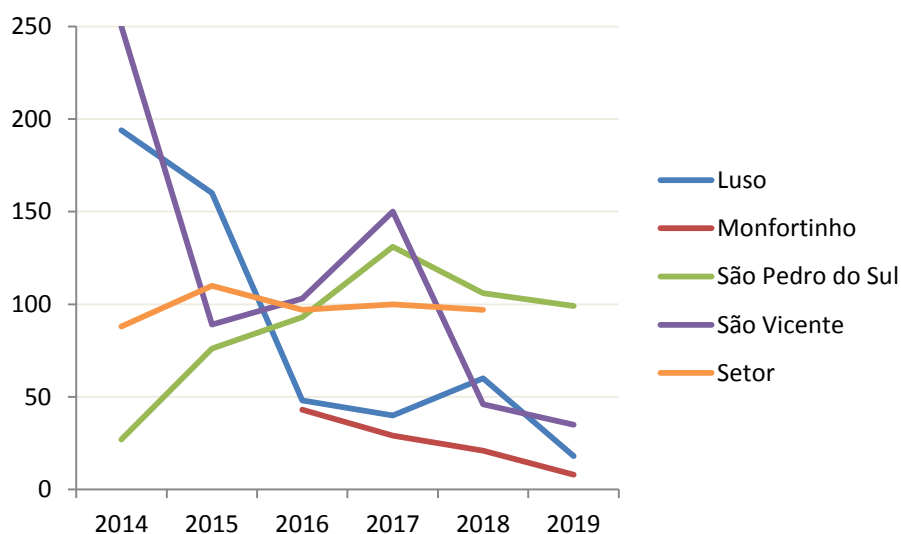
Gráfico 10 – Prazo médio de recebimento das 4 empresas estudadas e média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

No gráfico 11, exibem-se em número de dias, o tempo que cada empresa demora a regularizar as suas dívidas. O setor paga aos seus fornecedores num prazo médio ligeiramente superior a 3 meses, acima do qual encontramos: as Termas de São Vicente nos anos de 2014 (muito superior a todas as outras empresas estudadas), 2016 e 2017; as Termas de São Pedro do Sul nos anos de 2017 e 2018; as Termas de Luso nos anos de 2014 e 2015. As Termas de Monfortinho apresentam de forma consistente o prazo mais baixo de todos os estabelecimentos, o que poderá evidenciar falta de poder negocial da empresa perante os seus fornecedores.

Gráfico 11 – Prazo médio de pagamento das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Sendo a autonomia financeira (gráfico 12) e o endividamento (gráfico 13) complementares, parece-nos correto analisar os resultados em conjunto até para evitar repetições.

As Termas de Monfortinho destacam-se em ambos os gráficos porque apresentam autonomia financeira abaixo de 0 e endividamento acima de 1, consequência do capital próprio ser negativo no período em estudo, o que, como já vimos, significa que a empresa está totalmente dependente de capitais alheios. Esta empresa tem um capital realizado de 5.000€ que é insuficiente para fazer face aos resultados transitados dos exercícios anteriores. Por outro lado, é a segunda empresa com maior financiamento a médio e longo prazo como se pode ver na tabela 23.

A empresa Termas de São Pedro do Sul é aquela que se encontra mais próxima da média do setor em ambos os gráficos, ficando abaixo da média do setor em termos de autonomia financeiro nos anos de 2017 e 2018. É aquela que apresenta menor autonomia financeira, se não considerarmos as Termas de Monfortinho. A média da autonomia financeira das Termas de São Pedro do Sul no período estudado (0,21) revela estabilidade nos capitais próprios da empresa, apesar dos capitais alheios terem maior peso na estrutura de financiamento da empresa. É a empresa que tem maior financiamento tanto no curto prazo como no médio e longo prazo.

Analisando as contas de financiamentos obtidos correntes e não correntes, resumidas na tabela abaixo, verificamos que, salvo as Termas de São Vicente, os estabelecimentos termais encontram-se a “sobreviver” com empréstimos elevados.

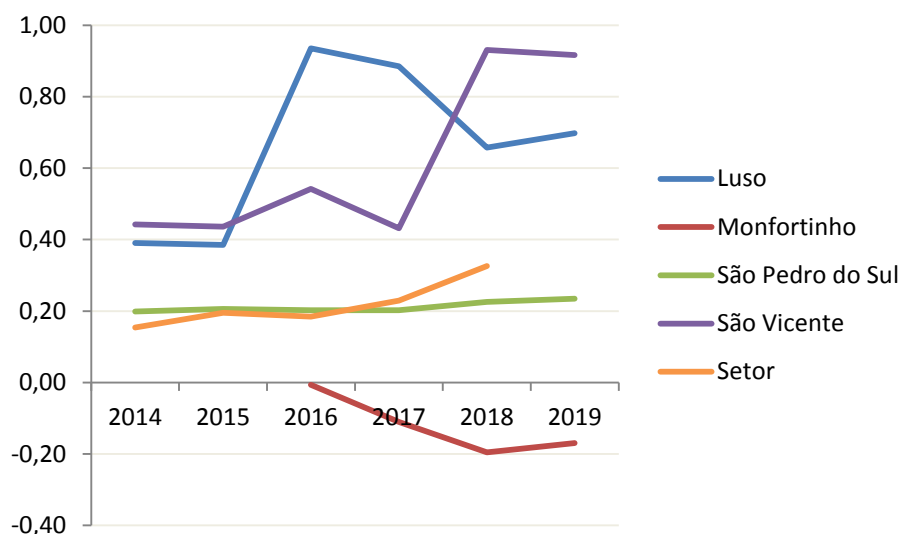
Tabela 23 – Peso relativo dos financiamentos obtidos correntes e não correntes face ao ativo por estabelecimento termal (2014-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Luso	16,98%	25,60%	0,00%	7,96%	18,36%	17,22%
Monfortinho	-	-	94,06%	102,97%	113,00%	112,46%
São Pedro	75,20%	71,26%	69,80%	65,22%	66,16%	64,54%
São Vicente	25,55%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Adaptado de SABI, 2020.

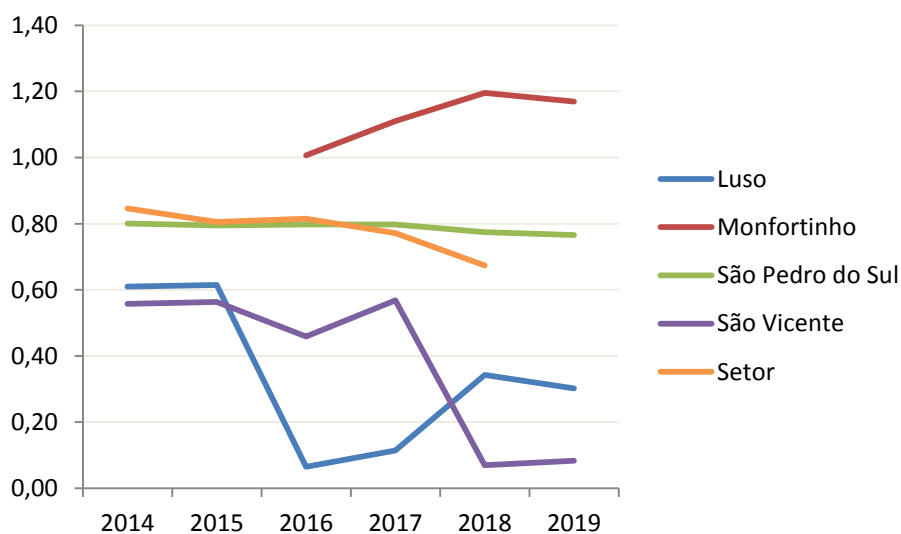
As empresas que tem vindo a diminuir o peso dos capitais alheios no seu financiamento são as Termas de Luso e as Termas de São Vicente, as quais apresentam, nos piores anos, capitais próprios de 39% (2014 e 2015) e 43% (2017), respetivamente. Desde 2016 que a empresa Termas de Luso é maioritariamente composta por capitais próprios.

Gráfico 12 – Autonomia financeira das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Gráfico 13 – Endividamento das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).

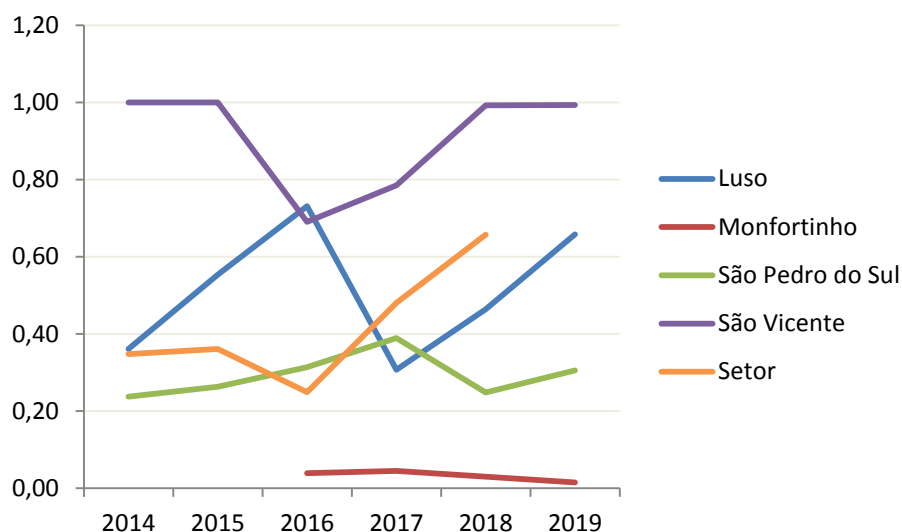


Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

No que se refere à estrutura do endividamento (gráfico 14), a empresa que apresenta maior endividamento no médio e longo prazo é as Termas de Monfortinho em todo o período estudado. Com maior endividamento no curto prazo encontramos as Termas de São Vicente em todos os anos, exceto 2016, no qual são suplantadas pelas Termas de Luso.

À semelhança do que temos vindo a registar, a empresa Termas de São Pedro do Sul é, uma vez mais, aquela que está mais próxima da média do setor, apenas destronada pelas Termas de Luso em 2018.

Gráfico 14 – Estrutura do endividamento das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).

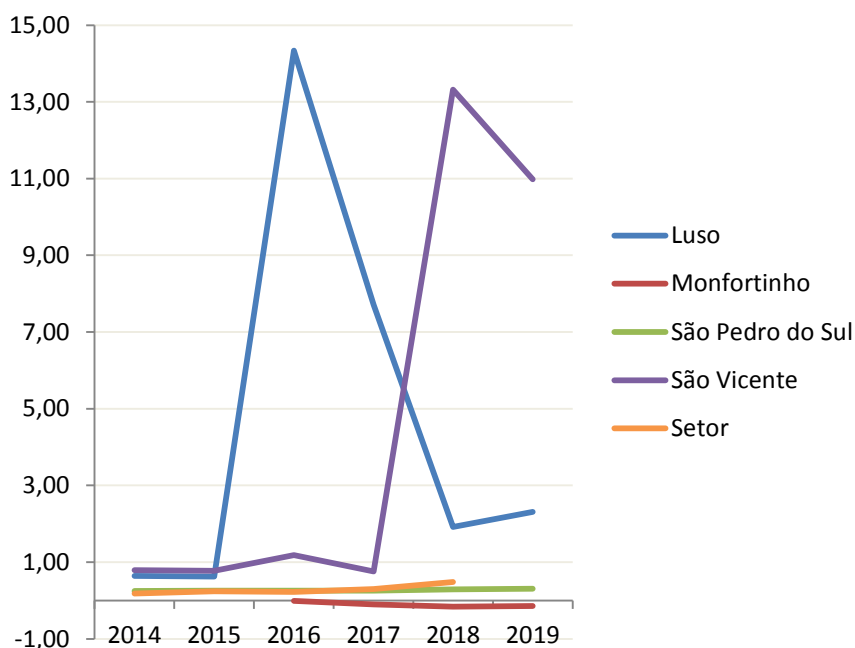


Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Quanto à solvabilidade (gráfico 15), além dos evidentes resultados abaixo de 0 das Termas de Monfortinho que, uma vez mais, refletem os capitais próprios negativos que a empresa teve nos anos em estudo, destacam-se os valores das Termas de São Pedro do Sul, novamente em linha com a média do setor, no entanto, ambos abaixo de 0,5 o que revela risco alarmante pois os capitais próprios da empresa são inferiores a 33%, ou seja, a empresa não terá capital próprio suficiente para fazer face às suas obrigações.

Acima do risco alarmante estão as Termas de Luso e as Termas de São Vicente, ambas com capitais próprios suficientes para cobrir as suas obrigações desde 2016, com exceção feita ao ano de 2017 das Termas de São Vicente, que curiosamente é o pior ano em termos de solvabilidade desta empresa. Os dois picos do gráfico, Termas de Luso em 2016 e Termas de São Vicente em 2018, refletem os respetivos aumentos de capital próprio que cada uma das empresas teve no período em estudo. Pode ainda verificar-se que, os resultados negativos dos exercícios seguintes provocam descidas no gráfico, especialmente acentuada na empresa Termas de Luso.

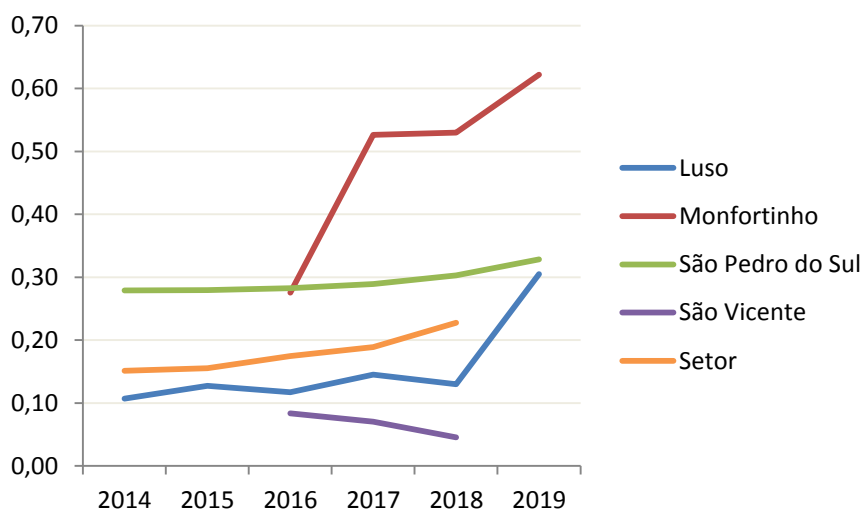
Gráfico 15 - Solvabilidade das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

No gráfico 16, referente à rotação do ativo, destacam-se acima da média do setor as Termas de Monfortinho e as Termas de São Pedro do Sul, significando que têm maior capacidade produtiva que as restantes. A empresa que está mais próxima da média do setor é a Termas de Luso não obstante com valores ligeiramente inferiores. O gráfico revela também a ausência de vendas na empresa Termas de São Vicente nos anos de 2014, 2015 e 2019.

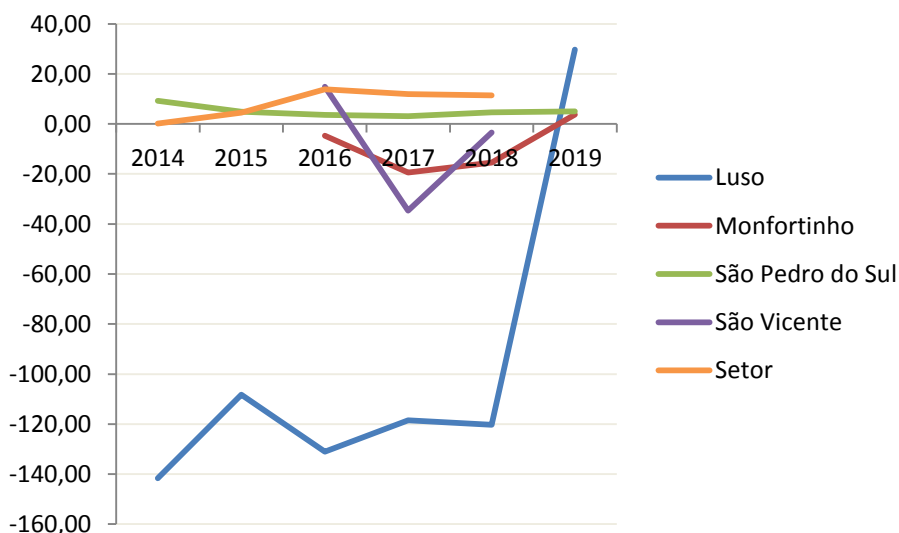
Gráfico 16 - Rotação do ativo das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Como podemos ver no gráfico 17, a propensão das empresas no período em estudo para gerar resultados é bastante baixa, sendo mesmo negativa para as Termas de Monfortinho entre 2016 e 2018, para as Termas de Luso entre 2014 e 2018 e para as Termas de São Vicente em 2017 e 2018. Apenas as Termas de São Pedro do Sul se mantiveram positivas em todo o período estudado e surgem, uma vez mais, muito próximas da média do setor.

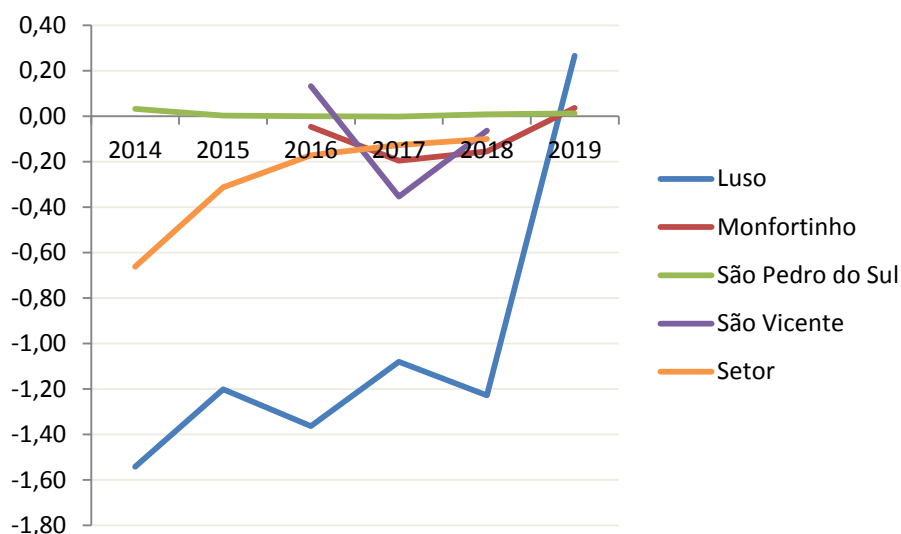
Gráfico 17 - Rendibilidade operacional das vendas das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

No gráfico 18, podemos ver que as Termas de São Pedro do Sul é a única empresa que apresentou valores positivos de rendibilidade líquida das vendas em 4 dos 6 anos estudados, revelando que foi a única das 4 empresas estudadas a ter algum ganho líquido com as suas vendas e prestações de serviços. Àquela juntam-se, em 2019, as Termas de Luso e as Termas de Monfortinho. As Termas de São Vicente, as únicas com RLV positiva em 2016, não tiveram vendas nos anos de 2014, 2015 e 2019, e, por isso, não apresentam dados para esses anos. De referir ainda que, o setor apresenta valores negativos em todos os anos estudados/disponíveis.

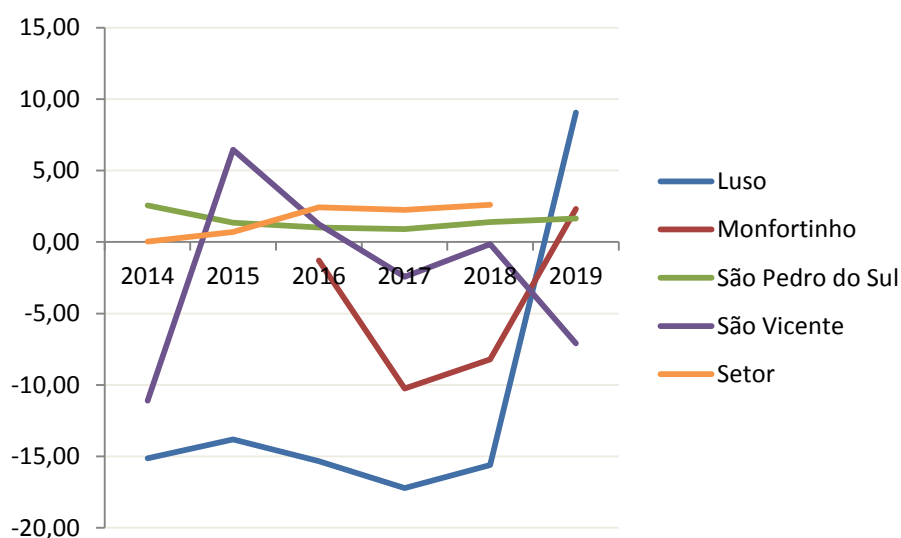
Gráfico 18 - Rendibilidade líquida das vendas das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

No que se refere à rentabilidade operacional do ativo (gráfico 19), podemos observar que a média do setor e os valores das Termas de São Pedro do Sul mantêm-se positivos durante o período estudado, apesar de não serem valores elevados. Em 2019, as Termas de Luso juntaram-se ao grupo de empresas que teve capacidade para dar retorno aos seus investidores.

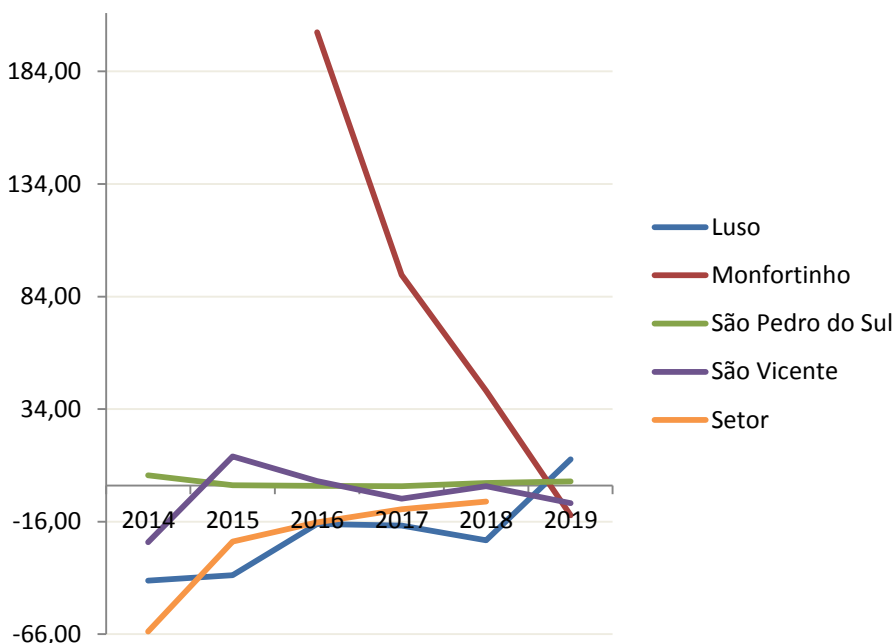
Gráfico 19 - Rentabilidade operacional do ativo das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Como se pode observar no gráfico 20, o setor tem vindo a apresentar uma tendência crescente para remunerar os seus acionistas e investidores. As Termas de Luso acompanham a tendência do setor apesar de alguns reveses no período estudado. As Termas de Monfortinho apresentam uma tendência contrária com uma descida quase a pique.

Gráfico 20 - Rendibilidade dos capitais próprios das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

No que se refere à análise DuPont, o setor apresenta uma rendibilidade dos capitais próprios negativa, em todo o período, devido à área financeira, mais concretamente ao impacto que os gastos de financiamento têm nos resultados.

Tendência inversa apresenta as Termas de Monfortinho que vê os proveitos operacionais de 2019 anulados pelos resultados transitados do(s) ano(s) anterior(es).

As Termas de Luso apresentam uma rendibilidade dos capitais próprios negativa, salvo em 2019, quando a área operacional passa a gerar resultados positivos, o que sucedeu com o aumento do volume de negócios e consequente resultado positivo na conta de resultados operacionais.

As Termas de São Pedro do Sul é a única empresa que apresenta uma rendibilidade dos capitais próprios positiva em todos os anos calculados com recurso ao modelo multiplicativo da análise DuPont, cujos resultados são afetados pelas variações nas três áreas que compõem a fórmula. A ausência de valores nos anos de 2016 e 2017 é devido ao RAI ser 0 nesses anos.

As Termas de São Vicente apresentam uma rendibilidade dos capitais próprios positiva no ano de 2016. Em 2017, a rendibilidade dos capitais próprios passa a ser negativa influenciada pela

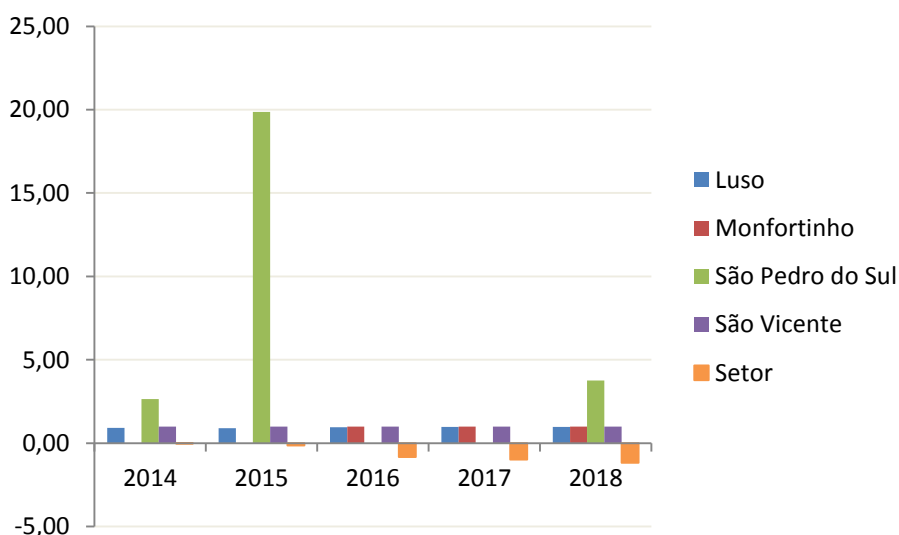
rendibilidade operacional das vendas que passou a negativa e pelo aumento do peso dos capitais próprios no ativo. Em 2018, mantém-se negativa por efeito da rendibilidade operacional das vendas que se mantém negativa e também pelo aumento do efeito dos impostos sobre os rendimentos e gastos do período. O facto de a empresa apresentar um volume de negócios igual a 0 nos anos de 2014, 2015 e 2019, impossibilita a aplicação da fórmula do modelo multiplicativo da rendibilidade do capital próprio.

Relativamente ao grau de alavanca financeiro (gráfico 21), a média do setor apresenta valores negativos em todo o período estudado, o que se pode traduzir por um elevado peso do financiamento alheio na estrutura de capitais do setor e consequentes efeitos dos gastos financeiros nos resultados.

Os valores das Termas de Luso rondam 1, revelando custos e perdas financeiros baixos e ausência de proveitos e ganhos financeiros. Já as Termas de Monfortinho e as Termas de São Vicente por ausência de resultados financeiros apresentam um grau de alavanca financeiro igual a 1. De recordar que, as Termas de Monfortinho se encontram bastante endividadas mas, por razões que não conseguimos apurar, não se encontram a pagar juros e daí a ausência de resultados financeiros que influenciam o rácio, colocando esta empresa com um risco financeiro igual ao de uma empresa não endividada.

Por seu turno, as Termas de São Pedro do Sul são as que apresentam maior risco revelando os elevados custos e perdas financeiras, decorrentes do elevado endividamento da empresa, que afetam a rendibilidade dos capitais próprios, colocando-a dependente de capitais alheios.

Gráfico 21 - Grau de alavanca financeiro das 4 empresas estudadas e a média do setor (2014-2019).



Fonte: Adaptado de SABI, 2020 e Banco de Portugal, 2020.

Página intencionalmente deixada em branco

Conclusão

Depois de termos analisado os dados, primeiro individualmente e depois comparativamente entre as 4 empresas e a média do setor, temos que concluir que, apesar das características que uniram as 4 empresas neste estudo, as suas características financeiras são bastante diferentes, a começar pela sua forma jurídica (duas sociedades por quotas, uma empresa municipal e uma sociedade anónima).

No período estudado não se conseguiram estabelecer tendências de crescimento ou abrandamento mais longas do que 2 ou 3 anos consecutivos, exceto nos rácios de rentabilidade do setor e rotação do ativo do setor onde existe uma tendência de crescimento entre 2014 e 2018 (último ano disponibilizado à data de elaboração do presente estudo).

Duma forma geral, podemos dizer que, a empresa que apresenta melhor equilíbrio financeiro de curto prazo, nos rácios de liquidez é as Termas de São Vicente, contudo é a que apresenta maior saldo na conta de clientes, o que condiciona a liquidez imediata. As Termas de Luso e as Termas de São Pedro do Sul são as que apresentam menores variações no período estudado.

Nos rácios de equilíbrio financeiro de médio e longo prazo, concretamente na autonomia financeira, as Termas de Luso apresentam a melhor média e a melhor mediana, seguidas pelas Termas de São Vicente. Já a empresa que apresenta menos oscilações no período estudado é as Termas de São Pedro do Sul. As Termas de Monfortinho é a empresa que apresenta maior endividamento até porque, como vimos, o seu capital próprio apresenta valores negativos no período analisado.

As Termas de Monfortinho e as Termas de São Pedro do Sul têm maior endividamento no curto prazo, ao passo que, as Termas de Luso e as Termas de São Vicente (com superioridade para as últimas) têm maior endividamento no médio e longo prazo.

As Termas de Luso e as Termas de São Vicente têm capital próprio suficiente para fazer face aos seus compromissos de médio e longo prazo e nos anos em que tal não acontece, o risco que apresentam não é alarmante (por o valor do rácio ser acima de 0,5), ao contrário do que sucede com as Termas de São Pedro do Sul que se encontram sempre abaixo do indicador de risco alarmante.

Das 4 empresas é as Termas de Monfortinho que apresenta maior capacidade produtiva, seguindo-se as Termas de São Pedro do Sul.

As Termas de São Pedro do Sul apresentam maior propensão para gerar resultados mas não podemos ignorar a excelente recuperação que a Termas de Luso faz no período estudado (em 2019 o ROV e o RLV passam finalmente a positivos e superam os resultados das outras empresas).

Ao longo do período estudado, as Termas de São Pedro do Sul é a única empresa que tem rentabilidade dos capitais próprios e alheios positiva. No entanto, em 2019, é ultrapassada pela Termas de Luso e Termas de Monfortinho.

As Termas de Luso retornam positivamente os acionistas e investidores em 2019, depois de nos anos anteriores terem tido ROA negativo. O inverso se passa na Termas de Monfortinho. As Termas

de São Pedro do Sul e as Termas de São Vicente oscilam entre períodos positivos e negativos mas a média da primeira é positiva enquanto a da segunda é negativa, tal como acontece no resultado do rácio do último ano estudado (2019).

A empresa que apresenta valores mais elevados em termos de risco financeiro é a Termas de São Pedro do Sul. Como vimos é também a empresa que tem os montantes de financiamento obtido mais elevados tanto a curto prazo como a médio e longo prazo.

No que toca à aproximação ao setor, podemos dizer que as Termas de São Pedro do Sul é a empresa que tem mais parecenças com a média do setor.

Com base no crescimento do rácio de rendibilidade dos capitais próprios da média do setor, parece-nos que o setor pode ser interessante para os investidores. A análise DuPont comprova isso mesmo quando percebemos que a área que está a tornar a rendibilidade negativa é justamente a área financeira, mais concretamente o peso dos gastos de financiamento nos resultados.

Limitações da investigação e sugestões para futuras investigações

Sabíamos de antemão que iria ser um trabalho longo e desafiante mas estávamos longe de imaginar que, pelo meio, uma pandemia iria dificultar o trabalho, tornando-o em algumas ocasiões penoso. Sempre gostámos de nos sentar nas bibliotecas rodeados de livros e artigos que pudéssemos tocar à medida que os íamos lendo mas, com a pandemia, isso deixou de ser possível (da mesma maneira). Não procurando desculpabilizarmo-nos, a verdade é que essa situação dificultou o acesso a bibliografia da área financeira, justamente aquela que mais precisávamos em virtude de não fazer parte da nossa formação base. Felizmente, conseguimos ir ultrapassando os obstáculos à medida que estes iam surgindo, uns com maior dificuldade que outros.

Admitimos que tivemos dificuldade na interpretação dos resultados, no entanto, deu-nos imenso prazer colocar a teoria em prática e calcular todos os rácios financeiros para os quais tínhamos elementos.

Na nossa opinião, conseguimos alcançar os objetivos a que nos propusemos no início do trabalho e conseguimos estudar a viabilidade económica dos quatro estabelecimentos termais. Talvez por não haver um estabelecimento que fosse dominante em todos os rácios, temos uma sensação de que ficou a faltar qualquer coisa. Por outro lado, talvez estas diferenças espelhem melhor a realidade do termalismo português.

Cientes que os resultados são próprios de cada uma das empresas estudadas e que não podem ser vinculativos a nenhuma outra, estamos, contudo, convictos que a aplicação deste método de análise a outro conjunto de empresas que sejam reunidas sob outros critérios de seleção, poderão revelar algum fio condutor se ele existir. Sugerimos, a título de exemplo, que se selecionem estabelecimentos termais que tenham números de frequência termal semelhantes.

Página intencionalmente deixada em branco

Referências bibliográficas

- Associação das Termas de Portugal. (2009). *Manual de boas práticas dos estabelecimentos termais*. Lisboa: Associação das Termas de Portugal.
- Bastos, C., Quintela, M. M., & de Matos, A. P. (2002). *O novo aquilégio*. Obtido de <http://www.aguas.ics.ul.pt/index.htm>.
- Breia, A. F., Mata, M. N., & Pereira, V. M. (2014). *Análise económica e financeira: aspetos teóricos e casos práticos*. Lisboa: Letras e Conceitos, Lda.
- Burja, V., & Mărginean, R. (2014). The study of factors that may influence the performance by the Dupont analysis in the furniture industry. *Procedia Economics and Finance*, 16, 213-223.
- Cantista, A. P. (2010). O Termalismo em Portugal. *Anales de Hidrología Médica 2008-2010*, 3, 79-107.
- Cavaco, C. (2008). Parte I – Turismo(s) de saúde e bem-estar. In C. L. Medeiros, & C. Cavaco (Eds.), *Turismo de saúde e bem-estar: termas, spas termais e talassoterapia* (pp. 22-128). Lisboa: CEPCEP – Centro de Estudos dos Povos e Culturas de Expressão Portuguesa, Universidade Católica Portuguesa.
- Clark-Kennedy, J. (2018). World balneotherapy research update 2018. Retirado de <https://globalwellnessinstitute.org/wp-content/uploads/2018/10/James-Clark-Kennedy-Global-Hot-Springs-Research-and-Hot-Springs-for-Mental-Health.pdf>.
- Clark-Kennedy, J., & Cohen, M. (2017). Indulgence or therapy? Exploring the characteristics, motivations and experiences of hot springs bathers in Victoria, Australia. *Asia Pacific Journal of Tourism Research*, 22, 501-511.
- Coccheri, S., Gasbarrini, G., Valenti, M., Nappi, G., & Di Orio, F. (2008). Has time come for a re-assessment of spa therapy? The NAIADE survey in Italy. *J Biometeorol*, 52, 231-237.
- Costa, J. P. (2017). *Análise Económica e Financeira da COAPE, C.R.L.* (Relatório de estágio submetido ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira). Retirado de https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/21158/1/Jason_Costa.pdf.
- Coutinho, C. P. (2011). *Metodologia de investigação em ciências sociais e humanas: teoria e prática* (2.ª reimpressão). Coimbra: Edições Almedina, S.A.
- Cunha, L. (2006). A procura turística. In L. Cunha, *Economia e política do turismo* (pp. 139-242). Lisboa: Editorial Verbo.
- Cunha, J. (2013). *A Análise Financeira como ferramenta de apoio à tomada de decisão. Estudo de Caso: Termalístur, E.E.M. - Termas de S. Pedro do Sul*. (Dissertação para a obtenção do

grau de Mestre em Gestão de Unidades de Saúde, Universidade da Beira Interior, Faculdade de Ciências Sociais e Humanas). Retirado de https://ubibliorum.ubi.pt/bitstream/10400.6/2895/1/DISSERTA%C3%87%C3%83O_JO%C3%83O_CUNHA.pdf.

- Cunha, L. (2003). *Perspectivas e tendências do turismo*. Lisboa: Edições Universitárias Lusófonas.
- da Silva, J. V., & Ferreira, P. J. (2018). *Princípios de gestão financeira* (2.ª ed.). Lisboa: Letras e Conceitos, Lda.
- Decreto-lei n.º 142/2004 do Ministério da Saúde (2004). Diário da República: I Série, n.º 136.
- Diegues, P., & Martins, V. (2010). Águas termais: riscos e benefícios para a saúde. *Encontro Técnico - Água e Saúde*. Caparica. Retirado de https://www.dgs.pt/ficheiros-de-upload-2/sa-guas-termais-riscos-e-beneficios-para-a-saude_final_a-pdf.aspx.
- Dönmez, A., Karagülle, M. Z., Tercan, N., Dinler, M., İşsver, H., Karagülle, M., & Turan, M. (2005). SPA therapy in fibromyalgia: a randomised controlled clinic study. *Rheumatol Int*, 26, 168-172.
- Eyzaguirre, F. M. (2008). Importancia de la medicina termal. *Balnea*, 4, 35-50.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2019). *Análise financeira: teoria e prática* (5.ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Ferreira, L., & Sarmiento, M. (2017). Da investigação quantitativa em contabilidade: investigação por inquérito. In M. J. Maior, & R. Vieira, *Contabilidade e controlo de gestão: teoria, metodologia e prática* (pp. 173-214). Forte da Casa: Escolar Editora.
- Fioravanti, A., Cantarini, L., Guidelli, G. M., & Galeazzi, M. (2011). Mechanisms of action of spa therapies in rheumatic diseases: what scientific evidence is there? *Rheumatol Int*, 31, 1-8.
- Fioravanti, A., Manica, P., Bortolotti, R., Cevenini, G., Tenti, S., & Paolazzi, G. (2018). Is balneotherapy effective for fibromyalgia? Results from a 6-month double-blind randomized clinical trial. *Clinical Rheumatology*, 37, 2203-2212.
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa* (4.ª ed.). São Paulo, Brasil: Editora Atlas, S.A.
- Global Wellness Institute. (s.d.). *Global Wellness Institute*. Retirado de <https://globalwellnessinstitute.org/initiatives/hot-springs-initiative/global-thermal-think-tanks/>.
- Goeldner, C. R., Ritchie, J. R., & McIntosh, R. W. (2002). *Turismo: princípios, práticas e filosofias* (8.ª ed.). São Paulo, Brasil: Bookman.
- Grupo de Trabalho Interdepartamental. (1984). *Estudo e proposta de medidas de recuperação do Hospital Termal Rainha D. Leonor*.

- Kasilingam, R., & Jayabal, G. (2012). Profitability and solvency analysis of a manufacturing company using Dupont and Altman model. *BVIMR Management Edge*, 5(2), 53-64.
- Kesiktas, N., Karakas, S., Gun, K., Gun, N., Murat, S., & Ukudag, M. (2012). Balneotherapy for chronic low back pain: a randomized, controlled study. *Rheumatol Int*, 32, 3193-3199.
- Kiliçoğlu, Ö., Dönmez, A., Karagülle, Z., Erdoğan, N., Akalan, E., & Temelli, Y. (2010). Effect of balneotherapy on temporospatial gait characteristics of patients with osteoarthritis of the knee. *Rheumatol Int*, 30, 739-747.
- Lei n.º 114/2017 da Assembleia da República (2017). Diário da República: I Série, n.º 249.
- Leite, J. (2011, fevereiro 4). Termas de Monfortinho [post em blog]. Retirado de <https://restosdecoleccion.blogspot.com/2011/02/termas-de-monfortinho.html>.
- Lima Santos, L., Gomes, C., Faria, A. R., Lunkes, R. J., Malheiros, C., Silva da Rosa, F., & Nunes, C. (2016). *Contabilidade de gestão hoteleira*. Cacém: ATF - Edições Técnicas.
- Lima, J. P., Antunes, M. T., Neto, O. R., & Peleias, I. R. (2012). Estudos de caso e sua aplicação: proposta de um esquema teórico para pesquisas no campo da contabilidade. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(14), 127-144.
- Lopes, C. R., Malaquias, R., Oliveira, D., Pires, J. R., & Claro, B. (2019). *Manual de Contabilidade e Finanças para não financeiros: teoria e casos práticos* (2.ª ed.). Forte da Casa: Escolar Editora.
- Maldonado-Erazo, C. P., Álvarez-García, J., Del Río-Rama, M. C., & Durán-Sánchez, A. (2017). Ruta del agua: Yaku Ñambi en la Amazonia Ecuatoriana. *Tourism and Hospitality International Journal*, 9(2), 87-112.
- Malhotra, N. (2011). *Pesquisa de marketing: foco na decisão* (3.ª ed.). São Paulo, Brasil: Pearson Education do Brasil.
- Mangorrinha, J. (2000). *O lugar das Termas: Património e desenvolvimento regional As Estâncias Termas da Região Oeste*. Livros Horizonte.
- Mangorrinha, J. (2002). *À volta das Termas: Viagens no espaço e no tempo*. Caldas da Rainha: Livraria Nova Galáxia.
- Martins, A. (2004). *Introdução à análise financeira de empresas* (2.ª ed.). Porto: Grupo Editorial Vida Económica.
- Medeiros, C. L., & Cavaco, C. (2008). *Turismo de saúde e bem-estar: termas, spas termas e talassoterapia*. Lisboa: CEPCEP – Centro de Estudos dos Povos e Culturas de Expressão Portuguesa, Universidade Católica Portuguesa.
- Mourão, B. M. (1992). *Medicina Hidrológica moderna terapêutica das Águas Minerais e Estâncias de Cura* (Vol. II). Poços de Caldas, Brasil: Secretaria Municipal de Educação.

- Mourão, M. B. (1997). *A água termal e as termas: uma história milenar*. São Paulo, Brasil: ABINAM - Associação Brasileira das Indústrias de Água Mineral.
- Nabais, C., & Nabais, F. (2011). *Prática financeira I: análise económica e financeira* (6.ª ed.). Lisboa: Lidel - Edições Técnicas, Lda.
- Neves, J. C. (2007). *Análise financeira: técnicas fundamentais*. Lisboa: Texto Editores, Lda.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e relato financeiro: uma visão integrada de gestão* (6.ª ed.). Alfragide: Texto Editores, Lda.
- Oyana, J., Kudo, Y., Maeda, T., Node, K., & Makino, N. (2013). Hyperthermia by bathing in a hot spring improves cardiovascular functions and reduces the production of inflammatory cytokines in patients with chronic heart failure. *Heart and Vessels*, 28, 173-178.
- Padilla-Meléndez, A., & Del-Águila-Obra, A. R. (2016). Health tourism: conceptual framework and insights from the case of a Spanish mature destination. *Tourism & Management Studies*, 12(1), 86-96.
- Péter, I., Jagicza, A., Ajtay, Z., Boncz, I., Kiss, I., Szendi, K., . . . Németh, B. (2017). Balneotherapy in psoriasis rehabilitation. *in vivo - International Journal of Experimental and Clinical Pathophysiology and Drug Research*, 31, 1163-1168.
- Pinto, H. G., Mangorrinha, J., & Serén, M. C. (2003). *Álbum das Termas na colecção do Centro Português de Fotografia*. Lisboa: Assírio & Alvim.
- Pinto, P. C. (1997). Caracterização actual do Termalismo em Portugal. *III Congresso da Geografia Portuguesa* (pp. 173-180). Porto, setembro de 1997. Retirado de http://www.apgeo.pt/files/section44/1257762866_INFORGE0_12_13_P173a180.
- Portaria n.º 337-C/2018 do Ministério da Saúde (2018). Diário da República: I Série, n.º 251.
- Queirós, M., Mota, C., Silva, E. S., Pereira, A., & Resende, M. (2020). *Análise financeira de empresas*. Porto: Quântica Editora - Conteúdos Especializados, Lda.
- Quinteiro, S., & Baleiro, R. (2017). *Estudos em literatura e turismo: conceitos fundamentais*. Lisboa: Universidade de Lisboa, Faculdade de Letras, Centro de Estudos Comparatistas.
- Quintela, M. M. (2004). Saberes e práticas termais: uma perspectiva comparada em Portugal (Termas de S. Pedro do Sul) e no Brasil (Caldas da Imperatriz). *História, Ciências, Saúde*, 11, 239-260.
- Quintela, M. M. (2008). Curar e recrear em termas portuguesas. In *Termas de Portugal* (pp. 9-22). Lisboa: Pixelprint – Edições, Imagem e Comunicação, Lda.
- Ramalho, M. (2014). *Termas de São Vicente*. Retirado de <http://www.patrimoniocultural.gov.pt/pt/patrimonio/patrimonio-imovel/pesquisa-do-patrimonio/classificado-ou-em-vias-de-classificacao/geral/view/71789/>.

- Ramos. (2005). *O termalismo em Portugal: dos factores de obstrução à revitalização pela dimensão turística*. (Tese para a obtenção do grau de Doutor em Turismo, Universidade de Aveiro). Retirado de <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/4955/1/196979.pdf>.
- Ramos, A. (2008). Lazer, turismo e termalismo: inovação e complementaridade no turismo de saúde. *Revista Turismo & Desenvolvimento*, 9, 7-18.
- Resolução do Conselho de Ministros n.º 43/1986 da Presidência do Conselho de Ministros (1986). Diário da República: I Série, n.º 121.
- Saias, L., Carvalho, R., & Amaral, M. C. (2006). *Instrumentos fundamentais de gestão financeira* (5.ª ed.). Lisboa: Universidade Católica Editora, Unipessoal, Lda.
- Teixeira, S. C. (2013). *O termalismo clássico na atualidade: o caso das Termas de Vizela*. (Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Lazer, Património e Desenvolvimento, Universidade de Coimbra, Faculdade de Letras). Retirado de <https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/36090/1/O%20Termalismo%20Classico%20na%20Atualidade.pdf>.
- Termas de Luso. (2020). *Termas de Luso - História*. Retirado de <https://termasdeluso.pt/historia/>.
- Termas de Monfortinho. (2019). *Termas de Monfortinho*. Retirado de <https://www.termasdemonfortinho.com/>.
- Termas de Portugal. (2019). *Rede Termas - Termas de São Vicente*. Retirado de <https://termasdeportugal.pt/rede-termas/termas-de-sao-vicente>.
- Termas de Portugal. (2019). *Rede Termas - Termas de São Pedro do Sul*. Retirado de <https://termasdeportugal.pt/rede-termas/termas-s-pedro-do-sul>.
- Termas de S. Pedro do Sul. (2020). *Termas de S. Pedro do Sul*. Retirado de <https://termas-spsul.com/termas-s-pedro-do-sul/historia/>.
- Turismo de Portugal, IP. (2006). *10 produtos estratégicos para o desenvolvimento do turismo em Portugal: saúde e bem-estar*. Retirado de <http://www.turismo2015.pt/userfiles/File/SaudeeBemEstar.pdf>.
- Turismo de Portugal, IP. (2012). *Termas em Portugal: a oferta e a procura 2011*. Retirado de <http://www.turismodeportugal.pt/Portugu%C3%AAs/ProTurismo/estat%C3%ADsticas/an%C3%A1lisesestat%C3%ADsticas/termasemporugal/Anexos/Termas%20em%20Portugal%202011.pdf>.
- Turismo de Portugal, IP. (2015). *Termas em Portugal 2014: caracterização da oferta e da procura*. Retirado de <https://travelbi.turismodeportugal.pt/pt-pt/Documents/Turismo%20de%20Sa%C3%BAde/termas-portugal-2014.pdf>.

- Turismo de Portugal, IP. (2017). *Estratégia Turismo 2027: liderar o turismo do futuro*. Retirado de <http://www.turismodeportugal.pt/SiteCollectionDocuments/estrategia/estrategia-turismo-2027.pdf>.
- Turismo do Centro. (2020). *Turismo do Centro*. Retirado de <https://turismodocentro.pt/poi/termas-de-monfortinho/>.
- Turismo do Porto e Norte de Portugal. (2020). *Termas de São Vicente*. Retirado de Turismo <http://www.portoenorte.pt/pt/o-que-fazer/termas-de-sao-vicente/>.
- Van Voorhis, K. R. (1981). The dupont model revisited: a simplified application to small business. *Journal of Small Business Management*, 19(2), 45-51.
- Varzaityte, L., Kubilius, R., Rapoliene, L., Bartuseviciute, R., Balcius, A., Ramanauskas, K., & Nedzelskiene, I. (2019, setembro). The effect of balneotherapy and peloid therapy on changes in the functional state of patients with knee joint osteoarthritis: a randomized, controlled, single-blind pilot study. *International Journal of Biometeorology*, s.p..
- Ventura, M. M. (2007). O estudo de caso como modalidade de pesquisa. *Rev SOCERJ*, 20(5), 383-386.
- Vida Extra Expresso. (2020). *Termas portuguesas cresceram 15% desde que os tratamentos são compartilhados*. Retirado de <https://vidaextra.expresso.pt/saude/2020-01-29-Termas-portuguesas-cresceram-15-desde-que-os-tratamentos-sao-compartilhados>.
- Visit Portugal. (2013). *Visit Portugal*. Retirado de <https://www.visitportugal.com/pt-pt/NR/exeres/F451FD68-1368-4531-9429-4495E964B55D>.
- Yang, B., Qin, Q. Z., Han, L. L., Lin, J., & Chen, Y. (2017). Spa therapy (balneotherapy) relieves mental stress, sleep disorder, and general health problems in sub-healthy people. *International Journal of Biometeorology*, 21, 261-272.
- Yin, R. K. (2003). *Estudo de caso: planejamento e métodos* (2.^a ed.). Porto Alegre, Brasil: Bookman.