

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

EQUITY RESEARCH – CTT Correios de
Portugal, S.A.

CATARINA JERÓNIMO EMÍDIO

Projeto

Mestrado em Gestão Empresarial

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professor Fernando Manuel Félix Cardoso

Faro

2015

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

EQUITY RESEARCH – CTT Correios de
Portugal, S.A.

CATARINA JERÓNIMO EMÍDIO

Projeto

Mestrado em Gestão Empresarial

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professor Fernando Manuel Félix Cardoso

Faro

2015

EQUITY RESEARCH – CTT Correios de Portugal, S.A.

Declaro ser a autora deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Catarina Jerónimo Emídio

.....

(assinatura)

Direitos de cópia ou Copyright

© Copyright: (Catarina Jerónimo Emídio)

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicar este trabalho através de exemplares impressos e reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o 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.

Resumo

O presente projeto final de Mestrado em Gestão Empresarial tem como objetivo a avaliação de uma das grandes empresas portuguesas da atualidade, os CTT, Correios de Portugal, S.A. Pretende-se obter um preço-alvo para as suas ações.

A *Equity Research* será realizada através de uma análise aprofundada do grupo e da indústria, assim como das suas perspetivas de crescimento. A apreciação foi realizada com base na revisão bibliográfica e nas melhores práticas de avaliação de empresas, de forma a combinar adequadamente a teoria e a prática e obter o valor justo da cotação dos CTT. Foi aplicado o método de avaliação *Free Cash Flow to the Firme* (FCFF), tendo sido realizada a análise individual aos setores de Correios, Expresso & Encomendas e Serviços Financeiros para posteriormente se obter um valor total da empresa.

Com esta avaliação foi possível apurar um *Equity Value* de €1.472.279.503. As ações dos CTT num cenário base têm um valor unitário de €9,815. Através da análise de sensibilidade realizada concluiu-se que este valor pode oscilar para um mínimo de €7,945 e para um máximo de €11,568. No dia 4/12/2015 a ação fecho o dia a €8,28/ação, o que sugere uma recomendação de compra.

Palavras-chave: CTT; *Equity Research*; *Free Cash Flow to the Firme*; *Equity Value*

Abstract

The present Master's Final Project in Business Management aims to an Evaluation of one of the largest companies in Portugal: CTT, Correios de Portugal. It is intended to achieve a target-price for its shares.

Equity Research will be conducted through an in-dept analysis of the group and the industry, as well as its growth prospects. The assessment was based on the bibliographical revision and best practices of business valuation, in order to properly combine theory and practice, and get the fair value of the price of CTT. The evaluation method applied was Free Cash Flow to the Firm (FCFF), which held the individual analysis of Post sectors, Express & Orders and Financial Services to further obtain a total value of the company.

This evaluation concluded that the company's Equity Value is currently €1 472 279 503. CTT shares, in a baseline scenario, have a unit price of €9,815.

Through the sensitivity analysis, it was concluded that this value can fluctuate for a minimum of €7,945 and a maximum of €11,568. In the fourth day of December 2015, the stock closed the day at €8,28/share, suggesting a buy recommendation.

Keywords: CTT; Equity Research; Free Cash Flow to the Firm; Equity Value

ÍNDICE GERAL

ÍNDICE DE FIGURAS	IX
ÍNDICE DE TABELAS	X
ÍNDICE DE GRÁFICOS	XI
LISTA DE ABREVIATURAS	XII
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO E OBJETIVOS	1
1.1 Introdução	1
1.2. A justificação da investigação	2
1.3. A utilidade da investigação	2
1.4. Objetivos da investigação	2
CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA E RECOLHA DE DADOS	4
CAPÍTULO 3 – ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E DA INDÚSTRIA	5
3.1. Enquadramento macroeconómico	5
3.2. Enquadramento da indústria	9
3.2.1 Cadeia de valor	11
3.2.2. Principais tendências e perspectivas futuras da indústria.....	12
3.2.4. Análise SWOT dos CTT	13
CAPÍTULO 4 – APRESENTAÇÃO DA EMPRESA CTT	15
4.1. A Empresa CTT, CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	15
4.2. Descrição das unidades de negócio	16
4.2.1. Correio.....	17
4.2.2. Expresso & Encomendas.....	18
4.2.3. Serviços Financeiros.....	19
4.3. Evolução bolsista e estrutura acionista	20
4.4. Política dos dividendos	24
4.5. Análise estratégica	25
4.5.1. Modelo das Cinco Forças de Porter	26
4.5.1.1. Ameaça de entrada de novos concorrentes.....	27
4.5.1.2. Poder negocial dos fornecedores	28
4.5.1.3. Poder negocial dos clientes	28

4.5.1.5. Rivalidade entre concorrentes	29
CAPÍTULO 5 – AVALIAÇÃO.....	31
5.1. Estado da Arte	31
5.1.1. Discounted Cash Flows Valuation	31
5.1.1.1. <i>Equity Valuation</i>	31
5.1.1.2. Firm Valuation	35
5.1.1.2.1. <i>Free cash flows to the firm (FCFF)</i>	36
5.1.1.2.2. WACC	37
5.1.1.2.4. Beta.....	40
5.1.1.2.5. Prémio de risco	41
5.1.1.2.6. Valor terminal.....	42
5.1.1.3. Adjusted Present Value Valuation	43
5.1.1.4. Relative Valuation	46
5.1.1.4.1. <i>Peer group</i>	47
5.1.1.4.2. Escolha do Múltiplo	47
5.1.1.5. Contingent Claim Valuation.....	47
5.1.1.6. Accounting Liquidation Valuation	48
5.1.2. Brand Equity.....	48
5.1.2.1. Definição de <i>brand equity</i>	49
5.1.2.2. O âmbito do <i>branding</i>	49
5.2. Aplicabilidade dos vários métodos de avaliação ao caso CTT	50
5.3. Previsões	52
5.3.1. Vendas	52
5.3.2. Prestações de serviços	54
5.3.3. Rendimentos operacionais a clientes externos	55
5.3.4. Prestações internas de serviços.....	57
5.3.5. Fornecimento e serviços externos	58
5.3.6. Gastos com pessoal	59
5.3.7. Outros gastos operacionais.....	60
5.3.8. Prestações internas de serviços.....	61
5.3.9. Quota-parte estrutura central CTT	62

5.3.10. EBITDA	63
5.3.11. Amortizações/ Depreciações e Imparidades.....	64
5.3.12. EBIT	64
5.3.13 Impostos	64
5.3.14. NOPLAT	64
5.3.15. Investimentos em Necessidades de Fundo de Maneio	65
5.3.16. Valor Residual (continuidade).....	65
5.3.17. FCFF.....	65
5.3.18. Rendibilidade exigida pelos acionistas.....	65
5.3.19. Valor do capital próprio	66
CAPÍTULO 6 – ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	68
6.1 Sensibilidade	68
6.2. Discussão de Outras Análises Realizadas.....	70
CAPÍTULO 7 – CONCLUSÕES	72
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	74
ANEXOS	79
Anexo A	79
Anexo B	80
Anexo C	82
Anexo D	84

Índice de Figuras

FIGURA 3.1 - EVOLUÇÃO DO EMPRÉSTIMO EM PORTUGAL	5
FIGURA 3.2 - DESEMPENHO COMPARATIVO DOS ÍNDICES BOLSISTAS (MARÇO DE 2013, FIM DE PERÍODO).....	6
FIGURA 3.3 - CONTRIBUTOS PARA O CRESCIMENTO DO PIB (P.P).....	7
FIGURA 3.4 - DECOMPOSIÇÃO DAS EXPORTAÇÕES DE BENS (CONTRIBUTOS, P.P)	8
FIGURA 3.5 - CADEIA DE VALOR CTT	11
FIGURA 4.1 - OS 500 ANOS DOS CTT	15
FIGURA 4.3 - DESEMPENHO DA AÇÃO CTT VS PSI20 E SETOR POSTAL	21
FIGURA 4.4 - OS 3 EIXOS ESTRATÉGICOS DOS CTT	25
FIGURA 4.5 - MODELO DAS 5 FORÇAS DE PORTER APLICADAS AOS CTT	27
FIGURA 6.1 - RESEARCH AOS CTT REALIZADA POR MARKETS.FT.COM.....	70

Índice de Tabelas

TABELA 3.1 - ANÁLISE SWOT CTT	13
TABELA 4.1 - QUOTAS DE TRÁFEGOS POSTAL (AS 3 PRINCIPAIS CONCORRENTES AOS CTT)	17
TABELA 4.2 - RESUMO DAS 5 FORÇA DE PORTER CTT	30
TABELA 5.1 - AS 10 CARATERÍSTICAS DAS MARCAS FORTES	50
TABELA 5.2 – APLICABILIDADE DAS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO AOS CTT	51
TABELA 6.1 - ANÁLISE DE SENSIBILIDADE	69
TABELA 3.2 - SENSIBILIDADE AO WACC / VALOR DO ATIVO	69
TABELA 6.3 - SENSIBILIDADE WACC / VALOR DA AÇÃO	70
TABELA 6.4 - PREÇOS-ALVO AÇÃO CTT (OUTRAS SENSIBILIDADES).....	71

Índice de Gráficos

GRÁFICO 4.1 - QUOTAS DE TRAFEGO POSTAL (%).....	18
GRÁFICO 4.2 - ESTRUTURA ACIONISTA 9.....	22
GRÁFICO 4.3 - COMPOSIÇÃO ACIONISTA POR PERFIL DE INVESTIDOR.....	23
GRÁFICO 4.4 - DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DOS ACCIONISTAS.....	23
GRÁFICO 4.5 - COMPOSIÇÃO ACIONISTA POR ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO.....	24
GRÁFICO 5.1 - PREVISÕES VENDAS.....	52
GRÁFICO 5.2 - PREVISÃO PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS.....	54
GRÁFICO 5.4 - PREVISÃO PRESTAÇÕES INTERNAS DE SERVIÇOS (GANHOS).....	57
GRÁFICO 5.5 - PREVISÃO FORNECIMENTO E SERVIÇOS EXTERNOS.....	58
GRÁFICO 5.6 - PREVISÃO GASTOS COM PESSOAL.....	59
GRÁFICO 5.7 - PREVISÕES OUTROS GASTOS OPERACIONAIS.....	60
GRÁFICO 5.8 - PREVISÕES PRESTAÇÕES INTERNAS DE SERVIÇOS (GASTOS).....	61
GRÁFICO 5.9 - PREVISÕES QUOTA-PARTE DA ESTRUTURA CENTRAL CTT.....	62
GRÁFICO 5.10 - PREVISÃO EBITDA.....	63

Lista de Abreviaturas

APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
APV	<i>Ajusted Present Value</i>
ANACOM	Autoridade Nacional de Comunicações
CAPEX	Despesas de Capital
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CFD	Custo de falência em percentagem do <i>unlevered value</i> da empresa
CFF	Free Cash Flows
CFO	Chief Financial Officeres
CGA	Caixa Geral de Aposentações
CTT	Correios Telégrafos e Telefones
DCF	<i>Discounted Cash Flows</i>
DMM	<i>Dividend Discount Model</i> (Modelo de dividendos)
EBIT	Resultados Antes de Juros e Impostos
EBITDA	Resultados antes de juros, impostos, amortizações e depreciações
FBCF	Fixação bruta do capital fixo
FCFE	<i>Free Cash Flow to the Equity</i>
FCFF	<i>Free Cash Flow to the Firm</i>
FCIPC	Fator de correção do índice de preços ao consumidor
FCQ	Fator de correção de trafego
GARP	<i>Grow At a Reasonable Price</i>
IPC	Índice de preços no consumidor
ICP-ANACOM	Instituto das Comunicações de Portugal
NOI	<i>Net Operating Income</i>
NOPLAT	Resultado operacional líquido antes de impostos
PIB	Produto interno bruto
PSI20	Principal índice de referência do Mercado de capitais português
RAI	Resultados Antes de Impostos
Stoxx 50	Índice de bolsa composto por 50 ações da zona euro

SWOT *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats* (forças, fraquezas
oportunidades e ameaças)

WACC *Weighted average cost of capital* (custo medio de capital)

Capítulo 1 - INTRODUÇÃO E OBJETIVOS

1.1 Introdução

O presente trabalho final de Mestrado em Gestão Empresarial, consiste na elaboração de uma *Equity Research* para a empresa portuguesa CTT, Correios de Portugal, S.A.. A *Equity Research* representa uma avaliação cujo propósito é a apresentação de uma análise aprofundada da empresa - ao nível do seu negócio, estratégia e performance financeira – culminando na determinação de um preço-alvo das ações da mesma. Desta forma, um *Equity Research* constitui uma importante ferramenta de apoio às decisões de investimento dos agentes económicos.

Será realizado um enquadramento macroeconómico e da indústria, que será relevante para a antevisão das principais tendências e perspetivas da indústria e identificar os fatores críticos de sucesso. Estes fatores externos também impactam a performance dos CTT e, conseqüentemente, o seu valor intrínseco, sendo arriscado desprezar os sinais transmitidos pelo mercado.

Proceder-se-á a uma análise pormenorizada dos CTT, visando conhecer a sua história, evolução bolsista e estrutura acionista, assim como a estratégia do grupo. Esta fase é fundamental para identificar os objetivos do grupo, a estratégia delineada para os concretizar e as suas práticas de gestão, pois a performance futura também será fruto das opções tomadas pela empresa no presente.

Posteriormente será realizado o estado da arte, onde se sistematizam alguns estudos e publicações sobre os métodos de avaliação de empresas, as vantagens que estão subjacentes a cada método, assim como a sua aplicabilidade em função das características das empresas e do mercado. Esta análise bibliográfica deverá fornecer as ferramentas fundamentais para realizar uma avaliação robusta e coerente dos CTT, Correios de Portugal, S.A..

O passo seguinte foi o desenvolvimento de um modelo económico-financeiro baseado no método *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), que traduz a informação recolhida e os argumentos quantitativos em última instância, que constituem o *price target* dos CTT.

Seguidamente optámos por determinar a sensibilidade do preço em função de

comportamentos diferenciados das variáveis que permitiram a construção de cenários, e em que intervalos de oscilação poderá estar compreendida. Os valores apurados foram comparados com opiniões de outros analistas do mercado.

Como conclusão será possível realizar uma recomendação de compra/venda de ações do grupo, onde posteriormente se sumarizam as perspectivas de evolução da performance dos CTT.

1.2. A justificação da investigação

Após o término do ano curricular do mestrado em Gestão Empresarial o interesse pela área financeira foi permanecendo. Através da unidade curricular de “Finanças de Empresas” onde foram apresentadas técnicas de avaliação de empresas, qual a sua importância, como ler a história que os Balanços e as Demonstrações de Resultados contam, a vontade de permanecer neste campo no segundo ano do mestrado prevaleceu. Assim surgiu a possibilidade de realizar uma *Equity Research* a uma empresa portuguesa. O presente trabalho de projeto consiste na avaliação da empresa CTT Correios de Portugal, S.A., com sede em Portugal e cotada no índice PSI-20.

1.3. A utilidade da investigação

O trabalho e a investigação aqui desenvolvidos serão de máxima importância para a autora do presente projeto, pois dará uma noção mais aprofundada no que respeita a realização da avaliação de empresas, com o acréscimo de a mesma decorrer num período financeiro instável que se faz sentir no país neste momento e as dificuldades que as empresas têm em se manter no mercado e continuar a evoluir e inovar. Sendo CTT Correios de Portugal, S.A. uma empresa já com muitos anos e com bases aparentemente sólidas, esta avaliação irá verificar a solidez da empresa e de que forma os CTT têm inovado para manter o elevado nível de confiança que inspiram nos seus clientes.

1.4. Objetivos da investigação

Através da realização deste *Equity Research* tem-se como principal objetivo estudar o tema complexo que é a avaliação de empresas que tanto relevo tem ganho nos últimos anos, devido essencialmente às incertezas levantadas em relação à sustentabilidade económico-financeira mundial que se reflete no desempenho das empresas e consequentemente no seu valor. Pretende-se apresentar uma análise clara e profunda da situação do setor, da evolução da performance da empresa nos últimos anos e do seu ambiente interno e externo. A escolha para realizar este projeto recaiu sobre o grupo CTT devido à sua dimensão e à sua complexa estrutura de funcionamento.

Por último, pretende-se tecer conclusões e recomendações bem fundamentadas do desenvolvimento do grupo a todos os investidores interessados na empresa.

Capítulo 2 – METODOLOGIA E RECOLHA DE DADOS

A estratégia de investigação adotada para a realização do trabalho projeto é composta e articulada pelas seguintes fases: enquadramento macroeconómico, análise fundamental da empresa, avaliação, análise e discussão de dados e conclusões.

Numa primeira fase, será enquadrado o cenário macroeconómico atualmente vivido. Em seguida será feito um enquadramento da indústria em que a empresa se insere. Nesse seguimento será apresentada a cadeia de valor dos CTT assim como as principais tendências e perspetivas futuras. Por último nesse capítulo será apresentada uma análise SWOT à empresa.

Numa segunda fase, será realizada uma análise do contexto interno do grupo CTT, fundamentada através do estudo das áreas de atuação nas quais este se insere. Serão explanadas as unidades de negócio da empresa, Correio, Expresso & Encomendas e Serviços Financeiros. Como conclusão desta fase é apresentada uma análise estratégia à empresa através do Modelo das Cinco Forças. Porter (1980)

Numa terceira fase, encontra-se o capítulo da avaliação da empresa. Aqui é exposta a revisão de literatura sobre a avaliação de empresas, baseada no conjunto de informações e estudos recolhidos a partir de fontes de pesquisa tais como publicações e artigos científicos de autores reconhecidos. Após a apresentação do estado da arte será discutida a aplicabilidade desses mesmos métodos à empresa CTT, que será seguida das previsões de avaliação.

Numa quarta fase, é exposta a análise de sensibilidade dos CTT e discutidas avaliações realizadas à empresa por outras entidades.

Numa quinta fase, serão elaboradas as conclusões e recomendações, sustentadas pela análise dos resultados obtidos no presente projeto.

Capítulo 3 – ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E DA INDÚSTRIA

3.1. Enquadramento macroeconómico

Portugal atualmente passa por um momento de maior estabilidade, isto após atravessar uma situação económica e financeira bastante desfavorável. Em 2011 o Governo Português optou por pedir assistência financeira ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira e ao Fundo Monetário Internacional (FMI), e até à atualidade o país tem atravessado por uma recessão económica, tendo apresentado algumas melhorias nos últimos tempos. Nos gráficos abaixo consegue-se perceber como a recessão económica vivida tem afetado os empréstimos bancários concedidos quer ao setor privado não financeiro, quer empréstimos a particulares.

Figura 3.1 - Evolução do Empréstimo em Portugal

Gráfico I.3. Empréstimos a Sociedades não Financeiras

(taxa de variação anual, em %)

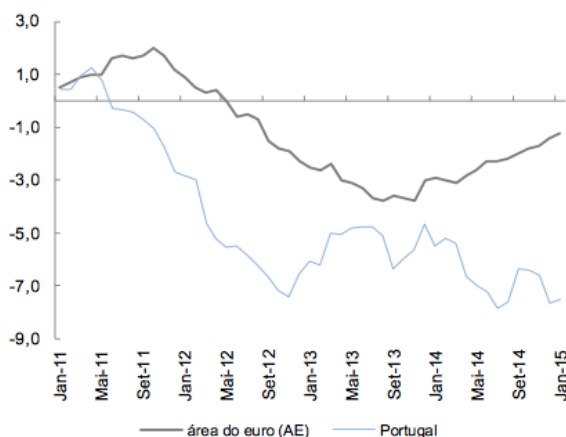
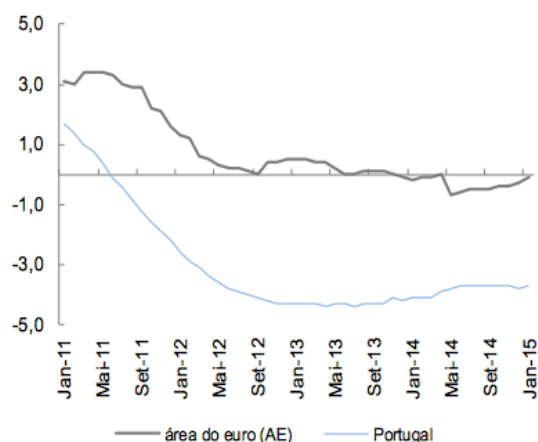


Gráfico I.4. Empréstimos a Particulares

(taxa de variação anual, em %)



Fonte: Programa de Estabilidade 2015-2019, 2015:5

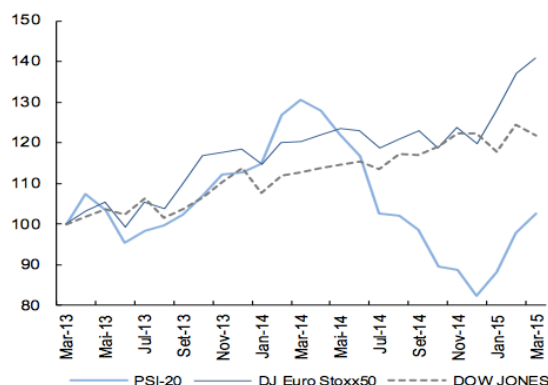
O financiamento às empresas privadas não financeiras em Portugal, (Programa de Estabilidade 2015 - 2019, 2015), sofreu uma queda generalizada de cerca de 4,9 mil milhões de euros em 2014, com destaque para a construção, imobiliário, atividades de consultoria, técnicas e administrativas e, alojamento e restauração. As empresas que maior

quebra apresentaram foram as microempresas e pequenas empresas, com uma diminuição de 3,7 mil milhões de euros em dezembro de 2014 face ao período homólogo.

Presenciou-se, nos primeiros três meses de 2015, uma valorização expressiva dos índices bolsistas europeus, com maior impacto nos setores não financeiros. Este fato deveu-se em parte à política expansionista do Banco Central Europeu, que resulta numa diminuição do custo de financiamento futuro esperado e num efeito positivo no valor atualizado dos lucros empresariais esperados. O acordo realizado, por parte do Eurogrupo, no que se refere ao prolongamento do programa de assistência financeira à Grécia veio também auxiliar na diminuição da aversão ao risco. No final do primeiro trimestre de 2015 face ao final do ano de 2014, o índice Euro Stoxx50 subiu 18%, o valor mais elevado desde o quarto trimestre de 2009.

O índice PSI-20, em igual período, melhorou o seu desempenho face ao índice de referência da área do euro, transparecendo, a perspetiva de uma retoma económica mais forte e de maiores lucros empresariais (Figura 3.2).

Figura 3.2 - Desempenho Comparativo dos Índices Bolsistas (março de 2013, fim de período)



Fonte: Programa de Estabilidade 2015-2019, 2015:7

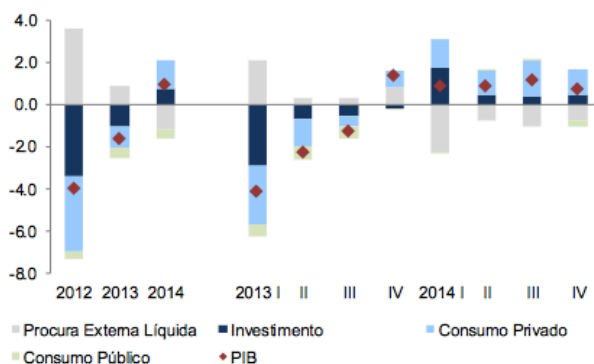
No ano de 2014, através da avaliação da atividade económica mensurada pelo PIB, registou-se um crescimento real de 0,9%, que mostra um crescimento face à quebra de 1,6% verificada em 2013. Esse crescimento obtido em 2014 é o primeiro crescimento anual positivo notado desde 2010. Em termos trimestrais pode-se referir uma distribuição perto da uniformidade no que respeita ao perfil de crescimento do PIB, que é acompanhado pela

cooperação menos negativa em relação à procura externa líquida no segundo semestre do ano. Estas melhorias são também acompanhadas por uma aceleração das exportações de bens e de serviços.

Segundo o Programa de Estabilidade 2015-2019 (2015), depois de 5 anos sucessivos de contração, finalmente vão sendo observadas pequenas melhorias. Pode-se destacar o crescimento de 2,5% registado pelo investimento (FBCF), uma aceleração de 9,2 p.p. face ao ano anterior, principalmente na sua componente de outras máquinas e equipamentos (14,8%, +10,8 p.p. face a 2013) e de equipamento de transporte (21,9%, -2,9 p.p. face a 2013). O setor da construção foi dos mais afetados com o processo de ajustamento em curso, principalmente na componente residencial. A taxa de crescimento homóloga observada traduz uma aceleração de 10,4 p.p. quando comparada com a quebra de -14,7% registada em 2013. O crescimento do Investimento é paralelo ao aumento da utilização da capacidade produtiva na indústria transformadora, o que contribui para amenizar o impacto da depreciação do stock de capital da economia portuguesa.

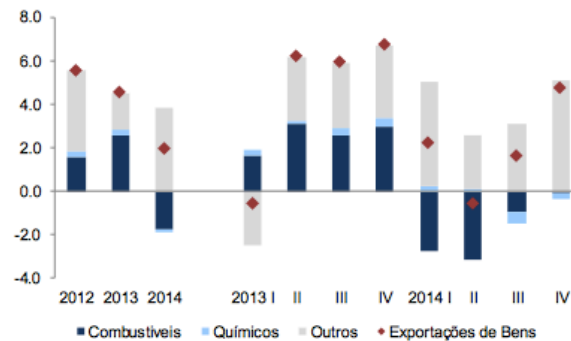
Como conclusão, durante 2014, em linha com uma evolução favorável do emprego, foi registado um aumento do consumo privado em 2,1% (-1,5% em 2013), fruto de um crescimento expressivo do consumo de bens duradouros (14,9%) e de bens correntes não alimentares (1,3%). (Programa de Estabilidade 2015 - 2019, 2015)

Figura 3.3 - Contributos para o crescimento do PIB (p.p)



Fonte: Programa de Estabilidade 2015-2019, 2015:9

Figura 3.4 - Decomposição das Exportações de Bens (contributos, p.p)



Fonte: Programa de Estabilidade 2015-2019, 2015:9

Nesse ano, a taxa de desemprego fixou-se nos 13,9%, o que representa uma diminuição de 2,3 p.p. face a 2013. Como sustentação deste valor tem-se um aumento da população empregada em 1,6% (-2,6% em 2013), assim como por uma redução média anual de 15,1% da população desempregada. Em linha, a população ativa diminuiu a um ritmo inferior ao observado no ano precedente (+0,7 p.p.).

A taxa de desemprego jovem (15-24 anos) apresentou uma tendência mais favorável, diminuindo 3,3 p.p., de 38,1% em 2013, para 34,8% em 2014. O emprego no sector privado, excluindo o contributo negativo do emprego nas Administrações Públicas, cresceu 2,3% (5 p.p. acima do registado em 2013). O desemprego de longa duração registou uma redução anual de 10,4%, não tendo ultrapassado o ritmo de desemprego total, o que resultou num aumento da sua representatividade de 62,1% para 65,5% da população desempregada. (Programa de Estabilidade 2015 - 2019, 2015)

“O índice de preços no consumidor (IPC) registou uma variação média homóloga de -0,3% em 2014, 0,6 p.p. abaixo do verificado em 2013. Como motivação para esta redução contribuiu a componente de bens, que foi influenciada pela diminuição dos preços dos produtos energético e dos produtos alimentares não transformados. Estes dados são assim particularmente delimitados pela evolução do preço das matérias-primas energéticas e não energéticas nos mercados internacionais.” (Programa de Estabilidade 2015 - 2019, 2015:9)

3.2. Enquadramento da indústria

A empresa CTT - Correios de Portugal, S.A. está inserida no negócio do setor postal. Este setor atualmente está a ser bastante afetado pela concorrência das comunicações eletrónicas. O tráfego global continua a verificar uma quebra, muito devido à possibilidade de substituição do correio tradicional pelas comunicações eletrónicas. Em contrapartida, as áreas de atividade que servem de apoio ao *e-commerce*¹, seja o correio expresso, seja o tráfego de encomendas, estão a experienciar crescimento. Contudo esse aumento de volume de negócios ainda não é suficiente para compensar a redução verificada no negócio tradicional.

Assim, os operadores postais têm-se visto obrigados a procurar novas áreas de atividade, incluindo a internacionalização. Ao saírem das suas zonas de influência principal, procuram novas oportunidades de crescimento que o mercado interno neste momento não proporciona. (Anacom, 2015)

A recente privatização total do capital da empresa CTT, poderá também contribuir para a introdução de uma nova dinâmica no setor.

Em 2012 foi aprovada a Lei Postal que liberalizou por completo o mercado postal em Portugal. Esta medida eliminou as áreas no âmbito do serviço universal que eram reservadas aos CTT. Contudo, por razões de ordem e segurança pública e de interesse geral, algumas atividades e serviços continuam reservados aos CTT até 2020, sendo elas:

- i. *“Colocação de marcos e caixas de correio na via pública destinados à aceitação de envios postais;*
- ii. *Emissão e venda de selos postais com a menção Portugal;*
- iii. *Serviço de correio registado utilizado em procedimentos judiciais ou administrativos.”* (Relatório e Contas 2014:24)

Todos os serviços que se integram no âmbito do serviço universal podem ser consultados no Anexo A.

Indo de encontro ao proferido nas Bases da Concessão do Serviço Postal Universal e respetivo Contrato de Concessão, o ICP-ANACOM aprovou a decisão final sobre os

¹ Comércio eletrónico

objetivos de densidade da rede postal e de ofertas mínimas de serviços que os CTT deverão cumprir nos próximos três anos. Estes objetivos definidos, no que respeita à densidade da rede postal e de ofertas mínimas de serviços, não alteram expressivamente a atual rede postal, reforçando ainda as garantias de existência de disponibilidade e acessibilidade da prestação do serviço universal cometida aos CTT. (CTT – Correios de Portugal, 2014)

Futuramente, os parâmetros de qualidade de serviço e os objetivos de desempenho associados à prestação do serviço universal, assim como os critérios a que deve obedecer a formação dos preços, serão fixados pela entidade reguladora.

Em novembro de 2014 o ICP-ANACOM aprovou os critérios de formação dos preços dos serviços postais que compõem o serviço universal para um período de 3 anos, aplicável ao triénio 2015-2017. (CTT – Correios de Portugal, 2014)

Com estes critérios fica estabelecida uma oscilação anual máxima do preço do cabaz de serviços de correspondências, correio editorial e encomendas, indexada à taxa de inflação (IPC) e à evolução do tráfego, incluindo em 2016 e 2017 fatores de correção para a inflação (FCIPC) e para a evolução do tráfego (FCQ). Fica também estabelecida uma variação anual máxima dos seus preços respeitantes aos serviços de citações e notificações postais (serviços reservados aos CTT). (Relatório e Contas 2014)

No que respeita aos indicadores de qualidade e respetivos objetivos de desempenho a aplicar no triénio 2015-2017, serão mantidos os indicadores já existentes, com o acréscimo de um novo que mede a demora de encaminhamento no correio registado. Esta introdução será gradual, pois implica a alteração dos métodos de medição dos indicadores.

“Em termos de qualidade do serviço postal universal, (...) mantiveram-se os elevados padrões de qualidade exigidos para os serviços postais em Portugal, e que os CTT têm vindo a superar.” (Relatório e Contas 2014:26)

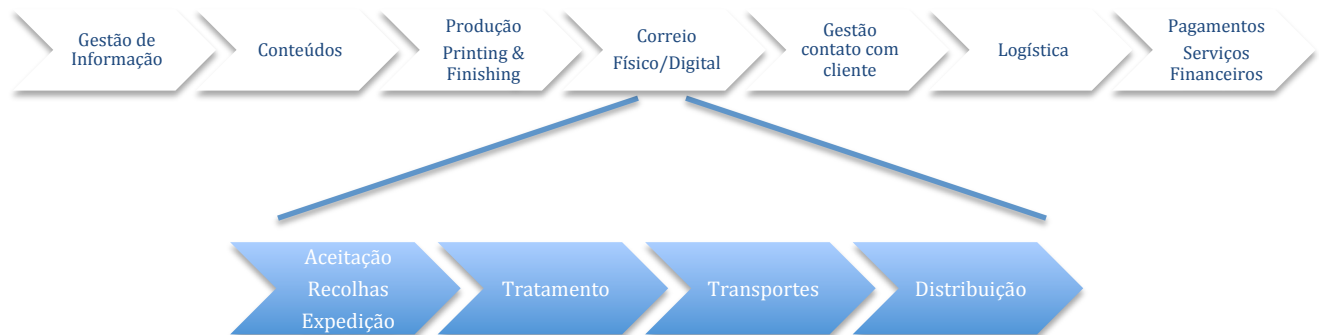
3.2.1 Cadeia de valor

A cadeia de valor é exposta por um sistema de atividades interdependentes ligadas por elos, que enquadram as atividades de valor da empresa em categorias.

“Refere-se a uma sequência de atividades realizadas pela organização, desde a compra até à entrega ao cliente. Representa um conjunto de atividades ou tarefas executadas para projetar, produzir, comercializar, distribuir e dar suporte aos produtos da empresa.” (Reis, 2008:pp 10-12)

A cadeia de valor dos CTT é ampla visto ser uma empresa que tem várias áreas de negócio. A mais percebida pelo cliente é a relativa ao serviço de correio, que vai desde a aceitação, recolha e expedição do correio até à sua distribuição. Os CTT são responsáveis pela recolha e entrega de correspondência vinda dos mais diversos lugares, seja cartas, documentos, compras, etc. Este serviço tem um enorme valor que possivelmente seja de irrealizável cálculo, pois permite os seus clientes que se mantenham em contato com o mundo, fazendo mexer processos a nível social e financeiro. Na Figura 3.5 é demonstrado de forma mais elucidativa a cadeia de valor da empresa em estudo.

Figura 3.5 - Cadeia de Valor CTT



Fonte – Lopes (2012:11)

3.2.2. Principais tendências e perspectivas futuras da indústria

No decorrer de 2013 e 2014 concretizou-se uma melhoria do cenário macroeconómico, muito devido a iniciativas do Programa de Transformação. Com estas melhorias foi possível os CTT encararem 2015 com maior ambição para levar a cabo a estratégia definida.

Contudo, não pode ser esquecido que o crescimento do PIB em Portugal continuará a ser influenciado pela aceleração do investimento e pelo aumento das exportações, análogo à diminuição do consumo privado que afeta os CTT essencialmente nos serviços oferecidos no negócio de correios. Esperasse que a tendência estrutural na procura de correio seja de queda, ainda assim devendo continuar acima da tendência natural de longo prazo.

Em 2014, com a aceleração das iniciativas do Programa de Transformação, o setor de Expresso e Encomendas pretende ter como principal motor de crescimento o comércio eletrónico. O principal enfoque não é na atividade económica interna, quer em Portugal quer em Espanha, mas sim no esperado crescimento de retalhistas ibéricos em plataformas de venda *online*. Para isso pretende-se reformular e otimizar as redes de distribuição em Portugal e Espanha.

Nos Serviços Financeiros, prevê-se o início de atividade do Banco Postal para o 4º trimestre do 2015. Durante este ano também se pretende promover o crescimento desta área de negócio, como uma das alavancas de crescimento dos rendimentos e sobretudo da rentabilidade dos CTT e para isso conta com a ajuda do lançamento de novos produtos e serviços. Em análise está também a possibilidade de lançamento de seguros de saúde e um cartão pré-pago.

3.2.4. Análise SWOT dos CTT

Ao longo de toda a pesquisa para a estruturação do presente projeto foi sendo possível a detecção dos pontos fortes e fracos dos CTT, assim como antever oportunidades e ameaças. A utilização da análise SWOT permite avaliar qual o posicionamento de negócio dos CTT, com base nas suas capacidades internas, assim como na sua situação externa.

Tabela 3.1 - Análise SWOT CTT

Envolvente Interna	
Pontos Fortes	Pontos Fracos
<ul style="list-style-type: none">• Serviços de gestão de qualidade• Aposta na formação e qualificação• Envolvimento dos colaboradores• Cobertura geográfica de serviços• Capacidade de inovação organizacional• Marca forte (notoriedade e valores)• Solidez financeira	<ul style="list-style-type: none">• Grande reestruturação de gestão interna
Envolvente Externa	
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none">• Inovação de serviços com e-commerce• Grande valorização da ação CTT• Privatização total da empresa• Lançamento do Banco CTT• Parcerias estratégicas• Internacionalização de negócios	<ul style="list-style-type: none">• Crise Económica• Liberalização do setor postal• Decréscimo da utilização dos serviços postais (substituição tecnológica, concentração e racionalização operacional)• Perda de poder negocial (concorrência)

Fonte - Autora

De acordo com a análise efetuada podem concluir que os CTT estão bem posicionados para competir com os seus concorrentes. Com a liberalização do setor, a concorrência é uma nova realidade para a empresa, contudo estamos perante uma empresa bem consolidada, com muitos anos de atividade, uma marca bastante forte e que proporciona um elevado nível de confiança aos seus clientes.

A atual crise económica vivenciada no país não pode ser ignorada, sendo que é uma situação que está a afetar todas as empresas e setores. Porém os CTT têm vindo a inovar e a lutar para ultrapassar esta questão da melhor forma possível. Fatores como uma estrutura bem definida, o envolvimento dos colaboradores nos mais diversos processos da empresa, uma cobertura geográfica bastante completa, são apenas alguns dos pontos fortes que os CTT têm a seu favor.

Com a sucessiva queda dos serviços postais, seja exemplo o correio, tem-se mostrado inevitável inovar e atualizar este tipo de serviços para que se aproximem o mais possível das novas necessidades dos clientes.

Uma das grandes oportunidades que a empresa está a preparar é o lançamento do Banco Postal, que vai alavancar os serviços financeiros que já eram até aqui oferecidos, mostrando mais uma vez a sua capacidade de adaptação e inovação.

Com um modelo de gestão operacional de bases consolidadas e em constante inovação, os CTT mostram-se preparados para ultrapassar as adversidades que possam surgir nos próximos anos.

Capítulo 4 – APRESENTAÇÃO DA EMPRESA CTT

4.1. A Empresa CTT, CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.

O grupo CTT, Correios de Portugal, S.A. é uma empresa cuja origem remonta a 1520. A sigla CTT tem como significado “Correios, Telégrafos e Telefones”. A empresa opera no setor dos serviços postais, com enfoque especial em três áreas: Correio, Expresso & Encomendas e Serviços Financeiros. Juntamente com as empresas CTT Expresso, Mailtec, Payshop, Post Contacto, em Portugal, Tourline Express em Espanha e Empresa Corre em Moçambique (onde detém 50% do capital), forma o grupo CTT.

Figura 4.1 - Os 500 anos dos CTT



Fonte: Lacerda (2015:6)

4.2. Descrição das unidades de negócio

De acordo com o “Relatório dos Serviços Postais do 3º trimestre de 2014” (ANACOM, 2014), os CTT mantém a posição de liderança no mercado nacional, tendo alargado a distância para o seu concorrente mais direto. (Relatório e Contas 2014) Em 2014 os CTT detinham 5.081 pontos de contacto ao cliente.

Cada empresa do grupo está direcionada para uma atividade.

- i. A CTT Expresso, Serviços Postais e Logística é a Empresa CTT especializada em serviços de *courrier*, correio urgente e mercadorias.
- ii. A Mailtec visa satisfazer as necessidades de gestão global da comunicação escrita entre fornecedores e clientes, assegurando a produção de correio físico e híbrido e a gestão de documentos por via eletrónica.
- iii. A Payshop é uma empresa que possibilita o pagamento de diversos serviços numa rede nacional com cerca de 4000 agentes.
- iv. A CTTContacto, Correio Publicitário, Lda., está especialmente direcionada para a prestação de serviços relacionados com a distribuição de correio publicitário.
- v. A Tourline Express é uma empresa CTT sediada em Espanha, especializada no serviço de *courrier* e transporte de correio urgente.
- vi. O Banco CTT exerce atividade bancária desde 27 de Novembro de 2015. A esta data o serviço estará disponível na sua agência sede num ambiente reservado a colaboradores dos CTT e do Banco CTT. A abertura deste serviço na Rede de Lojas CTT ocorrerá até ao final de Março de 2016, em mais de 50 lojas. (Relatório e Contas 2014)

A empresa CTT divide o seu negócio em três grandes áreas: Correio, Expresso & Encomendas e Serviços Financeiros.

A área de negócio “Correio” inclui o negócio dos serviços postais e soluções empresariais prestados a montante pelo CTT, S.A., CTTContacto e Mailtec a jusante do Correio. Até 2014 existiu uma outra área (a área de Soluções Empresariais), que por reestruturação da empresa passou a inserir-se na área de Correios.

A área de “Expresso e Encomendas” é assegurada pelas atividades dos CTT Expresso, em Portugal, da Tourline Express, em Espanha, e da CORRE, em Moçambique.

A área dos “Serviços Financeiros” inclui os serviços financeiros prestados pelos CTT, S.A., Banco CTT e a atividade da PayShop. (Relatório e Contas 2014)

4.2.1. Correio

No que respeita à área de negócio “Correio”, a redução do tráfego de correio endereçado no segundo semestre de 2014 relativamente a igual período do ano anterior (-4,3%) foi significativamente menos acentuada do que a ocorrida no primeiro semestre do ano (-7,0%), permitindo alcançar uma variação de -5,7% no total do ano. (Relatório e Contas 2014)

Fatores como o comportamento do setor empresarial face aos aumentos de preços e os sinais mais visíveis da recuperação económica do país nomeadamente no crescimento do consumo interno, contribuíram para a performance do ano de 2014. Ainda com uma contribuição positiva no ano estiveram os serviços postais de valor acrescentado, como o correio prioritário e registado.

O tráfego de correio editorial mostrou um decréscimo em relação a igual período do ano 2013, finalizando o ano com uma variação de -3,5%.

A posição de leader no setor do tráfego postal de acordo com dados de 2014, pode ser comprovado pelos dados da Tabela 4.1.

Tabela 4.1 - Quotas de tráfegos postal (as 3 principais concorrentes aos CTT)

	2012	2013	2014
Grupo CTT*	95,9 %	94,7 %	94,6 %
CTT	94,4 %	92,7 %	91,9 %
CTT Expresso	1,2 %	1,3 %	1,6 %
CTT Contato	0,4 %	0,7 %	1,1 %
Chronopost	0,9 %	0,9 %	1,0 %
Notícias Direct	0,2%	0,5%	0,8%
Outros Prestadores	1,4%	1,5%	1,8%

Fonte: Adaptado de Anacom (2015:67)

Como representado na tabela anterior, em 2014 o grupo CTT atingiu uma quota de 94,6%, da quebra de - 0,1% nas quotas de tráfego, os concorrentes têm vindo a ganhar pequenas parcelas de quota, sendo que a maioria não conseguiu atingir quotas superiores a 1%. (Desenvolvimento do Setor Postal em Portugal) Como demonstrado, apesar de pequenas quedas, essencialmente devido à liberalização do setor postal e à diminuição de afluência a estes serviços, os CTT continuam a ser leaders incontestáveis.

Na aposta no mercado internacional, foi consolidada em 2014 parceria com os Correios da Polónia. Em paralelo foram efetuadas diligências na identificação e concretização de oportunidades de negócio noutras geografias, nomeadamente em Angola, México, Marrocos, Bulgária, Chile, Chipre, Cabo Verde, Guatemala, Lituânia, Uruguai e Equador. (Relatório e Contas 2014)

4.2.2. Expresso & Encomendas

De acordo com a informação recolhida nos respetivos relatórios, neste setor, tem-se verificado uma estabilização dos rendimentos operacionais, que tiveram como origem a reestruturação da atividade a decorrer em Espanha e a alteração do *mix* de produtos com um maior peso do negócio relacionado com o *e-commerce* e com grandes clientes que pressionou o preço médio de venda unitário.

No decorrer de 2014 foi lançada a oferta ibérica para o mercado de encomendas, através da CTT Expresso e da Tournline Express. Essa oferta disponibilizada a clientes CTT as mesmas soluções de entrega para Portugal e Espanha, garantindo assim um portefólio ibérico de serviços integrado, simplificado e competitivo. Os clientes podem agora olhar para o território ibérico como um território único.

Destaca-se também em 2014 o lançamento do projeto de integração das redes de distribuição de Correio e de Expresso e Encomendas (subcontratada). Deste projeto prevêem-se impactos importantes nos gastos desta área de negócio. No final do projeto, espera-se alcançar uma maior vantagem competitiva ao nível dos custos e a possibilidade de uma melhor oferta para o segmento de *e-commerce*.

Os CTT nesta área de negócio lançaram também no 2º semestre de 2014, um

serviço de “Surf Expresso”. Este serviço inovador, pretende assegurar o transporte de pranchas de surf, incluindo embalagem e entrega no dia útil seguinte.

Em Espanha, os CTT posicionam-se no TOP 10 do mercado de Expresso e Encomendas, com uma quota de 5% em 2013. (Relatório e Contas 2014)

“Em Moçambique a empresa marca presença nesta área de negócio desde outubro de 2010, com a empresa CORRE – Correio Expresso de Moçambique, cujo capital social é detido 50% pelos CTT e 50% pela Empresa Nacional de Correios de Moçambique.”
(Relatório e Contas 2014:38)

4.2.3. Serviços Financeiros

Este é um setor em expansão nos CTT. Em 2014 os rendimentos operacionais recorrentes desta área de negócio evidenciaram um aumento de 21,4% em relação a 2013. Estes resultados supriram até as previsões mais otimistas.

Este desempenho foi resultado de uma execução exigente da estratégia delineada de revitalização e alargamento da oferta de serviços financeiros. Para estes resultados foram conjugados diversos fatores:

- i. Um robusto dinamismo da rede de lojas e a sua apetência para a atividade financeira;
- ii. A excelente capacidade de seleção e alinhamento com os parceiros estratégicos;
- iii. A qualidade dos produtos e serviços comercializados;
- iv. O reconhecimento pelos clientes dos eixos do posicionamento dos CTT no mercado financeiro.

No decorrer de 2013 foi solicitada ao Banco de Portugal autorização para a criação e abertura do BancoCTT, cujo lançamento se concretizou em Novembro de 2015. Este foi um passo importante para a implementação da estratégia de expansão da oferta de produtos e serviços financeiros. A 27 de novembro de 2015 foi oficialmente aberta atividade, sendo que apenas será lançado na sua rede de lojas no primeiro trimestre de 2016.

Segundo o Relatório e Contas (2014),

“O Banco Postal será suportado numa lógica de baixo custo, alavancado na rede de Lojas dos CTT, visando o mass market que procura um

banco para a sua operativa bancária diária e produtos competitivos mas simples. Utilizar a vasta rede de lojas com experiência em serviços financeiros, a proximidade física juntamente com a oferta de canais integrados (lojas, online, mobile) será a clara vantagem dos CTT para uma oferta de serviços bancários competitivos, complementando a oferta atual dos CTT.” Relatório e Contas 2014:41)

Este projeto possuirá um investimento de 100 milhões de euros em 5 anos, estimando-se que passado esse tempo o banco comece a libertar recursos para a empresa. Criado para alavancar a rede de lojas dos CTT, o BancoCTT terá uma estrutura de custos eficiente e já existente, o que permitirá o incremento das receitas dos serviços financeiros com necessidades de investimento muito inferior ao normal.

Na Empresa PayShop, pertencente ao grupo CTT, em 2014 existiam 3876 Agentes PayShop em todo o país. (Relatório e Contas 2014)

4.3. Evolução bolsista e estrutura acionista

No dia 24 de março de 2014, as ações dos CTT passaram a integrar o índice PSI 20, o principal índice da Bolsa Portuguesa. O PSI 20 é composto por ações emitidas pelas 20 principais empresas cotadas em termos de capitalização de mercado, *free float* e liquidez. Através da bem-sucedida conclusão da privatização, os CTT são hoje a única empresa cota em Portugal com 100% de *free float*.

Com uma depreciação de 26,83% do PSI20 em 2014, os CTT virão a sua ação a valorizar e 43,42%, o que fez com que a ação CTT fosse a que obteve performance no PSI20 durante esse ano (seguindo-se a EDP Renováveis com uma valorização de 39,96%). (Relatório e Contas, 2014)

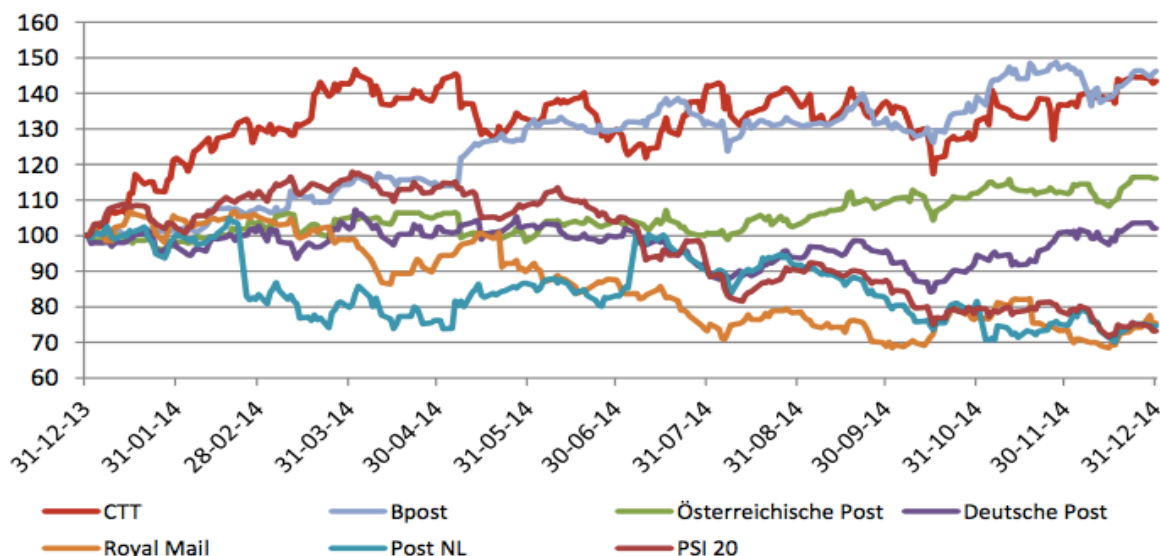
No decorrer desse ano, os acionistas obtiveram um retorno de 51,46%, tendo sido pagos dividendos no valor de €0,40/ação.

Como descrito no Relatório e Contas (2014):

“Durante o ano 2014 foram transacionadas 190,2 milhões de ações dos CTT na Euronext Lisbon, correspondendo a uma média diária de 744 mil ações, o que se traduz num rácio anual de 127% de rotação do capital em

bolsa. A 31 de dezembro de 2014 o preço de fecho de mercado da ação dos CTT foi de 8,017€.” (Relatório e Contas 2014:57)

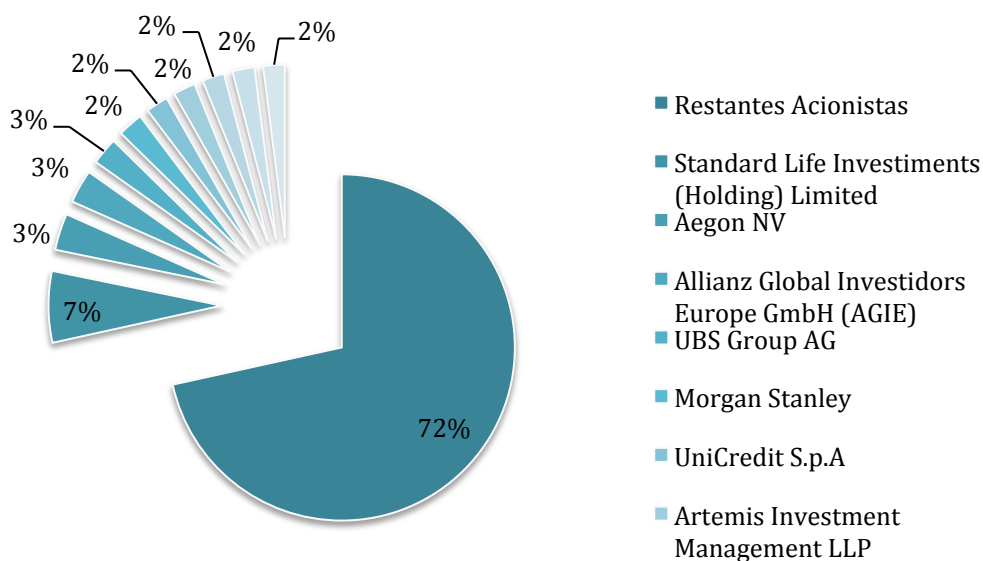
Figura 4.2 - Desempenho da ação CTT vs PSI20 e setor postal



Fonte: Relatório e Contas (2014:57)

Atualmente o capital social dos CTT é de €75.000.000, formado integralmente e representado por 150.000.000 ações ordinárias. Em 2014 o valor nominal era de €0,50/ação. Com a conclusão da privatização dos CTT em setembro de 2014, o capital passou a ser detido na sua totalidade por acionistas do setor privado. (Relatório e Contas 2014)

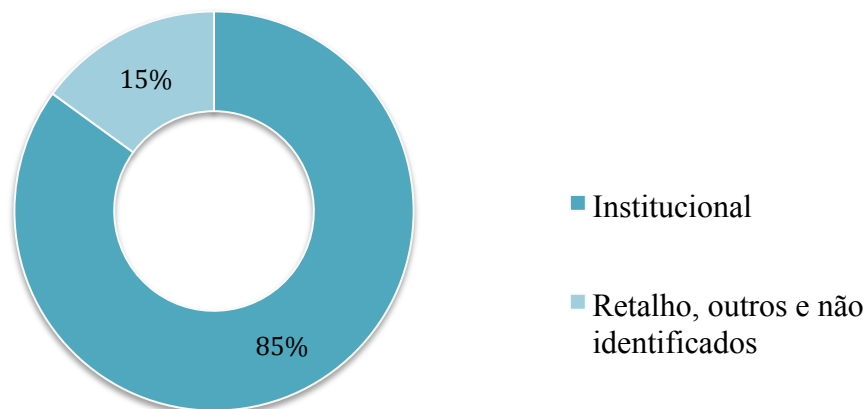
Gráfico 4.1 - Estrutura acionista



Fonte: Adaptado de Relatório e Contas (2014:294)

Da totalidade das ações CTT 28,4% pertencem a 10 grandes acionistas, e 71,551% do capital encontra-se repartido por pequenos investidores, sem direito a voto. O maior acionista é o grupo Standard Life Investments (Holding) Limited com 6,672%. Com 3,427% do capital, tem-se o grupo Aegon NV, que é seguido pelo grupo Allianz Global Investidores Europe GmbH (AGIE) com 3,427% de capital. (Relatório e Contas 2014)

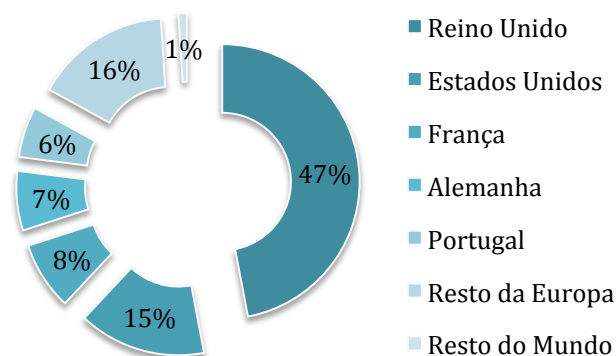
Gráfico 4.2 - Composição acionista por perfil de investidor



Fonte: Adaptado de Relatório e Contas (2014:294)

Através de um estudo realizado pelos CTT no final do ano de 2014, verificou-se que o investimento com sede no Reino Unido representava 47% das ações dos CTT detidas pelos investidores institucionais identificados, enquanto os investidores sediados no Estados Unidos e França, respetivamente, representavam 15% e 8%. Foi conjuntamente identificado investimento institucional com sede na Alemanha (7%) e Portugal (6%). (Relatório e Contas, 2014)

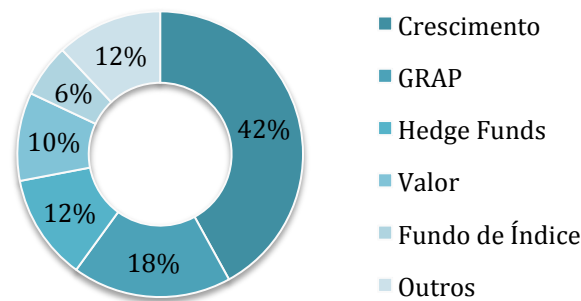
Gráfico 4.3 - Distribuição geográfica dos acionistas



Fonte: Adaptado de Relatório e Contas (2014:294)

Ainda de acordo com o mesmo estudo conseguiu-se verificar que os investidores com uma estratégia de crescimento retratavam 42% das ações detidas pelos investidores institucionais identificados, seguidos por 18% dos investidores com uma estratégia de tipo GARP. Os investidores de Fundos de Investimento, como *Hedge Funds*, Valor e Fundos de Índice representavam no seu conjunto menos de 1/3 do total do investimento institucional identificado. (Relatório e Contas, 2014)

Gráfico 4.4 - Composição acionista por estratégia de investimento



Fonte: Adaptado de Relatório e Contas (2014:295)

4.4. Política dos dividendos

A política de dividendos dos CTT tem pretende proporcionar aos acionistas uma adequada remuneração sobre o capital investido, sem com isso colocar em causa o património do grupo e as suas necessidades de expansão e investimento”. (Relatório e Contas 2014)

Em 2013 foi aprovada a distribuição de um dividendo no valor de cerca de €2,20/ação, referente ao exercício de 2012. Nesse ano foi pago o dividendo total de 38.554.129 Euros. Para além desse primeiro pagamento, foi realizado um outro extraordinário no valor de 11.445.871 Euros (€0,65/ação).

Já em 2014, foi realizada uma distribuição de um dividendo por ação de €0,40 (tendo por base as 150.000.000 ações existentes no final de 2013). Foi assim pago um dividendo total de 60.000.000 Euros em maio desse ano. (Relatório e Contas 2014)

4.5. Análise estratégica

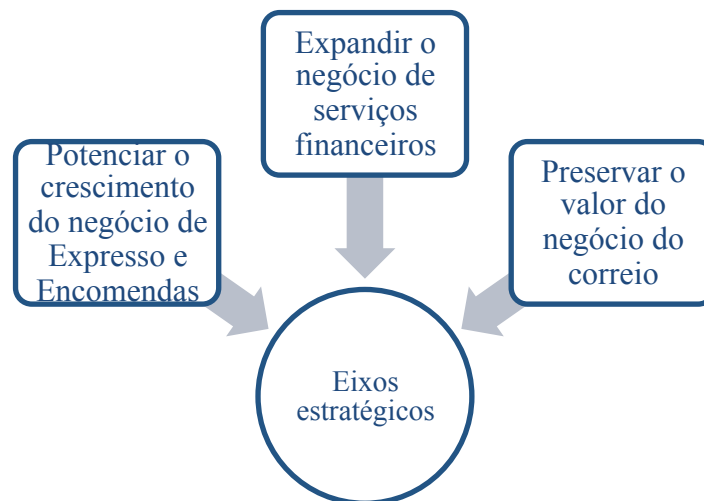
A estratégia forte, clara e bem definida dos CTT, tem desencadeado um forte interesse por parte de investidores. A visão da empresa para se afirmarem como um operador postal multisserviços, com reconhecimento mundial a nível de qualidade, eficiência e criação de valor, tem sido bem-sucedida. O maior foco continua a ser a apresentação de resultados, conservando a clareza dos objetivos de crescimento sustentável e a melhoria da rentabilidade de cada uma das áreas de negócio. (Relatório e Contas 2014)

Segundo Francisco Lacerda (2014),

“ Temos grande confiança no futuro dos CTT, pois o nosso posicionamento único no mercado dá-nos perspetivas de crescimento sustentável. A estratégia dos CTT tem sido concebida no sentido de nos adaptarmos aos recentes desafios que estão a moldar o setor e é alavancada nas nossas claras competências e vantagens concorrenciais.” (Relatório e Contas 2014:9)

Os CTT identificam 3 eixos estratégicos.

Figura 4.3 - Os 3 eixos estratégicos dos CTT



Fonte: Autora

i. Preservar o valor do negócio do correio: enraizamento de diligências estáveis de eficiência que já demonstram resultados significativos.

ii. Potenciar o crescimento do negócio de Expresso e Encomendas, aproveitando o potencial do comércio eletrónico: pretende-se explorar oportunidades de melhoria significativa neste negócio em Portugal e em Espanha, contudo é no crescimento do *e-commerce* que deverá estar o foco.

iii. Expandir o negócio de serviços financeiros: O arranque do projeto do BancoCTT consolida a forte aposta da empresa nesta área. (Relatório e Contas 2014)

4.5.1. Modelo das Cinco Forças de Porter

Como ferramenta de análise estratégica para avaliação do ambiente competitivo de um setor, o modelo das Cinco Forças de Michael Porter (Porter, 1979), continua a ser uma referência inultrapassável. Será aplicado este modelo para a avaliação do ambiente competitivo do setor onde esta inserida a empresa CTT.

Segundo Michael Porter (2008) e citado por Santos (2013) *“este modelo reveste-se de fundamental importância, uma vez que “a estrutura do setor, manifestada nas suas forças competitivas, definirá a rentabilidade do setor para médio e longo prazo.”* (Santos, 2013:25)

Analisam-se em seguida as Cinco Forças de Porter, tendo em conta os três grandes áreas em que os CTT operam (Correio, Expresso & Encomendas e Serviços Financeiros).

Figura 4.4 - Modelo das 5 Forças de Porter aplicadas aos CTT



Fonte: Adaptado de Santos (2013:26)

4.5.1.1. Ameaça de entrada de novos concorrentes

Nos setores onde os CTT centram a sua atividade (setor postal e financeiros) existem alguns fatores que alteraram as condicionantes de entrada de novos concorrentes, nomeadamente:

- i. Globalização, Liberalização e Privatização
- ii. Digitalização e *E-commerce*
- iii. Circunstâncias económicas na nossa geografia
- iv. Ecossistema estratégico

Com base na análise às condicionantes à entrada, a ameaça de entrada de novos concorrentes representa uma força fraca/moderada para os “Correios” pois houve uma liberalização do mercado mas houve igualmente uma diminuição das vendas neste sector. No caso do mercado de “Expresso & Encomendas” apesar das barreiras à entrada, esta força deve ser considerada moderada, devido às várias concorrentes que já operam no mercado (nomeadamente a Chronopost e a DHL). No mercado dos “Serviços Financeiros”, esta força é forte/moderado, uma vez até ao momento os CTT não são/eram uma primeira escolha neste tipo de serviços, contudo, atualmente têm ganho campo neste setor espera-se

que com a abertura, para o fim de 2015, do Banco CTT, que a quota de mercado neste setor aumente significativamente.

4.5.1.2. Poder negocial dos fornecedores

Os CTT não padecem de uma grande dependência de fornecedores externos. Sendo uma empresa de serviços, tem como seus funcionários o pessoal necessário para a concretização de todos os serviços (tem a sua frota de carteiros, tem a sua frota de veículos e distribuição, tem a sua frota de lojas, etc.). Como tal, esta força competitiva é fraca para os mercados “Correios” e “Expresso & Encomendas”. No que toca ao mercado “Serviços Financeiros” a sua força é fraca/moderada, isto devido a grande parte do pagamento de pensões ser realizado presencialmente nas lojas CTT, o que está dependente do funcionamento da Segurança Social.

4.5.1.3. Poder negocial dos clientes

No que concerne à análise do poder negocial dos clientes, é importante distinguir entre dois tipos de clientes: os consumidores finais e os distribuidores a retalho que revendem os equipamentos nas suas lojas

Ao nível do poder negocial dos clientes representa uma força moderada tanto no mercado dos “Correios” como do “Expresso & Encomendas”. Isto acontece como consequência de que atualmente vai existindo uma maior oferta de empresas que fornecem o serviço, isto muito devido a liberalização do setor, contudo os CTT são conhecidos como uma empresa de confiança pelos seus clientes, o que é um ponto a favor. No mercado dos “Serviços Financeiros” esta é uma força moderada/forte pois existe uma grande oferta deste tipo de serviços, nomeadamente pelos bancos e instituições financeiras.

4.5.1.4. Ameaça de produtos/serviços substitutos

No que toca ao mercado dos “Correios” a ameaça de aparecimento de produtos/serviços substitutos é forte, uma vez que a internet e o *email* estão a ganhar uma maior força em comparação ao correio físico, devido à sua rapidez, facilidade e por se tratar de um método mais económico. Relativamente ao mercado de “Expresso & Encomendas”,

a ameaça de serviços substitutos é moderada, uma vez que outras empresas cada vez ganham mais campo neste mercado. Para o mercado de “Serviços Financeiros” a ameaça é fraca, apesar de os CTT não serem uma primeira escolha neste tipo de serviços, a inovação que se tem evidenciado neste setor por parte desta empresa é claramente visível, e com a breve abertura do Banco Postal, os CTT irão ganhar terreno neste setor.

4.5.1.5. Rivalidade entre concorrentes

Os mercados onde os CTT operam, caracterizam-se por uma moderada rivalidade entre concorrentes. No entanto, cada um destes mercados apresenta características diferentes que influenciam a sua rendibilidade e potencial futuro, nomeadamente:

- i. Correio – o mercado do “Correios” caracteriza-se por taxas de crescimento estagnadas ou até de decréscimo e de uma competição cada vez maior, devido à liberalização do setor. No entanto, estes fatores ainda não representam uma forte erosão das margens de lucro. Em conclusão, a rivalidade entre concorrentes deve ser considerada uma força moderada para este mercado;
- ii. Expresso & Encomendas – no caso do mercado de “Expresso & Encomendas”, existe uma maior rivalidade entre concorrentes, especialmente entre os CTT e a Chronopost. No entanto, a força desta rivalidade deve ser considerada como moderada, uma vez que os CTT continuam a ser líderes de mercado neste setor muito devido à confiança neles depositada por parte dos clientes.
- iii. Serviços Financeiros – no caso deste mercado, a rivalidade atual é elevada, sendo que muitos *players* procuram ganhar quota de mercado. Devido à crise financeira que se faz sentir no país e à indiferenciação dos produtos e serviços prestados entre concorrentes, os consumidores são muito sensíveis ao preço, taxas, juros, etc.. Desta forma, a rivalidade entre concorrentes neste mercado deve ser considerada forte.

Na Tabela 4.2 apresenta-se um resumo com a intensidade das Cinco Forças de Porter.

Tabela 4.2 - Resumo das 5 Força de Porter CTT

Força Competitiva	Correios	Expresso & Encomendas	Serviços Financeiros
1- Ameaça de entrada de novos concorrentes	Fraca/ Moderada	Moderada	Moderada
2 – Poder negocial dos fornecedores	Fraca	Fraca	Fraca/ Moderada
3 – Poder negocial dos clientes	Moderada	Moderada	Moderada/ Forte
4 – Ameaça de produtos /serviços substitutos	Forte	Moderada	Fraca
5 – Rivalidade entre concorrentes	Moderada	Moderada	Forte
Força Ambiente Competitivo	Moderada	Moderada	Moderada

Fonte: Autora

Analisando o modelo das Cinco Forças de Porter para os três grandes mercados em que os CTT operam, verificamos que o negócio dos Correios apresentam um ambiente competitivo moderado, o que poderá manifestar-se numa redução do crescimento das vendas e/ou diminuição de margens.

Ao nível do mercado de Expresso & Encomendas o ambiente competitivo é moderado, uma vez que existe reduzida ameaça do poder negocial dos fornecedores, moderada ameaça de produtos substitutos, moderada probabilidade de entrada de novos concorrentes de peso e a rivalidade entre concorrentes, ainda que intensa, permite aos *players* continuar a crescer nas suas vendas no médio prazo.

Ao nível do mercado de Serviços Financeiros, o ambiente competitivo é moderado, uma vez que existe uma moderada ameaça de entrada de novos concorrentes e uma forte rivalidade entre concorrentes. Contudo, existe uma reduzida ameaça de entrada de produtos substitutos possibilitando o crescimento, mesmo que pouco acentuado, dos vários *players*.

Capítulo 5 – AVALIAÇÃO

5.1. Estado da Arte

Aqui serão apresentados os vários modelos de avaliação que se acham mais adequados ao caso em estudo. Após uma análise mais aprofundada de cada método será selecionado um para a realização da avaliação dos CTT.

5.1.1. Discounted Cash Flows Valuation

No método DCF a avaliação de um ativo corresponde ao valor atual dos seus *cash flows*² esperados. Neste contexto, o valor da empresa corresponderá ao valor atual dos seus *cash flows* operacionais depois de retirados os impostos, como nos referem Modigliani e Miller (1958), os primeiros académicos que defenderam a aplicabilidade do método de avaliação referido e, mais tarde, Damodaran (2006). No decorrer do tempo foram realizadas algumas adaptações ao modelo, principalmente ao nível dos seus principais pressupostos com especial enfoque para a taxa mais adequada aquando da consideração dos *cash flows*. Damodaran (2002) destaca que “*there are literally thousands of discounted cash flow models in existence*” Damodaran (2002:12), e opta por categorizá-los em três grupos:

- i. *Equity Valuation*;
- ii. *Firm Valuation*;
- iii. *Adjusted Present Value (APV) Valuation*. (Borrego, 2011)

5.1.1.1. Equity Valuation

Quando é necessário determinar o *equity valuation* pretende-se avaliar a empresa na perspectiva dos acionistas, considerando-se os *cash flows* pertencentes aos detentores de capital e descontando-os à taxa de rentabilidade exigida por estes (*cost of equity*³). Deste modo, pode escrever-se que (Borrego, 2011):

² Fluxo de caixa

³ Custo de capital

$$\text{Value of equity} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\text{Expected Cash flows to the equity}_i}{(1+k_e)^i} \quad (1)$$

Em que:

- n corresponde ao período de vida do ativo;
- k_e custo do capital próprio (*cost of equity*).

Ao ter em consideração a perspectiva dos detentores de capital e os *cash flows* expectáveis por estes, destacam-se dois modelos:

- i. *Dividend Discount Model* (DDM), em que os *cash flows* equivalem aos dividendos esperados pelos acionistas em perpetuidade;
- ii. *Free cash flow to the equity* (FCFE), onde são considerados todos os *cash flows* distribuídos aos acionistas, quer sejam ou não distribuídos.

5.1.1.1.1. *Dividend Discount Model*

Este modelo é considerado como um método derivado do DCF (Damodaran, 2006) e também um dos mais restritivos, dado que apenas considera os dividendos como *cash flows* para os acionistas. De uma forma geral, o valor de cada ação é dado por: (Borrego, 2011)

$$\text{Valor da ação} = \sum_{i=1}^{i=\infty} \frac{E(\text{Dividendo por ação}_i)}{(1+k_e)^i} \quad (2)$$

Em que:

- $E(\text{Dividendo por ação } i)$ refere-se ao dividendo esperado por ação no momento i ;
- k_e custo do capital próprio.

William (1938) realizou uma investigação sobre a relação entre o preço das ações e o montante de dividendos distribuídos, chegando à conclusão que os dividendos refletem bem as variações que existem nos resultados, na fase do ciclo de vida da empresa, na sua situação financeira e da sua capitalização (Damodaran, 2004).

Em consequência surgiram várias teorias e variantes deste modelo base para sustentar a distribuição de um montante de dividendos consoante a fase de desenvolvimento em que se encontra a empresa em questão. Assim, em empresas maduras tendencialmente distribuem-se montantes de dividendos superiores aos das empresas em crescimento, dado que as segundas tipicamente apresentam mais e melhores oportunidades de investimento (Damodaran, 2004).

É de referir que em 1962, Gordon desenvolveu um modelo (*Gordon Growth Model* ou *Constant Growth Model*) para empresas com um crescimento estável e que não retêm dividendos, em que o valor do seu capital próprio pode ser representado como uma perpetuidade crescente baseada no dividendo esperado do próximo período (Foerster & Sapp, 2005), contornando assim a necessidade de estimar os dividendos anuais em perpetuidade.

$$\text{Valor da ação} = \frac{\text{Dividendo esperado no próximo período}}{(\text{Custo do capital próprio} - \text{Tx de crescimento esperada dos dividendos em perpetuidade})} \quad (3)$$

Salientam-se ainda mais dois modelos que têm o objetivo de contornar as limitações impostas pelo modelo geral de dividendos e pelo *Gordon Growth Model*. Tal como refere Damodaran (2006), o primeiro é uma extensão natural do modelo de *Gordon*, dado que contempla duas fases de crescimento, em que num período inicial a taxa de crescimento dos dividendos não é estável e posteriormente estabiliza, sendo expectável que se mantenha em perpetuidade, depois. O segundo modelo, apresentado por Fuller & Hsia (1984), também é um modelo de duas fases, mas assume que inicialmente a taxa de crescimento dos dividendos (de)crece linearmente até atingir uma taxa de crescimento sustentável.

Damodaran (2006) salienta que embora o DDM seja um método de avaliação simples, exigindo um número reduzido de pressupostos, e considere apenas os *cash flows* que de facto são tangíveis para os acionistas, em geral a escolha dos analistas não recai sobre este método de avaliação, dado que os dividendos são determinados por estratégias

próprias que determinam políticas de dividendos diferenciadas. Em consequência, existem empresas que simplesmente não pagam dividendos ou pagam menos do que seria expectável ou ainda pagam dividendos superiores aos *cash flows*, recorrendo a dívida.

5.1.1.1.2 *Free cash flow to the equity (FCFE)*

Como extensão do DDM obtém-se o método de avaliação de FCFE, que para além de considerar os dividendos distribuídos aos acionistas, contempla também os que são retidos na empresa, ou seja, a totalidade dos resultados disponíveis para os acionistas, quer sejam ou não distribuídos. Estes são os *cash flows* que a empresa gera após a subtração das necessidades de reinvestimento (CAPEX e necessidades de fundo de maneio) e o pagamento da dívida, (Damodaran, 2004 e 2006). Para que possam refletir o retorno exigido pelos acionistas, os FCFE são descontados ao custo do capital próprio, à semelhança do sucedido com os dividendos.

Free Cash Flows to Equity (FCFE) = Net income - Capital expenditures + Depreciações

- Change in non-cash working capital+(New debt issued-Debt repayments)

(4)

O valor de avaliação duma empresa quando estas geram *cash flows* e optam por não os distribuir aos acionistas, se for utilizado o FCFE, tende a ser superior ao valor obtido pelo DDM.

É necessário referir que a abordagem do FCFE, embora seja mais ampla do que o método DDM, em determinadas situações continua a ser restritiva, uma vez que apenas analisa parte da estrutura de capital, ignorando a perspetiva dos detentores de dívida. A utilização deste método releva-se mais pertinente na avaliação de fusões e aquisições, *buyouts*, *joint ventures* e alianças ou quando existe uma alteração significativa no controlo da empresa ou na estrutura de propriedade (Damodaran, 2006; Luehrman, 1997), uma vez que permite analisar explicitamente as alterações nos *cash flows* e no risco dos acionistas.

5.1.1.2. Firm Valuation

Quando é equacionado o modelo de DCF que é aplicado na perspetiva da empresa como um todo, o principal objetivo subjacente é avaliar a totalidade dos *cash flows* da empresa, quer sejam respeitantes aos acionistas quer aos credores, fazendo uma atualização ao custo do capital próprio numa empresa que não tenha dívidas, para considerar a rentabilidade exigida pelos *stakeholders*⁴.

Logo, considerando que percorrido um certo período de tempo, a empresa começa a crescer a uma taxa de crescimento constante, o valor da empresa será dado por:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\text{FCFF}_i}{(1+\text{WACC})^i} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC} - g_n)}{(1+\text{WACC})^n} \quad (5)$$

Em que:

- FCFF são os *cash flows* libertos pela empresa;
- WACC é o custo médio ponderado do capital;
- g é a taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade.

Geralmente esta abordagem é utilizada para determinar a viabilidade de um investimento porque ela permite captar qual o valor intrínseco dos ativos (lado esquerdo do balanço) para remunerar os capitais próprios (lado direito do balanço se não houver dívidas).

Caso se introduza a dívida, passaremos então a ter que alterar a abordagem e surge o conceito de custo médio ponderado do capital (WACC segundo a terminologia anglo-saxónica) que, a partir da estrutura de capital permite obter um custo médio para o capital empregue (conjunto do capital próprio e alheio) depois de impostos.

Ao longo do tempo este método tem vindo a ser melhorado e desenvolvido muito por via da sua utilização em situações variadas, como por exemplo na determinação do justo valor de ativos.

⁴ Partes interessadas ou intervenientes na empresa

Na base desta atualização generalizada, está a simplicidade da utilização do WACC (Miles & Ezzel, 1980).

Ressalva-se que este método de avaliação tem intrínseco vários pressupostos que podem colocar em causa a sua eficiência. Como referem Miles & Ezzel (1980), a aplicabilidade do WACC pressupõe que o custo dos capitais próprios e da dívida, bem como o nível de alavancagem, sejam constantes ao longo do período de vida da empresa (ou projeto). Desta forma, a utilização do DCF em transações muito alavancadas, reestruturações, *project finance* e outras situações em que a estrutura de capital se altera consideravelmente pode constituir um problema (Borrego, 2011).

Koller et al (2005), comungam desta opinião e salientam que a abordagem do WACC funciona melhor quando a empresa mantém um rácio de alavancagem relativamente estável. Mas no caso de ser previsível que este rácio se altere, a validade do método do WACC permanece embora seja mais difícil a sua aplicabilidade.

Damodaran (2006) considera este fator não como um inconveniente, mas como uma vantagem do método “*one of the biggest strengths of the model is the ease with which changes in the financing mix can be built into the valuation through the discount rate rather than through the cash flows*”. (Damodaran, 2006:26).

O WACC consiste numa taxa de desconto que reflete a estrutura de capital da empresa, pelo que é suposto que tenha em conta os benefícios fiscais associados à dívida (Luehrman, 1997). No caso das empresas com posições fiscais complexas o modelo não tem a eficiência expectável, sendo irreal quando considerada a sua utilização para a avaliação de empresas transnacionais (Luehrman, 1997).

5.1.1.2.1. *Free cash flows to the firm (FCFF)*

Como referido anteriormente, quando se fala de FCFF, considera-se o somatório dos *cash flows* a que todos os detentores da empresa (acionista comuns, preferenciais e credores) têm direito.

Os analistas por norma optam por uma de quatro medidas de rendimentos para obter os *cash flows*. Para além de considerarem o investimento em capital e a variação das necessidades de fundo de maneiio, consideram também:

- i) EBIT;
- ii) EBITDA;
- iii) NOPLAT;
- iv) NOI.

A principal diferença entre estes quatro indicadores está relacionada com os pressupostos sobre a relação entre as amortizações e depreciações e o investimento em capital (Borrego, 2011).

A utilização do EBITDA pressupõe a hipótese de que a empresa desinveste ao longo do tempo. Implicitamente o NOPLAT diz não existir reinvestimento, ou seja, o valor das amortizações e depreciações é reinvestido na empresa para manter os ativos existentes, não havendo assim crescimento (Borrego, 2011).

Damodaran (2002) considera que para as empresas que apresentam uma taxa positiva de reinvestimento os free cash flows são dados por:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{Taxa de imposto}) - \text{Investimento em capital} + \text{Amortizações} - \Delta \text{Fundo de maneiio} \pm \Delta \text{Outros itens non-cash} \quad (6)$$

5.1.1.2.2. WACC

Como já mencionado, os *cash flows* da empresa devem ser descontados ao custo médio ponderado do capital, quando introduzimos a dívida na abordagem, sendo este um dos pontos centrais deste método.

$$\text{WACC} = \frac{E}{E+D} * k_e + \frac{D}{E+D} * k_d * (1-t)$$

(7)

Em que:

- E é o valor de mercado do capital próprio;
- D é o valor de mercado da dívida;
- k_e é o custo do capital próprio;
- k_d é o custo da dívida;
- t representa a taxa de imposto.

O custo do capital próprio é o *input* que leva em consideração um maior número de análises e de pressupostos. O valor e o custo da dívida, pelo contrário, resultam de dados de mercado. O cálculo da taxa e imposto é retirada diretamente das demonstrações financeiras da empresa.

As teorias mais frequentes para aferir o custo do capital próprio são o CAPM⁵ e o APT.

O CAPM defende que o retorno esperado de um ativo está intimamente relacionado com o beta desse ativo (correlação entre o retorno do ativo e o retorno do portfólio de mercado), ou seja, o retorno esperado de um ativo corresponde à relação da taxa de juro sem risco e do beta desse ativo.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$$

(8)

Em que:

- $E(R_i)$ é o retorno esperado do ativo i ;
- R_f é a taxa de juro do ativo sem risco;
- $E(R_m)$ é o retorno esperado do portfólio de mercado;
- β_i é o beta do ativo i .

A diferença entre $E(R_m)$ e R_f é o prémio de risco.

⁵ Capital Asset Pricing Model. O CAPM foi introduzido na teoria financeira por trabalhos independentes realizados por Jack Treynor (1961, 1962), William F. Sharpe (1964), John Lintner (1965) and Jan Mossin (1966)

Ao longo do tempo, este modelo tem sido alvo de muita investigação, cujas conclusões são muitas vezes contraditórias. É um modelo pouco robusto.

Por exemplo, alguns estudos realizados, não evidenciam que haja uma forte relação linear entre o beta e o retorno de um ativo (Fama e French, 1992). No entanto, segundo outros estudos, sendo exemplo Amihud et al (1992) e Kotharu & Shanken evidenciam a sua relação. (Borrego, 2011)

Koller et al (2005), defenderam que o retorno de um ativo está negativamente correlacionado com a dimensão da empresa (capitalização bolsista) e positivamente relacionado com o rácio do valor contabilístico pelo valor de mercado da empresa. Este modelo foi desenvolvido com base em evidência empírica negando a existência de uma relação significativa entre o beta e o retorno.

Em 1993 surge o *Fama-French Three-Factor Model*, realizado por Eugene Fama e Kenneth French, que avalizam as fraquezas do CAPM com um modelo de três fatores.

Outro modelo alternativo para determinar o custo do capital próprio é o modelo APT, proposto por Ross (1976).

Segundo Damodoran (2002), enquanto no CAPM o risco de mercado está refletido no portfólio de mercado, já no caso do APT existem múltiplas origens de risco de mercado e assim procura-se saber a sensibilidade desses investimentos a variações em cada fator (*factor betas*). Este método pode ser visto como uma extensão do FFM (Koller et al 2005). É ainda assim de salientar que este modelo não é utilizado com frequência dado não existir consenso relativamente a quantos, quais e que mensuração utilizar para esses fatores (Koller et al 2005).

5.1.1.2.3. Taxa de juro sem risco

De um ponto de vista teórico, um ativo não tem risco quando se conhece, à partida e com certeza, o retorno esperado desse ativo. Assim sendo, pode dizer-se que não existe risco de falência nem risco associado ao reinvestimento. Damodaran (2008) diz que os únicos ativos que cumprem estes critérios são as obrigações soberanas, sem cupão, de Estados sem risco de falência, cuja maturidade é igual à dos *cash flows* que estão a ser

descontados, pois os Estados controlam a emissão de moeda. (Borrego, 2011)

É de máxima importância que a taxa de juro sem risco e os *cash flows* estejam na mesma moeda e que ativos sem risco tenham a mesma maturidade dos *cash flows* que estão a ser avaliados, só assim se pode garantir que não há enviesamento na avaliação. (Damodaran, 2008).

5.1.1.2.4. Beta

No modelo CAPM, o beta é uma medida que traduz o risco sistémico do ativo, ou seja, a correlação entre o retorno do ativo e o retorno do portfólio de mercado. Um dos princípios base deste modelo é a redução do risco que os investidores podem obter através da diversificação da carteira de investimentos, recompensado assim pelo risco de mercado (Rosenberg & Rudd, 1982).

Não sendo o beta uma variável observada diretamente no mercado, torna-se necessário estimá-la segundo um conjunto de metodologias e pressupostos.

Normalmente o beta é calculado a partir da utilização da regressão linear entre os retornos históricos do ativo e os retornos do portfólio de mercado. Por norma, analisa-se e um período de cinco anos de dados mensais (Black et al, 1972), havendo especialistas que consideram um período entre quatro a seis anos (Alexander e Chervany, 1980), enquanto o Nobel da Economia, Robert Merton (1980), defende a utilização de dados mais frequentes. (Borrego, 2011)

Para estimar o beta da empresa, os analistas baseiam-se no beta de empresas da mesma indústria, argumentando que *“companies in the same industry face similar operating risks, so they should have similar operating betas. As long as estimation errors across companies are uncorrelated, overestimates and underestimates of individual betas will tend to cancel, and an industry median (or average) beta will produce a superior estimate”* (Koller et al, 2005:254). Ainda assim, deve ter-se em conta tanto o risco operacional (obtido a partir do negócio da empresa e, portanto, sem considerar a dívida) como o risco financeiro (obtido considerando a dívida, ou seja, na ótica do acionista), uma

vez que, em empresas com maior volume de dívida, os acionista ficam expostos a um nível de risco superior e tal deverá estar refletido no beta da empresa. (Koller et al, 2005).

Relacionando os dois tipos de riscos, consideraram que o beta financeiro (beta e) será igual ao operacional (beta u) acrescido de um fator que expresse o grau de alavancagem.

$$\beta_e = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E} \right)$$

Em que: (9)

- β_e é o beta do capital próprio da empresa, considerando a alavancagem;;
- β_u é o beta operacional, ou sem dívida;
- $1+D/E$ representa o grau de alavancagem financeira da empresa.

5.1.1.2.5. Prémio de risco

Quando se refere o prémio de risco, considera-se a disparidade entre o retorno do portfólio de mercado e o retorno do ativo sem risco, que implica o cálculo da sua estimativa visto não ser uma variável de mercado. O prémio de risco é uma das variáveis mais discutidas em finanças. Segundo Koller et al (2005) isto acontece devido à capacidade de uma ação ter um desempenho superior às obrigações do tesouro no longo-prazo, e este fato tem implicações em áreas como *corporate finance* e composição do portfólio.

Assim sendo, existem vários métodos que permitem estimar o prémio de risco. Comummente são consideradas três técnicas principais:

- i) Estimativa da diferença histórica entre o retorno do mercado e o retorno do ativo sem risco;
- ii) Estimativa do prémio de risco expectável;
- iii) Entrevistas a investidores e a *Chief Financial Officers* (CFOs) para aferir as suas expectativas.

Ao considerar a estimativa do prémio de risco com base em dados históricos pressupõe-se que os investidores com maior aversão ao risco, exigem um prémio de risco superior para substituírem as obrigações por ações. Caso não se altere o risco, os dados históricos são uma boa aproximação do prémio de risco que os investidores vão pedir no

futuro (Koller et al, 2005).

A segunda técnica diz que o prémio de risco futuro pode ser estimado através de variáveis observadas no presente, nomeadamente, *dividend-to-price ratio*, *book-to-market ratio* e *ratio of earnings-to-price* (Koller et al, 2005).

Por fim explica-se que a técnica de entrevistas a CFO's e a investidores tem por base o facto do prémio de risco ser o retorno adicional exigidos por estes para investir em ativos com risco, isto é, a melhor forma de estimar o prémio de risco é questioná-los, e assim considerar as suas expectativas quanto ao prémio de risco futuro. (Borrego, 2011)

Observam-se ainda autores defensores de que se deve considerar um prémio de risco adicional quando o investimento é realizado em países emergentes que exibem riscos mais elevados (políticos, económicos e sociais). Nestes casos o mais frequente é adicionar o prémio de risco do país à taxa de desconto (Koller et al, 2005).

Sendo esta uma variável crítica, surgem críticas a esta visão. Diversos autores argumentam que o risco implícito a estes investimentos deve estar refletido nos *cash flows* através da elaboração de cenários e não na taxa de desconto (James & Koller, 2000). Outros autores defendem que não se deve considerar um prémio de risco adicional, visto que, por norma, quem investe em países emergentes tem uma maior diversificação. (Borrego, 2011)

5.1.1.2.6. Valor terminal

Quando se efetua a avaliação de uma empresa faz-se a estimativa dos *cash flows* esperados durante um certo período de tempo (período explícito) e, em seguida, assume-se que estes crescem a uma taxa de crescimento sustentável em perpetuidade (valor terminal).

Segundo Young et al (1999), o valor terminal representa, em média, 94% do valor total da empresa nos casos em que se tem um período explícito de 3 anos, 90% para 5 anos de período explícito e 79% para 10 anos de período explícito. Mesmo com um período explícito superior a 10 anos, o valor terminal continua a representar a maioria do valor da empresa, dado se tratar de uma perpetuidade.

Como acima referido, uma das formas mais comuns de estimar o valor terminal é assumir que a empresa cresce em perpetuidade a uma taxa constante, podendo por isso

aplicar os princípios do *Gordon Growth Model* aos *cash flows*. (Gordon, 1959)

Adicionalmente, na estimativa da taxa de crescimento, existem dois fatores críticos que devem ser tomados em conta:

- i) A taxa de crescimento em perpetuidade tem que ser inferior à taxa de crescimento da economia, visto que nenhuma empresa pode crescer mais do que a economia onde se insere;
- ii) As características da empresa têm que ser sólidas com os pressupostos de crescimento sustentável.

5.1.1.3. Adjusted Present Value Valuation

O método APV, apresentado em 1974 por Myers, constitui numa primeira etapa a avaliação da empresa assumindo que esta é financiada a 100% por capitais próprios e numa segunda etapa adiciona as mais/menos valias procedentes do financiamento com dívida, entre outros, os benefícios fiscais e os custos de falência.

A avaliação do elemento operacional da empresa realiza-se de forma equivalente à avaliação através de DCF, como atrás referida, utilizando como taxa de desconto o custo de capital próprio sem dívida (*unlevered cost of equity*).

$$\text{Value of the unlevered firm (Vu)} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\text{FCFF}_i}{(1+k_u)^i} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}/(k_u-g)}{(1+k_u)^n} \quad (10)$$

Em que:

- k_u corresponde ao *unlevered cost of equity*;
- g é a taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade.

Ainda que o método de DCF baseado no WACC continue a ser o método de avaliação preferido dos analistas e de académicos, de acordo com Luehrman (1997), o APV destaca-se por ser um método bastante transparente, em que todos os componentes da análise são visíveis, sendo que nenhum desaparece após a aplicação da taxa de desconto. No APV cada tipo de dívida ou *cash flow* é descontado a uma taxa de desconto que traduz o risco que lhe está associado, sem necessidade de ajustamentos (Luehrman, 1997).

Este método permite aos analistas e gestores conhecer o valor da empresa, e igualmente aferir de onde vem esse valor (Luehrman, 1997).

Os pontos que menos geram consenso sobre o APV relacionam-se com a quantificação das mais e menos valias associadas ao financiamento com recurso a dívida.

Segundo Modigliani e Miller (1958 e 1963), os benefícios fiscais calculam-se, sempre que o nível de dívida e a taxa de imposto forem constantes em perpetuidade, sendo que os benefícios fiscais devem ser descontados à taxa de juro sem risco (Myers, 1974; Fernández, 2004).

Fernández (2004) acrescenta ainda um pressuposto adicional importante para a validação da teoria de Modigliani e Miller: o risco de falência tem que ser nulo “*Modigliani and Miller explicitly ignore the issue of the riskiness of the cash flows by assuming that the probability of bankruptcy was always zero*”, (Fernández, 2004:6).

Myers (1974) é também defensor desta abordagem argumentando que se o nível de dívida for constante, a poupança fiscal deve ser descontada à taxa de juro sem risco, uma vez que não existe incerteza sobre os benefícios fiscais futuros.

Caso a empresa deseje manter um rácio de dívida constante, então os benefícios fiscais apresentam o mesmo risco que a dívida e deve-se utilizar o custo da dívida como taxa de desconto (Myers, 1974). Luehrman (1997) é também defensor desta ideia referindo que os benefícios fiscais resultam da contração de dívida e, conseqüentemente, apresentam a mesma incerteza que o pagamento de juros e da amortização de capital, e como tal devem ser descontados ao custo da dívida.

$$\text{Present Value of Tax Shields (PVTS)} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{D_i * k_d * t}{(1 + k_d)^i} + \frac{(D_i * k_d * t) / (k_d - g)}{(1 + Kd)^n} \quad (11)$$

Em que:

- D_i corresponde ao valor da dívida financeira no momento i ;
- k_d é o custo da dívida;
- t é a taxa de imposto;
- g é a taxa de crescimento de longo-prazo.

Segundo Borrego (2011), existem acadêmicos (Kaplan e Ruback (1995); Ruback (1995); Ruback (2000); Tham e Vélez-Pareja (2001)) que discordam desta visão e consideram que a taxa apropriada para descontar os benefícios fiscais é a taxa de retorno exigida pelos acionistas quando a empresa não tem dívida (*required return to unlevered equity*), uma vez que os benefícios fiscais apresentam o mesmo risco sistêmico que os *cash flows* da empresa. (Borrego, 2011)

Neste caso, se o cálculo dos benefícios fiscais não é consensual entre a comunidade acadêmica, a estimativa dos custos de falência ainda menos, apresentando-se como um ponto problemático na aplicação do APV, dado que os economistas têm-se deparado com dificuldades em medir estes custos. (Borrego, 2011). Referente à probabilidade de falência (P(D)), esta pode ser calculada indiretamente por via do *bond rating* da empresa ou através da observação das características da empresa para cada nível de dívida (Damodaran, 2006).

$$\text{Cost of financial distress (CFD)} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\%CFD_i * V_{u_i}}{[1 + k_d + P(D)]^i} + \frac{(\%CFD_i * V_{u_i}) / (k_d - g)}{(1 + k_d)^n} \quad (12)$$

Em que:

- % CFD é o custo de falência em percentagem do *unlevered value* da empresa;
- P(D) é a probabilidade de falência.

Há a referir que face à discrepância de estimativas, muitas vezes os analistas negligenciam os custos de falência (Luehrman, 1997) ou simplesmente optam por usar o método de DCF baseado no WACC, mesmo reconhecendo as mais-valias do APV face ao DCF, nomeadamente a qualidade e transparência da informação obtida.

Como já referido, o valor da empresa resulta da soma das diferentes componentes, contudo torna-se essencial ponderar a importância de cada componente. Os benefícios fiscais apenas ocorrem quando a empresa se encontra em intervenção, logo o valor desta componente tem que ser multiplicada pela probabilidade de “não falência”. Por sua vez, estes custos têm que ser ponderados pela probabilidade de falência.

$$\text{Enterprise value} = V_u + [1 - P(D)] * PVTS - CFD * P(D) \quad (13)$$

Torna-se pertinente referir que para o cálculo do *equity value* é mandatário subtrair todas as *non-equity financial claims* (e.g. dívida e interesses minoritários), à semelhança do sucedido com o método de DCF através do WACC. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005)

Salienta-se que o método do APV pode ser utilizado grande parte das situações, conseguindo assim a preferência dos analistas, quando estes pretendem conhecer isoladamente os efeitos da opção de financiamento e/ou os custos potenciais de falência.

5.1.1.4. Relative Valuation

A avaliação de empresas através do método de DCF procura prever os *cash flows* que a empresa irá obter em perpetuidade, aplicando-lhes uma taxa de desconto que traduza o risco subjacente a esses *cash flows*. Outro método de o fazer é medir o valor da empresa com base no valor de empresas idênticas, cujo capital é transacionado no mercado e capitais. Daí o nome deste tipo de avaliação: “Avaliação Relativa” ou por Múltiplos.

Segundo Damodaran (2006), a maior diferença entre estes dois métodos de avaliação advém de perspetivas diferenciadas no que se refere à (in)eficiência do mercado. No caso do DCF assume-se que o mercado comete erros, que vão sendo corrigidos ao longo do tempo. Na avaliação através de múltiplos, é considerado que o mercado pode efetuar alguns erros de avaliação em ativos individuais, mas que no geral o mercado estará adequado (Damodaran, 2006).

Refira-se que Damodaran (2006) verificou que a maioria das avaliações realizadas tem por base o método dos múltiplos. Das avaliações de *equity research* 90% recorre a este método, já no que respeita a avaliações de aquisições efetuadas. Aqui surge a questão: quais as razões da preferência pelo método dos múltiplos comparativamente com o método de DCF? Damodaran (2002) sustentou que as avaliações com base em múltiplos:

- i) Obrigam a um menor número de pressupostos, tornando assim estas avaliações mais rápidas do que as realizadas pelo DCF;
- ii) São de melhor perceção por parte dos clientes;
- iii) Refletem o estado do mercado, uma vez que avaliam o valor relativo dos ativos e não o seu valor intrínseco.

Embora existam pontos fortes e fracos neste método de avaliação, existem dois aspetos críticos na realização de uma avaliação por múltiplos:

- i) Escolha do *peer group*;
- ii) Escolha do(s) múltiplo(s).

5.1.1.4.1. *Peer group*

Relembramos que a avaliação por múltiplos tem por base os valores dos múltiplos de empresas similares. Sabendo que não existem duas empresas exatamente iguais, surge a questão de saber quais os critérios a considerar para identificar empresas comparáveis?

De facto a identificação de empresas de acordo com estes critérios é complexa. Muitos autores e analistas defendem a utilização de empresas que operam no mesmo sector, tendo como pressuposto base que empresas do mesmo sector apresentam um perfil de *cash flows*, de crescimento e de risco semelhante (Damodaran, 2002).

As diferentes estratégias de diferenciação que as empresas procuram, fazem com que, em nossa opinião, esta escolha seja quase impossível de fazer.

5.1.1.4.2. Escolha do Múltiplo

É importante salientar que, para além dos fatores a assegurar na escolha do *peer group*, é importante garantir também a coerência dos múltiplos a utilizar. De uma forma geral, existem quatro tipos de múltiplos:

- i) *Earnings Multiples*;
- ii) *Book Value or Replacement Value Multiples*;
- iii) *Revenue Multiples*;
- iv) *Sector-Specific Multiples*.

5.1.1.5 **Contingent Claim Valuation**

Sabe-se que uma empresa, para além da atividade operacional que desenvolve e que gera *cash flows*, pode dispor de um conjunto de oportunidades de negócios (e.g. lançamento de um novo produto no mercado, pesquisa e desenvolvimento, patentes, entre outros). Estas não são avaliadas nos modelos típicos de DCF e admite-se que o valor da empresa pode ser diferente do valor atual dos seus *cash flows* esperados se estes *cash flows* estiverem dependentes da ocorrência de um evento no futuro (Damodaran, 2002).

Assim, a avaliação contingente deverá ser aplicada sempre que se trate de um ativo com características de uma opção (e.g. exploração de reservas de petróleo ou carvão, patentes, ...). Não sendo esta a realidade dos CTT, este método não será mais aprofundado nem explanado ao longo do projeto.

5.1.1.6 Accounting Liquidation Valuation

Este é um método baseado na contabilidade e leva em consideração que o valor da empresa corresponde ao somatório do valor contabilístico dos ativos que detém num determinado momento. Contudo, tal como Damodaran (2006) refere, para empresas com oportunidades de crescimento significativas, o valor contabilístico da empresa poderá apresentar um montante consideravelmente inferior ao valor real da mesma.

Por seu turno deve-se salientar que as políticas contabilísticas adotadas pela empresa passam a assumir um papel relevante neste tipo de avaliação.

Como método complementar tem-se o *liquidation valuation* que se baseia no pressuposto que os ativos da empresa têm que ser alienados com urgência, sendo que para tal existe um desconto face ao seu valor real. Este método só deve ser aplicado em empresas em situação de falência, visto que em situações normais são subavaliadas (Damodaran, 2006).

5.1.2 Brand Equity

Alvo de alguma contestação entre os investigadores das áreas financeiras, o valor da marca vem assumindo uma notoriedade importante visto que muitas das empresas a identificam como estratégica. É o caso dos CTT que em todos os documentos que analisámos lhe dá uma importância que nos incentivou a aprofundar esta questão.

O branding tornou-se uma prioridade no marketing. Marcas de sucesso como a Starbucks, Sony e Nike cobram preços premium e evocam grande fidelidade. Já marcas novas como a Krispy Kreme, Red Bull e a JetBlue captam a imaginação dos consumidores e da comunidade financeira. (Kotler e Keller, 2006)

“O processo de gestão estratégica da marca envolve quatro etapas principais:

- i. Identificação e definição do posicionamento da marca.*
- ii. Planeamento e implementação do marketing da marca.*
- iii. Avaliação e interpretação do desempenho da marca.*
- iv. Crescimento e sustentação do valor da marca.”* (Kotler e Keller, 2006:268)

5.1.2.1. Definição de *brand equity*

Como referem Kotler e Keller,

“O brand equity é o valor agregado atribuído a produtos e serviços. Esse valor pode se refletir no modo como os consumidores pensam, sentem e agem em relação à marca, bem como nos preços, na participação de mercado e na rentabilidade que a marca proporciona à empresa. O brand equity é um importante ativo intangível que representa valor psicológico e financeiro para a empresa.(...)” (Kotler e Keller, 2006:270)

A premissa dos modelos de *brand equity* baseados no cliente é que o poder de uma marca está naquilo que os clientes vêem, leem, escutam, aprendem, pensam e sentem sobre ela ao longo do tempo. Noutras palavras, o poder de uma marca está na mente de clientes reais ou potenciais e na sua experiência direta ou indireta com ela.

5.1.2.2. O âmbito do *branding*

Segundo Kotler e Keller (2006:269) “*Branding significa dotar produtos e serviços com o poder de uma marca. Está totalmente relacionado a criar diferenças.*”

O *branding* refere-se à criação de estruturas mentais e ao auxílio ao consumidor para organizar o seu conhecimento sobre produtos de serviços. Assim espera-se que este tome as suas decisões de forma mais instruída e que assim gere mais valor à empresa.

O segredo do *branding* está nos consumidores não acharem que todas as marcas são iguais.

As marcas mais fortes do mundo possuem dez características em comum:

Tabela 5.1 - As 10 características das marcas fortes

1	A marca destaca-se por oferecer os benefícios que os consumidores realmente desejam.
2	A marca mantém-se relevante.
3	A estratégia de determinação de preços baseia-se nas perceções de valor por parte dos clientes
4	A marca é devidamente posicionada.
5	A marca é coerente.
6	O portefólio e a hierarquia da marca fazem sentido.
7	A marca utiliza e coordena um repertório completo de atividades de marketing para construir a brand equity.
8	Os gerentes da marca compreendem o que a marca significa para os consumidores.
9	A marca recebe apoio adequado e frequente.
10	A empresa monitora fontes de brand equity.

Fonte - Kotler e Keller (2006:270)

5.2. Aplicabilidade dos vários métodos de avaliação ao caso CTT

Em seguida será apresentada e justificada a metodologia eleita para a avaliação dos CTT. Conjuntamente serão também revelados os pressupostos considerados para o cálculo do valor da empresa. Na tabela X são apresentadas as considerações tidas em conta para a escolha do método de avaliação.

Tabela 5.2 – Aplicabilidade das metodologias de avaliação aos CTT

DDM	Não irá ser utilizado pois é considerado um método antigo, restritivo e tem como base na política de dividendos.
Múltiplos	Não irá ser utilizado pois é um método que exigiria encontrar empresas semelhantes o que não nos parece possível.
APV	Não irá ser utilizado pois tem em consideração dados sobre os custos de cada um dos financiamentos obtidos e do tipo de financiamento que a empresa terá no futuro. A alteração da sua estrutura de capital inerente à introdução do Banco CTT obriga-nos, por prudência, a não aplicar este método.
<i>DCF - FCFE</i>	Não irá ser utilizado pelas mesmas razões da não utilização do método APV.
<i>DCF - FCFF</i>	Foi o método escolhido visto poder ser aplicado sem considerar a dívida numa primeira fase e poder introduzi-la mais tarde. Corresponde ao somatório dos <i>cash flows</i> a que todos os detentores da empresa têm direito.

Fonte: Autora

5.3. Previsões

Aqui será aplicado o modelo de avaliação FCFF. Através desse modelo serão avaliadas as capacidades dos ativos gerarem resultados para cada uma das áreas de negócio dos CTT.

Para efetuar as estimativas de comportamento futuro, foram analisados os dados históricos dos últimos três exercícios (2012, 2013 e 2014) (Anexo B). Após essa análise foram estimadas as rubricas que compõe o FCFF, como demonstrado em seguida.

5.3.1. Vendas

As vendas são analisadas separadamente em cada setor para se obter uma melhor percepção do que está a acontecer a nível interno da empresa.

No passado recente, as vendas decresceram 0,1% (-0,3 M€), justificado fundamentalmente pela redução do tráfego de correio endereçado (-5,7%) que, em grande parte, foi compensada pela variação média de preços do serviço universal verificada em 2014 (em média 4,1%). (Relatório e Contas, 2014)

Gráfico 5.1 - Previsões Vendas



Fonte: Autora

A nossa previsão é que no setor de Correios as vendas irão continuar a demonstrar um crescimento constante ao longo do período, considerando que as vendas de produtos a

clientes finais serão mantidas devido essencialmente aos novos acordos realizados com a SONAE e com a PT.

No setor do Expresso e Encomendas as vendas continuarão a sentir uma quebra (Δ 2012/2013 -3%, Δ 2013/2014 -15%), ainda que esta tendência tenda a estabilizar, essencialmente pelas entrada no comércio “e-commerce” e pela entrada no mercado do serviço de “Surf Expresso”.

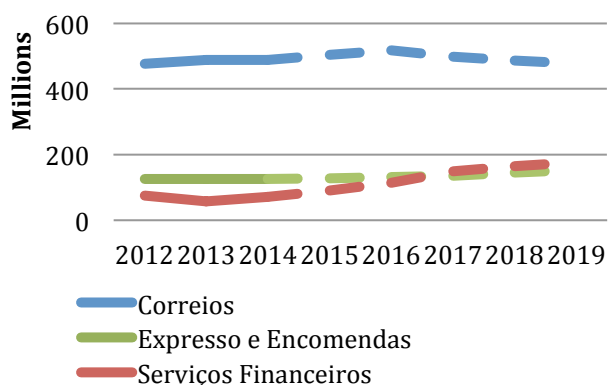
No setor do Serviços Financeiros pelo padrão de serviço que oferece não são consideradas vendas, apenas prestação de serviços.

5.3.2. Prestações de serviços

As prestações de serviços, em semelhança à análise realizada nas vendas, serão analisadas em cada setor para uma melhor perceção interna da empresa.

“Os CTT têm como atividade a prestação do serviço postal, a qual inclui a prestação do serviço de correio e do serviço de encomendas em Portugal e do serviço expresso em Portugal, Espanha e Moçambique. A empresa presta também serviços financeiros em Portugal alicerçados numa rede com elevada capilaridade.” (Relatório e Contas, 2014:184)

Gráfico 5.2 - Previsão Prestação de Serviços



Fonte: Autora

No setor de Correios esta rúbrica tenderá a sofrer um decréscimo, essencialmente a partir de 2017 (Δ 2012/2013 3%, Δ 2013/2014 0%), muito devido à liberalização do setor e à queda substancial que se tem verificado da utilização destes serviços. A queda, porém, não será tão elevada devido a uma ressalva na liberalização que ainda mantém reservadas algumas atividades e serviços. A queda prevista para 2017 é também influenciada pela expectativa de eleições em 2015 e 2016 e isso favorecer bastante o aumento de prestações de serviços com publicidade.

No setor do Expresso e Encomendas as prestações de serviços tenderão a estabilizar e até a sofrer um ligeiro aumento (Δ 2012/2013 1%, Δ 2013/2014 -1%), pelas sinergias e

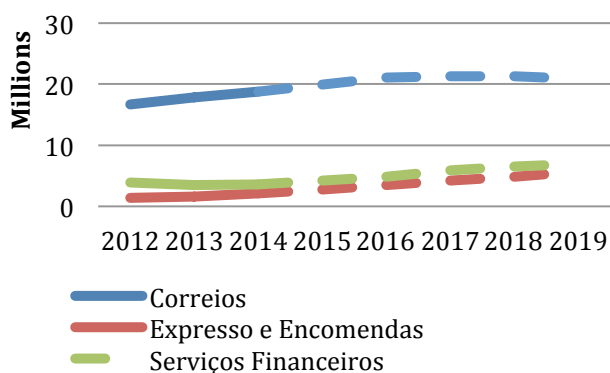
novas estratégias criadas.

No setor de Serviços Financeiros tenderá a manter o seu crescimento (Δ 2012/2013 -25%, Δ 2013/2014 24%), mesmo não registando o surgimento do Banco Postal, pois serão formandas novas interligação com diversas entidades fundamentais para a prestação de serviços bancários.

5.3.3. Rendimentos operacionais a clientes externos

Aqui são contemplados os rendimentos operacionais excluindo os relativos à Estrutura Central dos CTT e às eliminações intragrupo. (Relatório e Contas, 2014)

Gráfico 5.3 - Previsão Rendimentos Operacionais a Clientes Externos



Fonte: Autora

“O setor de Correios integra os rendimentos core dos CTT e apresenta o maior peso no volume dos rendimentos operacionais.” (Relatório e Contas, 2014:46)

Especula-se que em 2015 e 2016 os rendimentos operacionais neste setor venham a aumentar ligeiramente, (Δ 2012/2013 7%, Δ 2013/2014 5%), essencialmente por representarem anos de eleições e esse fato promover um aumento de rendimentos com a publicidade e campanhas. Nos anos seguintes a precisão é de que estes valores estabilizem e até venham a diminuir.

No setor de Expresso & Encomendas tem-se verificado um crescimento (Δ 2012/2013 16%, Δ 2013/2014 34%), essencialmente devido ao aumento das sinergias

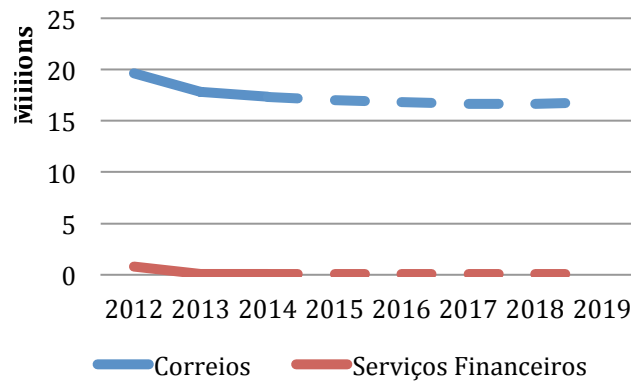
realizadas entre Portugal, Espanha e Moçambique. (CTT - Correios de Portugal, Relatório e Contas, 2014) Assim sendo, é previsto que este crescimento se continue a verificar, ainda que de forma estável.

No setor de Serviços Financeiros, é expectável que se verifique uma continuação de crescimento dos rendimentos operacionais, (Δ 2012/2013 -11%, Δ 2013/2014 4%) principalmente originário das comissões obtidas pela prestação de serviços financeiros.

5.3.4. Prestações internas de serviços

Os CTT são uma empresa que trabalha por centros de resultados, ou seja, todos os setor ou empresas internas são clientes e fornecedores. Daí o surgimento desta rúbrica, que neste caso específico refere-se aos recebimentos aqui verificados.

Gráfico 5.4 - Previsão Prestações Internas de Serviços (Ganhos)



Fonte: Autora

No setor de Correios, a prestação interna de serviços, apesar de tender para uma diminuição, tem visto essa diminuição atenuada nos últimos três, (Δ 2012/2013 - 9%, Δ 2013/2014 -3%). Prevê-se que o seu comportamento continue a ser negativo ainda que venha a estabilizar devido a todas as novas estratégias que estão a ser seguidas para inovar este setor, que serão refletidas a nível interno e externo.

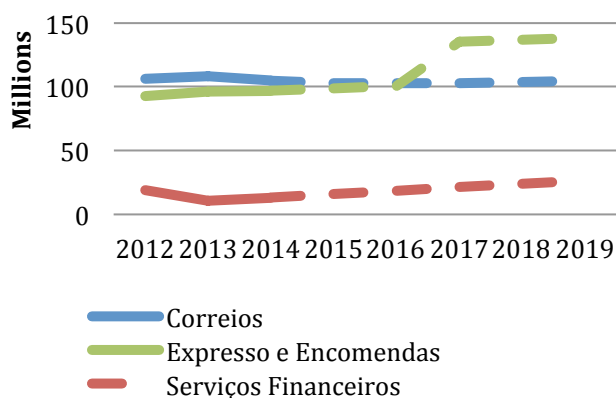
No setor do Expresso e Encomendas as não existem prestações internas.

O setor de Serviços Financeiros tenderá a manter o seu crescimento (Δ 2012/2013 - 90%, Δ 2013/2014 -5%). Apesar de até aqui os crescimentos verificados serem negativos, a tendência será para garantir crescimentos nulos resultado de estratégias e sinergias em desenvolvimento.

5.3.5. Fornecimento e serviços externos

Na presente rúbrica os valores apresentaram um decréscimo maioritariamente devido à Empresa de Arquivo e Documentação (EAD) alienada em 2014. (Relatório e Contas, 2014)

Gráfico 5.5 - Previsão Fornecimento e Serviços Externos



Fonte: Autora

No setor de Correios tem-se verificado uma redução de custos com fornecimento e serviços externos (Δ 2012/2013 2%, Δ 2013/2014 -3%), que se prevê que continue com a mesma tendência decrescente até estabilizar.

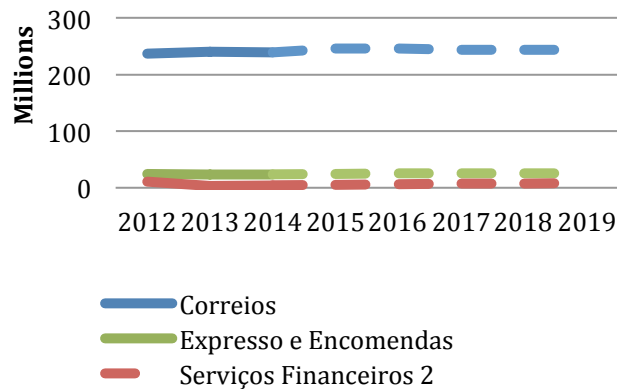
No setor de Expresso & Encomendas tem-se apurado uma redução de custos (Δ 2012/2013 4%, Δ 2013/2014 1%), que se prevê que estabilize.

No setor de Serviços Financeiro estes valores têm aumentado (Δ 2012/2013 - 44%, Δ 2013/2014 24%), isto deve-se ao facto de estarem a ser implementadas novas sinergias neste setor ligadas à criação do Banco CTT. Assim, estima-se que este aumento de custos se mantenha.

5.3.6. Gastos com pessoal

No setor de Correios tem-se verificado uma redução de custos com pessoal (Δ 2012/2013 2%, Δ 2013/2014 -1%), devido à redução do número médio de trabalhadores. Este custo tenderá a estabilizar após os anos eleitorais (2015 e 2016).

Gráfico 5.6 - Previsão Gastos com Pessoal



Fonte: Autora

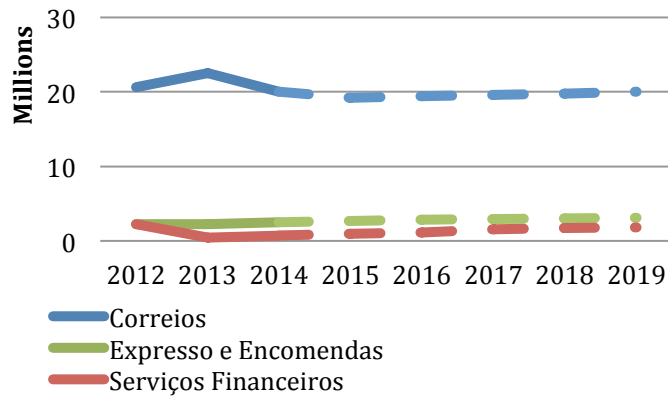
No setor de Expresso & Encomendas tem-se apurado um ligeiro aumento de custos (Δ 2012/2013 -2%, Δ 2013/2014 1%), como consequência das novas estratégias de expansão na área.

No setor de Serviços Financeiro estes custos têm aumentado (Δ 2012/2013 - 71%, Δ 2013/2014 37%), como anteriormente referido, devido a implementação da nova estratégia nesta área (Banco CTT).

“Esta variação refletiu o impacto das alterações legais e regulamentares decorrentes da privatização, originando modificações nos regimes remuneratórios (como a cessação da redução remuneratória e a reposição da atribuição de diuturnidades), do aumento da base de incidência contributiva dos descontos para a CGA, do forte crescimento dos incentivos pagos à rede de lojas devido ao crescimento nos Serviços Financeiros e à introdução do novo modelo de remuneração dos membros dos Órgãos Sociais, aplicado ao mandato 2014-2016.” (Relatório e Contas, 2014:47)

5.3.7. Outros gastos operacionais

Gráfico 5.7 - Previsões Outros Gastos Operacionais



Fonte: Autora

No setor de Correios tem-se registado uma redução destes custos (Δ 2012/2013 9%, Δ 2013/2014 -11%). “Este setor reúne um volume significativo de gastos operacionais visto que inclui as funções de tratamento, distribuição, transporte de correio e a rede de lojas, áreas com maior peso, principalmente em número de trabalhadores.” (Relatório e Contas, 2014:47)

Ainda assim, tem sido possível realizar uma redução destes custos. Portanto, estima-se que estes custos continuem a estabilizar após ter sido conseguida uma redução considerável deste valor.

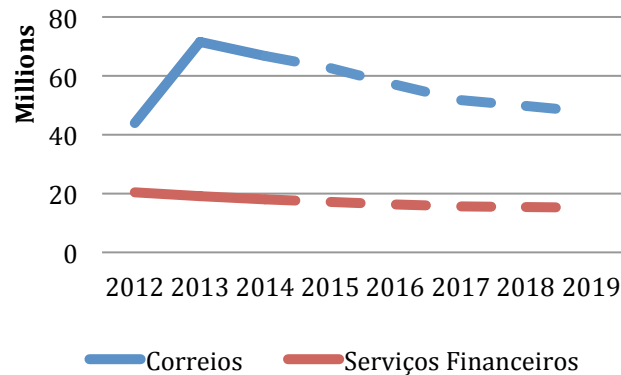
No setor de Expresso & Encomendas tem-se apurado um aumento de custos (Δ 2012/2013 1%, Δ 2013/2014 10%), que se prevê que se continue a verificar devido as novas estratégias implementadas e a implementar neste setor, intensivas em gastos operacionais.

No setor de Serviços Financeiro estes custos têm-se demonstrado alguma instabilidade (Δ 2012/2013 -82%, Δ 2013/2014 81%), justificado pelo aumento do número de lojas com transporte de valores e pelo forte crescimento nos incentivos entregues aos trabalhadores pelas vendas de produtos financeiros nas lojas CTT. (Relatório e Contas, 2014) Assim, prevê-se que este custo continue a aumentar, em relação direta aos rendimentos deste setor.

5.3.8. Prestações internas de serviços

Como anteriormente referido, os CTT são uma empresa que está organizada por centros de resultados e, por isso, inclui as várias áreas de negócios prestam serviços entre si. Daí o surgimento desta rúbrica, que neste caso específico refere-se aos custos aí verificados.

Gráfico 5.8 - Previsões Prestações Internas de Serviços (Gastos)



Fonte: Autora

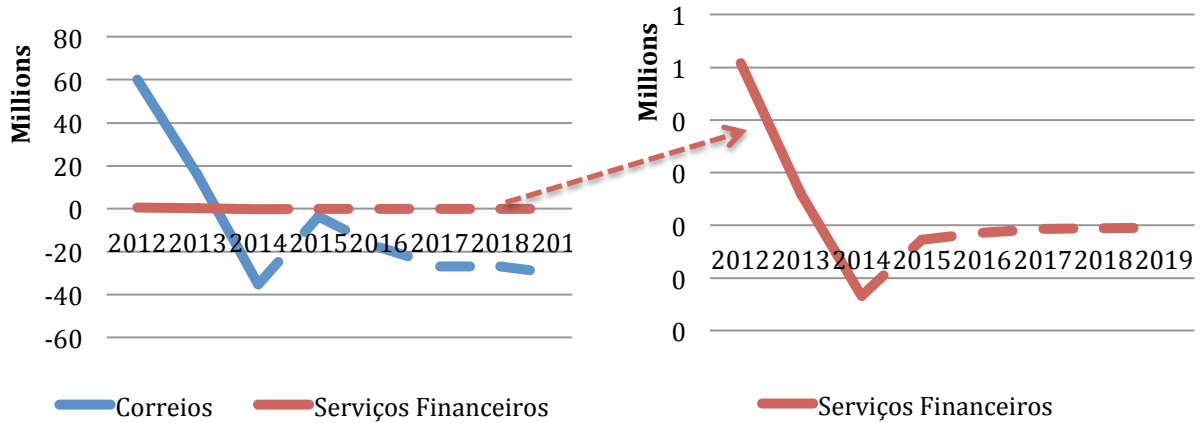
No setor de Correios esta rúbrica verificou uma grande descida de custos, (Δ 2012/2013 63%, Δ 2013/2014 -7%). Esta descida de custo continuará a ocorrer ainda que de forma mais gradual, visto ser reflexo das novas estratégias implementadas e com isso a maior repercussão já ter sido sentida. Nos próximos anos continuará a ser sentido a eco dessas mesmas alterações e sinergias. Exemplo dessas alterações é a relação ainda mais estreita dos CTT com a SAPO-Correios da África do Sul.

No setor do Expresso e Encomendas não existem prestações internas de serviços.

No setor de Serviços Financeiros estes custos praticamente não têm sofrido alterações apesar de diminuírem (Δ 2012/2013 -7%, Δ 2013/2014 -6%). Nos próximos anos prevê-se que estes custos comecem a tender para 0%, em linha com a estratégia de redução de custos que tem sido seguida.

5.3.9. Quota-parte estrutura central CTT

Gráfico 5.9 - Previsões Quota-Parte da Estrutura Central CTT



Fonte: Autora

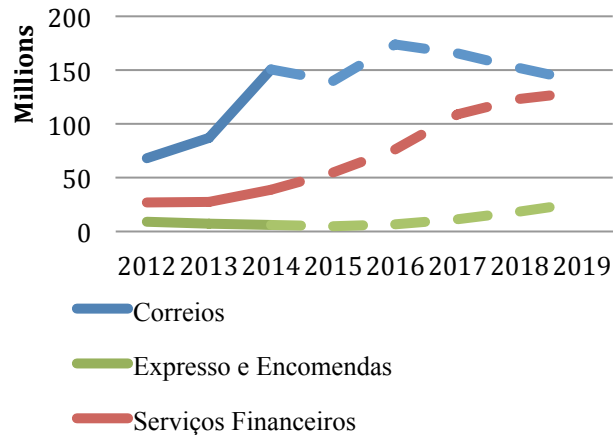
No setor de Correios comprovou-se uma redução drástica destes custos (Δ 2012/2013 -74%, Δ 2013/2014 -325%), fruto das medidas de otimização e eficiência realizadas na área. Prevê-se que este valor estabilize a partir de 2018.

No setor de Serviços Financeiro estes custos tiveram um decréscimo exponencial (Δ 2012/2013 -81%, Δ 2013/2014 -325%), fruto das medidas de otimização e eficiência realizadas nestas áreas e do IVA recuperado. Prevê-se que este valor comece a tender para zero gradualmente.

5.3.10. EBITDA

“O EBITDA tem apresentado um aumento em resultado de um aumento dos rendimentos superior ao aumento dos gastos operacionais.” (Relatório e Contas, 2014:48)

Gráfico 5.10 - Previsão EBITDA



Fonte: Autora

No setor de Correios verificou-se um aumento do EBITDA (Δ 2012/2013 28%, Δ 2013/2014 73%), justificado pelo aumento dos rendimentos face aos gastos operacionais. Com base nas previsões explanadas anteriormente prevê-se que o EBITDA na generalidade venha a decrescer.

No setor de Expresso & Encomendas tem-se apurado uma ligeira redução deste valor (Δ 2012/2013 -19%, Δ 2013/2014 -21%), justificado pelo aumento dos gastos operacionais face aos rendimentos. Com base nas previsões explanadas anteriormente prevê-se que o EBITDA na generalidade venha a aumentar como consequência dos resultados positivos inerentes às estratégias da empresa.

No setor de Serviços Financeiro o EBITDA apresentou um crescimento considerável (Δ 2012/2013 1%, Δ 2013/2014 42%), justificado pelo aumento dos rendimentos face aos gastos operacionais. Com base nas previsões explanadas prevê-se que o EBITDA aumente de forma constante.

5.3.11. Amortizações/ Depreciações e Imparidades

No que diz respeito às amortizações, depreciações e imparidades, o seu impacto no modelo de determinação dos cash flows da empresa apenas se traduz no respetivo benefício fiscal já que elas não contribuem reembolso. A sua estimativa no modelo foi feita numa perspetiva conservadora visto que se considerou que os valores apurados em 2014 se manteriam para o período em análise e que os valores apurados seriam os necessários e suficientes para efetuar os investimentos de reposição ao desenvolvimento da empresa.

5.3.12. EBIT

Para o cálculo do EBIT foi subtraído ao valor do EBITDA as amortizações e depreciações, as amortização e depreciações da estrutura central dos CTT e as imparidades e provisões. Ao longo do modelo não é considerado o valor da dívida porque a metodologia escolhida para efetuar a avaliação foi o DCF sem consideração da dívida, ou seja, a metodologia do FCFF. Assim, o valor do EBIT é igual ao valor do RAI.

5.3.13 Impostos

Durante os anos históricos em estudo (2012, 2013 e 2014) a taxa de imposto foi volátil, 31,92%, 26,60%, 39,97% respetivamente. Assim sendo para os anos previsionais foi considerada uma taxa de imposto constante de 33%.

5.3.14. NOPLAT

O NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) foi um conceito desenvolvido por Copeland et al. (2010) e corresponde ao valor do EBIT depois de impostos.

5.3.15. Investimentos em Necessidades de Fundo de Maneio

As necessidades de fundo de maneio históricas tinham um valor de 1,35% das vendas da empresa, assim as necessidades futuras foram consideradas 1,5%.

5.3.16. Valor Residual (continuidade)

O ano de 2020 foi considerado o ano em que a estabilidade dos *cash flows* será assegurada. Como atrás referido essa é uma condição para poder aplicar o Modelo de Gordon para determinar o valor atual dos *cash flows* futuros em perpetuidade. No caso em concreto não foram estimadas quaisquer oportunidades de crescimento futuras. O valor de continuidade foi então apurado para 2019.

5.3.17. FCFF

De acordo com a metodologia escolhida o *free cash flow to the firm* deve ser calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{FCFF} = \text{NOPLAT} + (\text{Depreciações} + \text{Amortizações} + \text{Imparidades} + \text{Provisões}) - \Delta \text{NFM} - \text{CAPEX} + \text{Valor residual}$$

5.3.18. Rendibilidade exigida pelos acionistas

Recorrendo ao modelo CAPM anteriormente descrito, consideraram-se os seguintes elementos:

- (i) Ativo sem risco: 3 % (valor das obrigações do tesouro a 10 anos no dia 15-12-2015)
- (ii) Prémio de risco: 7,2%, de acordo com Fernandez et al (2012)

(iii) Coeficiente beta: Não foi possível encontrar valores de referencia que suportem de forma correta a estimativa deste parâmetro. Para todos os efeitos, recorrendo a informação de mercado, foi considerado o valor de 0,96⁶ para este parâmetro.

De acordo com os dados apurados, considerou-se um custo do capital próprio (sem dívida) de aproximadamente 10%.

5.3.19. Valor do capital próprio

Para apuramento do valor do capital próprio procedeu-se da seguinte forma:

- (i) apuramento do valor da ativo através da atualização dos *cash flows* apurados (os FCFF para o período 2015-2019) à taxa exigida pelos acionistas para uma empresa sem dívida (10%). Nesse processo apurou-se que o valor do ativo dos CTT seria de € 1 786 673 731;
- (ii) para apuramento do valor das responsabilidades a médio e longo prazos considerou-se que seriam constantes ao longo do tempo, ou seja, a eventual amortização de capital que terão, seriam refinanciados com emissão de dívida em condições semelhantes. Por isso foi considerado o valor total das responsabilidades em 2014: € 314 394 228
- (iii) apuramento do valor do capital próprio (*Equity Value*) obtido pela subtração do valor da dívida (que de acordo com a IAS/IFRS está a valor de mercado) ao valor do ativo a preços de mercado.
Apurou-se então um valor de € 1 472 279 503.

Como o capital próprio está representado por 150.000.000 ações, o valor fundamental para cada ação dos CTT, num cenário base, é de € 9, 815

⁶ Valor obtido a 30 de novembro de 2015 através do link <http://www.msn.com/en-us/money/stockdetails/fi-126.1.UPS.NYS>

De referir ainda que, no decorrer do presente trabalho, foi equacionado individualizar o valor da marca CTT, sendo que posteriormente essa ideia foi abandonada por se considerar que o valor da marca já está percecionado no valor de cotação da empresa, assim sendo, o denominado o *brand equity* já é intrínseco.

Capítulo 6 – ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

6.1 Sensibilidade

Aquando da realização da avaliação de uma empresa o analista recorre a fontes de informação diversas para sustentar a sua opinião. É por isso normal que de acordo com essas escolhas e na situação de alteração de pressupostos, os valores de avaliação subam ou desçam ao longo do tempo.

As previsões de evoluções futuras têm atualmente um grande grau de incerteza, muito devido à atual conjuntura financeira, à evolução em particular do mercado do correio e também devido às volatilidades dos mercados.

Neste sentido, foi realizada uma análise de sensibilidade às rubricas de maior relevância para que assim se consiga perceber melhor os diversos cenários possíveis de ocorrer. Nas previsões realizadas em relação à sensibilidade, as alterações extremas não foram a base, pois apesar da conjuntura macroeconómica, considera-se os CTT uma empresa com alicerces fortes e com isso não são esperadas oscilações de grande porte. As rubricas às quais foi realizada de análise de sensibilidade foram: vendas, prestações de serviços, rendimentos operacionais a clientes externos, prestações internas de serviços, fornecimento e serviços externos, gastos com pessoal, outros gastos operacionais e a quota-parte da estrutura central dos CTT. No caso da sensibilidade aplicada aos CTT foi um processo um pouco mais complexo, por se ter optado por realizar variações nas rubricas acima descritas em cada um dos setores de negócio, para posteriormente se aferir os seus efeitos na empresa como um todo.

Resumidamente, explanando as sensibilidades realizadas tem-se:

No que respeita a um cenário mais otimista (Anexo C), na generalidade foi considerado que os rendimentos irão aumentar subtilmente assim como os gastos seguirão o mesmo padrão, no sentido inverso.

No cenário pessimista (Anexo D) foi previsto que os rendimentos diminuíssem ligeiramente sendo que em alguns casos se mantiveram, acontecendo que no que às despesas diz respeito se mantêm estáveis ou aumentam, tendo em consideração a

possibilidade de agravamento da conjuntura macroeconómica em que a empresa aumentará os seus gastos reduzindo pouco os seus rendimentos.

Tabela 6.1 - Análise de Sensibilidade

	Mínimo	Médio	Máximo
Preço da Ação	€ 7,945	€ 9,815	€ 11,568
Avaliação CTT	€ 1 191 709 672	€ 1 472 279 503	€ 1 735 198 063
Vendas	€ 22 776 017	€ 23 234 139	€ 23 506 552
Prestação de Serviços	€ 710 395 636	€ 720 262 942	€ 731 167 964
Rendimentos	€ 775 762 249	€ 787 378 200	€ 799 004 741
Gastos Operacionais	€ 577 641 789	€ 592 592 053	€ 596 884 032
Gastos com pessoal	€ 278 732 686	€ 275 840 478	€ 270 447 472

Fonte: Autora

Tabela 6.2 - Sensibilidade ao WACC / Valor do Ativo

WACC	Valor do Ativo
7 %	€ 2 015 832 106,89
8 %	€ 1 935 396 657,27
9 %	€ 1 859 094 328,98
10 %	€ 1 786 673 731,04
11 %	€ 1 717 900 969,36
12 %	€ 1 652 558 281,56
13 %	€ 1 590 442 789,42

Fonte: Autora

Tabela 6.3 - Sensibilidade WACC / Valor da ação

WACC	Preço da ação
7 %	€ 11,343
8 %	€ 10,807
9 %	€ 10,298
10 %	€ 9,815
11 %	€ 9,357
12 %	€ 8,921
13 %	€ 8,507

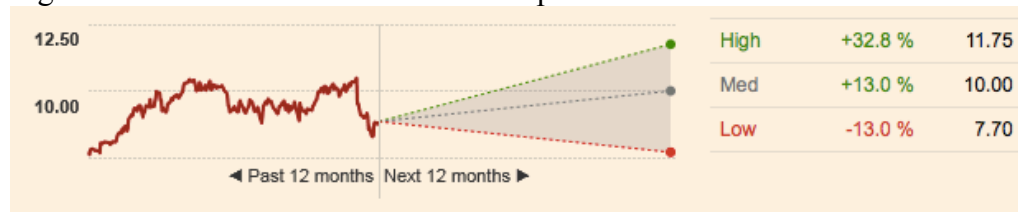
Fonte: Autora

6.2. Discussão de Outras Análises Realizadas

Sendo os CTT uma empresa que atualmente é uma das grandes máquinas em Portugal, muitas têm sido as *research* realizadas. Aqui serão referidas algumas conclusões obtidas nessas *research* para comparação com os resultados obtidos no presente projeto.

No site markets.ft.com onde analistas oferecem preços-alvo de doze meses. No caso dos CTT preveem um preço médio da ação de €10,00, com valor máximo de €11,75 e valor mínimo de €7,70 (Figura X).

Figura 6.1 - Research aos CTT realizada por Markets.ft.com



Fonte: (Markets - Valor da ação CTT)

Através de informação presente no site dos CTT é possível encontrar uma lista, de 01 de Dezembro de 2015, com previsões do valor da ação segundo diferentes instituições. Na tabela X mostrasse alguns desses valores.

Tabela 6.4 - Preços-alvo ação CTT (Outras sensibilidades)

Instituição	Analista	Preço-alvo	Data
Main First	Tobias Sittig	10,00 €	01-12-2015
RBC	Andy Jones	7,70 €	26-11-2015
BPI	Bruno Silva	9,30 €	20-11-2015
Barclays	Mark McVicar	9,40 €	06-11-2015
CaixaBI	Artur Amaro	10,20 €	08-10-2015
Jefferies	David Kerstens	11,75 €	03-08-2015
Banco BIG	João Lampreia	11,01 €	29-04-2015
BBVA	Daniel Ortea Hernandez	9,40 €	27-03-2015

Fonte: Adaptado de Correios de Portugal, S.A (2015)

Com as informações acima referidas, que são as mais recentes, pode-se constatar que os valores obtidos na presente *equity research* estão dentro dos valores referenciados pelas mais diversas instituições.

Capítulo 7 – CONCLUSÕES

No decorrer do presente projeto foi possível obter uma mais profunda percepção da existência de diversos modelos de avaliação que possibilitam a determinação de preço alvo unitário das ações de uma empresa. Após o estudo desses modelos, a opção de qual deles escolher depende da estrutura da empresa e do analista que o realiza. Analisando todos os dados da empresa que pareçam pertinentes, o que se pretende é prever, da melhor forma possível, os valores futuros da empresa.

A empresa CTT, Correios de Portugal, S.A. foi avaliada através do método de *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF). Para a sua realização foram analisadas e previstas cada uma das áreas de negócios da empresa (Correios, Expresso & Encomendas e Serviços Financeiros) para posteriormente se chegar a um valor total. Além disso, no presente projeto não foi considerado qualquer impacto da decisão entretanto tomada no 3º trimestre de 2015 de avançar com o BancoCTT. Tal deveu-se ao fato de ainda não haver informação concreta da data de início de atividade do Banco CTT. Assim sendo, foi decidido avaliar a empresa com os dados já conhecidos historicamente. Foram considerados como dados históricos os anos 2012, 2013 e 2014. Inicialmente a ideia seria da realização da avaliação da empresa com base nos anos de 2008 a 2014. Essa opção não se considerou viável devido à empresa ter experimentado alterações de estrutura e estratégia. Para ser mais consistente com a realidade, optou-se por escolher anos em que as novas estratégias já se encontravam implementadas, para assim haver uma extrapolação de dados para anos futuros o mais credível e verdadeira possível.

Pode-se concluir da presente previsão que o investidor poderá ter neste momento uma boa oportunidade de compra de ações dos CTT, Correios de Portugal S.A.. Esta conclusão é obtida através da previsão e das análises de sensibilidade realizadas, sendo que o valor base obtido por ação é de €9,815, num cenário otimista será de €11,568 e num cenário pessimista será de €7,945. A 4 de dezembro de 2015, a ação CTT fechou o dia ao valor de €8,74/ação, o que segundo a análise realizada no presente projeto é indicador de que a probabilidade do valor da ação ser superior, é maior do que a de descender e assim sendo a recomendação é de compra. Apesar de ao longo das previsões não ter sido considerado o BancoCTT, pondera-se que com o seu lançamento a tendência seja de subida

do valor da ação. Senão vejamos, aos vinte e quatro dias do mês de novembro a ação CTT fechou a um valor unitário de €8,28, no dia 27 do mesmo mês o Banco CTT abriu oficialmente atividade, e nesse mesmo dia a ação fechou a €8,83. Está calendarizada a abertura ao público deste serviço em 50 lojas da rede CTT até Março de 2016, com isso, é esperado que o valor da ação venha a subir nos próximos meses.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abreu, M. A. (2012) - *O valor da marca CTT*, Tese de Mestrado não publicada, Instituto Univercitário de Lisboa.

ANACOM (2015) *Desenvolvimento do Setor Postal - Comportamentos de Utilização de Produtos de Serviços Postais Pelos Clientes Empresariais*. ANACOM. Disponível em: http://www.anacom.pt/streaming/RelatorioEstDesSPvolume2.pdf?contentId=1360508&field=ATTACHED_FILE (acedido em 26 de agosto de 2015)

ANACOM (2014) *Enquadramento Atual do Setor das Comunicações*. ANACOM. Disponível em: <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1346931#.Vm1UcIQQ7Cd> (acedido em 07 de setembro de 2015)

Amihud, Y., Christensen, B. J. and Mendelson, H. (1992) *Further Evidence on the Risk-Return Relationship*, Research Paper 1248, Universidade de Stanford

Black, F., Jensen, M. C. and Scholes, M. (1972) *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, Studies in the Theory of Capital Markets, Michael C. Jensen, ed., Praeger Publishers Inc.

Borrego, C. I. A. (2011) - *Equity Research: O caso da Cofina S.G.P.S., S.A.*, Tese de Mestrado não publicada Universidade Católica Portuguesa.

Correios de Portugal, S.A (2012) - *Relatório e Contas* , Lisboa, Correios de Portugal, S.A.

Correios de Portugal, S.A (2013) - *Relatório e Contas* , Lisboa, Correios de Portugal, S.A.

Correios de Portugal, S.A (2014) - *Relatório e Contas* , Lisboa, Correios de Portugal, S.A.

Correios de Portugal, S.A (2015) *Ação CTT – Analistas*. CTT. Disponível em: <https://www.ctt.pt/ctt-e-investidores/acao-ctt/analistas.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=3> (acedido em 02 de dezembro de 2012)

Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2ª Edição, New York, New York: John Wiley & Sons pag

Damodaran, A. (2004) *Applied Corporate Finance*, 2ª Edição, New York, New York: John Wiley & Sons

Damodaran, A. (2006) *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business, New York University, Publishers Inc.

Damodaran, A. (2008), *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*, Stern School of Business, New York University, Publishers Inc.

Fernández, P. (2004) The value of tax shields and the risk of the net increase of debt, Working Paper, Universidade de Navarra, publicação de Março de 2004, WP no 544

Fernandez, P.; Aguirreamalloa, J.; Corres, L. (2012), “Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers“, IESE Business School

Foerster, S.R. & Sapp, S.G. (2005) *The Dividend Discount Model in the Long-Run: A Clinical Study*, Working Paper, Universidade de Western Ontario.

Fuller, R. J. and Hsia, C. (1984) A Simplified Common Stock Valuation Model, *Financial Analysts Journal*, publicação de Sep.-Oct 1984, 49-56

Gordon, M.J. (1959), Dividends Earnings, and Stock Prices, *The Review of Economics and Statistics*, 41(2):99-105

Governo de Portugal (2015) *Programa de Estabilidade 2015-2019*, Lisboa, Ministério das Finanças.

James, M. and Koller, T. M. (2000) Valuation in the emerging markets, *The McKinsey Quarterly*, (4), 78-85

Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2005) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4ª Edição, New Jersey, New Jersey: John Wiley & Sons, 250-281

Larcerda, Francisco (2015) *Rumo ao Futuro*. Apresentação em conferência não publicada, 21 de abril, Lisboa, AESE Business School.

Lopes, P. (2012) *Desenvolver Competências para melhores desempenhos – Contexto CTT*, 17º Encontro Nacional de Formadores & Coaches, APG, pp.11

Luehrman, T. A., 1997, *What's it Worth? A General Manager's Guide to Valuation*, *Harvard Business Review*, publicação de Maio-Junho 1997, 132-142

Markets (2015) *Valor da ação CTT*. Disponível em: <http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Forecasts?s=CTT:LIS> (acedido em 02 de dezembro de 2015)

Miles, J.A. and Ezzell, J.R. (1980) The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15 (3), 719-730

Modigliani, F. and Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297

Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443

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

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & John D. Stowe, R. D. (2010) *Equity Asset Valuation*, 2ª edição, New Jersey, John Willey & Sons, Inc., 83-196

Porter, Michael E. (1979) "How competitive forces shape strategy", *Harvard business Review*, March/April 1979

Porter, M. (1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Companies*, Free Press, N.Y.

Reis, C. (2008) *Cadeia de Valor*. Disponível em: <http://www.famanet.br/Ambientes/adm/pps/7Cadeia%20de%20Valor.ppt> (acedido em 03 de novembro de 2015)

Rosenberg, B. and Rudd, A. (1982) The Corporate Uses of Beta, *Chase Financial Quartely*, 1(4)

Ross, S. A. (1976) The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, 13(3): 341-360

Santos, J. C. P. M. (2013) - *Equity Research - Apple Inc.*, Tese de Mestrado não publicada, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto.

Williams, J.B. (1938) *The Theory of Investment Value*, Havard, Fraser Publishing Library

Young, M., Sullivan, P., Nokhasteh, A. and Holt, W. (1999) All Roads Lead to Rome: An Integrated Approach to Valuation Models, *Goldman Sachs Investment Research*, publicação de Setembro de 1999 pag

ANEXOS

Anexo A

Integram-se no âmbito do serviço universal as seguintes prestações, no âmbito nacional e internacional:

- i. Um serviço postal de envios de correspondência, excluindo a publicidade endereçada, de livros, catálogos, jornais e outras publicações periódicas até 2 Kg de peso;
- ii. Um serviço de encomendas postais até 10 Kg de peso, bem como a entrega no território nacional de encomendas postais recebidas de outros Estados-Membros da União Europeia com peso até 20Kg;
- iii. Um serviço de envios registados e um serviço de envios com valor declarado.

Anexo B
Cenário Base

Anos	Histórico				Horizonte Previsional					Residual
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
1.1. Vendas	24 313 114	22 362 777	22 679 282	23 234 139	23 847 143	24 502 550	25 180 373	25 881 184	26 595 358	
1.2. Prestação Serviços	678 022 559	673 313 957	685 555 371	720 262 942	762 904 125	782 719 218	797 408 756	806 275 245	814 745 594	
1.3. Rend operacionais a clientes externos	21 878 591	22 815 223	24 447 704	26 818 751	29 418 631	31 394 959	32 725 319	33 477 065	34 155 682	
1.4. Prest. Internas de Serviços	20 412 801	17 892 242	17 417 538	17 062 368	16 888 332	16 716 071	16 715 149	16 882 300	17 000 000	
Total rendimentos	744 627 065	736 384 199	750 099 895	787 378 200	833 058 231	855 332 798	872 029 596	882 515 794	891 340 952	
2. Form e Serv. Externos	218 095 391	215 643 913	215 175 479	217 798 832	222 366 956	226 374 287	230 823 451	235 559 688	240 392 586	
3. Gastos com Pessoal	271 806 266	267 076 161	266 980 510	275 840 478	277 166 175	275 903 341	276 927 016	278 041 552	279 156 088	
4. Outros Gastos Operacionais	25 152 238	25 158 331	23 226 682	22 807 259	23 403 538	24 076 925	24 531 936	24 893 863	25 255 799	
5. Prest Internas Serviços	64 470 915	90 520 468	84 736 224	79 774 376	73 377 157	67 527 164	65 109 842	62 783 976	60 468 000	
5. Quota parte estrutura central CTT	60 763 391	15 856 436	-35 661 176	-3 628 893	-17 900 709	-26 823 815	-25 820 461	-30 392 586	-31 340 952	
Total Gastos Operacionais	640 288 201	614 255 309	554 457 719	592 592 053	578 413 117	567 057 901	570 571 784	570 886 493	576 595 358	
EBITDA	104 338 864	122 128 890	195 642 176	194 786 147	254 645 114	288 274 896	301 457 813	311 629 301	314 745 594	
Amortizações e Depreciações	20 471 860	20 365 934	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918	
Amort/ Depreciações Estrutura central CTT	4 163 954	5 349 196	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 682	
Imparidades + Provisões	22 731 841	9 178 180	38 818 915	23 576 312	23 576 312	23 576 312	23 576 312	23 576 312	23 576 312	
EBIT	56 971 209	87 235 580	135 417 662	149 804 236	209 663 203	243 292 985	256 475 902	266 647 390	269 763 682	
Rendimentos Financeiros	12 381 658	7 871 559	4 325 187							
Encargos Financeiros	16 760 834	11 874 463	11 797 721							
Ganhos/ Perdas entidades associadas	240 140	20 508	53 562							
RAI	52 832 173	83 253 184	127 998 690	149 804 236	209 663 203	243 292 985	256 475 902	266 647 390	269 763 682	
Impostos	16 864 903	22 147 899	51 155 054	49 180 738	68 832 439	79 873 098	84 201 050	87 540 350	89 022 015	
Taxa de impostos	31,92%	26,60%	39,97%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	
R. Líquido antes interesses não controlados	35 967 270	61 105 285	76 843 636	100 623 499	140 830 764	163 419 887	172 274 852	179 107 040	180 741 667	
Interesses não controlados	232 002	89 218	327 492	327 492	327 492	327 492	327 492	327 492	327 492	
R. Líquido total	35 735 268	61 016 067	77 171 128	100 950 991	141 158 256	163 747 379	172 602 344	179 434 532	181 069 159	
NOPLAT	40 106 306	65 087 681	84 262 608	100 623 499	140 830 764	163 419 887	172 274 852	179 107 040	180 741 667	
<i>Fundos Gerados Atividade Operacional</i>	110 828 436	99 368 527	167 104 378							
Investimento em NFM	29 221 413	-13 582 183	10 281 117	11 810 673	12 495 873	12 829 992	13 080 444	13 237 737	13 370 114	
Investimento em Cap. Fixo Líq.	9 806 796	11 924 788	15 443 610	21 405 599	21 405 599	21 405 599	21 405 599	21 405 599	21 405 600	
FCFF	48 445 752	101 638 386	118 762 395	112 389 138	151 911 203	174 166 207	182 770 720	189 445 615	190 947 865	
Custo do Capital /C.O.C.			10,00%							
Valor residual (continuidade)				112 389 138	151 911 203	174 166 207	182 770 720	190 947 865	199 478 646	
Soma				1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	
Valor Actual do Cash Flows				1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	1 786 673 731	
Valor Estratégico da Marca				314 394 228	314 394 228	314 394 228	314 394 228	314 394 228	314 394 228	
Valor do Activo				1 472 279 503	1 472 279 503	1 472 279 503	1 472 279 503	1 472 279 503	1 472 279 503	
Passivo de Financiamento										
Valor do Capital Próprio										

Anexo C

Cenário Otimista Geral

	Anos				Histórico					Horizonte Previsional					Residual
	2012	2013	2014		2015	2016	2017	2018	2019	2020					
1.1. Vendas	24.313.114	22.362.777	22.679.282		23.506.552	24.288.362	25.098.207	25.835.797	26.595.458						
1.2. Prestação Serviços	678.022.559	673.313.957	685.555.371		731.167.964	783.884.667	827.599.894	843.466.326	874.960.194						
1.3. Rend operacionais a clientes externos	21.878.591	22.815.223	24.447.704		26.738.512	29.275.718	31.457.577	33.601.394	35.257.856						
1.4. Prest. Internas de Serviços	20.412.801	17.892.242	17.417.538		17.591.713	17.767.631	17.946.932	17.947.650	17.768.897						
Total rendimentos	744.627.065	736.384.199	750.099.895		799.004.741	855.216.377	902.102.610	920.851.167	954.582.405						
2. Form e Serv. Externos	218.095.391	215.643.913	215.175.479		229.955.549	245.415.584	256.518.271	268.584.119	281.409.863						
3. Gastos com Pessoal	271.806.266	267.076.161	266.980.510		270.447.472	269.070.960	263.035.253	261.701.284	260.480.713						
4. Outros Gastos Operacionais	25.152.238	25.158.331	23.226.682		21.709.172	21.265.691	20.922.974	21.056.113	21.120.115						
5. Prest Internas Operacionais	64.470.915	90.520.468	84.736.224		78.373.618	70.318.917	63.113.140	59.567.292	56.225.128						
6. Quota parte estrutura central CTT	60.763.391	15.856.436	-35.661.176		-3.601.779	-17.878.801	-17.874.430	-19.661.215	-26.810.268						
Total Gastos Operacionais	640.288.201	614.255.309	554.547.719		596.884.032	588.192.352	585.715.208	591.247.593	592.425.552						
EBITDA	104.338.864	122.128.890	195.642.176		202.120.710	267.024.025	316.387.402	329.603.574	362.156.853						
Amortizações e Depreciações	20.471.860	20.365.934	17.989.918		17.989.918	17.989.918	17.989.918	17.989.918	17.989.918						
Amort/ Depreciações Estrutura central CTT	22.731.841	5.349.196	3.415.681		3.415.681	3.415.681	3.415.681	3.415.681	3.415.681						
Imparidades + Provisões	56.971.209	87.235.580	135.417.662		23.576.312	23.576.312	23.576.312	23.576.312	23.576.312						
EBIT	12.381.658	7.871.559	4.325.187		157.138.799	222.042.114	271.405.491	284.621.663	317.174.942						
Rendimentos Financeiros	16.760.834	11.874.463	11.797.721		51.588.675	72.896.436	89.102.435	93.441.305	104.128.548						
Encargos Financeiros	240.140	20.508	53.562												
Ganhos/ Perdas entidades associadas	52.832.173	83.253.184	127.908.690		157.138.799	222.042.114	271.405.491	284.621.663	317.174.942						
RAI	16.864.903	22.147.899	51.155.054		31.92%	33%	33%	33%	33%						
Impostos	35.967.270	61.105.285	76.843.636		105.550.124	149.145.678	182.303.056	191.180.358	213.046.394						
Taxa de impostos	232.002	89.218	327.492		327.492	327.492	327.492	327.492	327.492						
R. Líquido antes interesses não controlados	35.735.268	61.016.067	77.171.128		105.877.616	149.473.170	182.630.548	191.507.850	213.373.886						
Interesses não controlados	40.106.306	65.087.681	84.262.608		105.550.124	149.145.678	182.303.056	191.180.358	213.046.394						
R. Líquido total	110.828.436	99.368.527	167.104.378		11.985.071	12.828.246	13.531.539	13.812.768	14.318.736						
NOPLAT	29.221.413	-13.582.183	10.281.117		21.405.599	21.405.599	21.405.599	21.405.599	21.405.599						
Fundos Gerados Atividade Operacional	9.806.796	11.924.788	15.443.610		117.441.365	159.893.744	192.347.829	200.943.902	222.303.970						
Investimento em NFM	48.445.752	101.638.386	118.762.395		117.441.365	159.893.744	192.347.829	200.943.902	222.303.970						
Investimento em Cap. Fixo Liq.															
FGFF															
Custo do Capital /C.O.C.															
Valor residual (continuidade)															
Soma															
Valor Actual do Cash Flows															
Valor Estratégico da Marca															
Valor do Activo															
Passivo de Financiamento															
Valor do Capital Próprio					1.735.198.063										

Anexo D

Cenário Pessimista Geral

	Anos						Horizonte Provisional					Residual
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020			
1.1. Vendas	24 313 114	22 362 777	22 679 282	22 776 017	22 907 448	23 048 959	23 239 651	23 433 862	23 433 862			
1.2. Prestação Serviços	678 022 559	673 313 957	685 555 371	710 395 636	737 637 733	765 535 552	772 058 847	772 308 982	772 308 982			
1.3. Rend operacionais a clientes externos	21 878 591	22 815 223	24 447 704	26 228 709	28 100 135	29 752 715	30 415 520	30 963 209	30 963 209			
1.4. Prest. Internas de Serviços	20 412 801	17 892 242	17 417 538	16 361 887	15 537 034	14 910 054	14 609 627	14 462 122	14 462 122			
Total rendimentos	744 627 065	736 384 199	750 099 895	775 782 249	804 182 351	833 247 281	840 323 645	841 168 175	841 168 175			
2. For. e Serv. Externos	218 095 391	215 643 913	215 175 479	209 664 777	208 638 030	208 040 115	210 222 199	213 335 637	213 335 637			
3. Gastos com Pessoal	271 806 266	267 076 161	266 980 510	278 732 686	290 609 716	300 196 598	309 841 833	314 023 076	314 023 076			
4. Outros Gastos Operacionais	25 152 238	25 158 331	23 226 682	22 882 120	22 706 722	22 811 090	22 886 445	23 050 324	23 050 324			
5. Prest. Internas Serviços	64 470 915	90 520 468	84 736 224	80 864 221	75 340 150	70 337 114	68 424 185	66 598 086	66 598 086			
6. Quota parte estrutura central CTT	60 763 391	15 856 436	-35 661 176	-14 502 014	-28 751 359	-32 280 890	-32 265 480	-34 039 582	-34 039 582			
Total Gastos Operacionais	640 288 201	614 255 309	554 457 719	577 641 789	568 543 257	569 104 027	579 109 183	582 967 542	582 967 542			
EBITDA	104 338 864	122 128 890	195 642 176	198 120 460	235 639 093	264 143 254	261 214 462	258 200 634	258 200 634			
Amortizações e Depreciações	20 471 860	20 365 934	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918	17 989 918			
Amort./ Depreciações Estrutura central CTT	4 163 954	5 349 196	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 681	3 415 681			
Imparidades + Provisões	22 731 841	9 178 180	38 818 915	23 576 312	23 576 312	23 576 312	23 576 312	23 576 312	23 576 312			
EBIT	56 974 209	87 235 580	135 417 662	153 138 549	190 657 182	219 161 943	216 232 551	213 218 723	213 218 723			
Rendimentos Financeiros	12 381 658	7 871 559	4 325 187	50 275 392	62 592 762	71 950 679	70 989 156	69 999 716	69 999 716			
Encargos Financeiros	16 760 834	11 874 463	11 797 721	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
Ganhos/ Perdas entidades associadas	240 140	20 508	53 562	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
RAI	52 832 173	83 253 184	127 998 690	153 138 549	190 657 182	219 161 943	216 232 551	213 218 723	213 218 723			
Impostos	16 864 903	22 147 899	51 155 054	50 275 392	62 592 762	71 950 679	70 989 156	69 999 716	69 999 716			
Taxa de impostos	31,92%	26,60%	39,97%	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
R. Líquido antes interesses não controlados	35 967 270	61 105 285	76 843 636	102 863 156	128 064 421	147 210 664	145 243 395	143 219 006	143 219 006			
Interesses não controlados	232 002	89 218	327 492	327 492	327 492	327 492	327 492	327 492	327 492			
R. Líquido total	35 735 268	61 016 067	77 171 128	103 190 648	128 391 913	147 538 156	145 570 887	143 546 498	143 546 498			
NOPLAT	40 106 306	65 087 681	84 262 608	102 863 156	128 064 421	147 210 664	145 243 395	143 219 006	143 219 006			
Fundos Gerados Atividade Operacional	110 828 436	90 368 527	167 104 378	102 863 156	128 064 421	147 210 664	145 243 395	143 219 006	143 219 006			
Investimento em NFM	29 221 413	-13 582 183	10 281 117	11 636 434	12 062 735	12 498 709	12 604 855	12 617 523	12 617 523			
Investimento em Cap. Fixo Liq.	9 806 796	11 924 788	15 443 610	21 405 599	21 405 599	21 405 599	21 405 599	21 405 599	21 405 599			
FCFF	48 445 752	101 638 386	118 762 395	114 803 034	139 577 998	158 288 267	156 214 852	154 177 796	154 177 796			
Custo do Capital / C.O.C.			10,00%									
Valor residual (continuidade)				114 803 034	139 577 998	158 288 267	156 214 852	154 177 796	154 177 796			
Soma				1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900			
Valor Actual do Cash Flows				1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900			
Valor Estratégico da Marca				314 394 228	314 394 228	314 394 228	314 394 228	314 394 228	314 394 228			
Valor do Activo				1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900	1 506 103 900			
Passivo de Financiamento												
Valor do Capital Próprio				1 191 709 672	1 191 709 672	1 191 709 672	1 191 709 672	1 191 709 672	1 191 709 672			