



**Universidade de Aveiro**  
**2014**

Instituto Superior de Contabilidade e  
Administração de Aveiro

**Carla Sofia Vieira**  
**Marques**

**Avaliação de empresas: estudo de caso**





**Carla Sofia Vieira**  
**Marques**

**Avaliação de empresas: estudo de caso**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade no ramo de Auditoria, realizada sob a orientação científica da Mestre Maria Manuela Rebelo Pinto, Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.



## **O júri**

Presidente

**Professora Doutora Augusta da Conceição Santos Ferreira**  
Professora Adjunta, Universidade de Aveiro

Vogal – Arguente Principal

**Doutor Manuel Emílio Mota de Almeida Delgado Castelo Branco**  
Professor Auxiliar, Universidade do Porto

Vogal - Orientadora

**Mestre Maria Manuela Rebelo Pinto**  
Professora Adjunta, Universidade de Aveiro



## **Agradecimentos**

Deixo uma palavra de agradecimento:

À minha orientadora, a Mestre Maria Manuela Rebelo Pinto, pela disponibilidade que sempre demonstrou ao longo deste trabalho e cuja sábia orientação foi fundamental para a realização do mesmo.

Aos meus pais que sempre valorizaram, incentivaram e proporcionaram a minha formação.

Ao meu namorado, João Pedro, pela força e apoio incondicional.

À Gorette, pelas suas sugestões.

A todos, muito obrigada!



**Palavras-Chave**

Finanças Empresariais; Avaliação de Empresas; Fluxos de Caixa Descontados; *Media*; Impresa;

**Resumo**

A avaliação é um dos temas mais relevantes na área das finanças empresariais e a avaliação de empresas em particular assume, cada vez mais, um papel de destaque no contexto empresarial.

Atualmente, qualquer gestor tem como objetivo a criação de valor para os seus acionistas. Este facto associado às modificações ocorridas na estrutura empresarial que têm conduzido, a nível nacional e internacional, à ocorrência de cada vez mais processos de aquisição, de fusão e cisão de empresas, a processos de privatização e abertura de capital, ainda, a processos de liquidação e reestruturação, entre outros, tornam a avaliação de empresas fundamental. Assim se justifica a pertinência do tema.

Neste trabalho efetua-se uma revisão bibliográfica dos modelos que servem de base à avaliação de empresas. Sendo que não existe um modelo perfeito, nem sequer uns melhores do que outros, existem sim, modelos mais adequados consoante a situação em concreto.

O principal objetivo desta dissertação é a avaliação do Grupo Impresa, S.G.P.S, S.A., de modo a apurar o valor intrínseco das suas ações, reportado a 31/12/2013. A motivação para a seleção deste Grupo reside, por um lado, no facto de este ser um dos maiores grupos de *media* em Portugal e, por outro lado, no facto de a Impresa ter sido a empresa com melhor comportamento em bolsa no ano de 2013.

A avaliação foi realizada com base no modelo dos *cash flows* descontados e pelo modelo de avaliação relativa.

Com esta avaliação, concluiu-se que o valor de mercado da Impresa não reflete o valor do Grupo existindo um potencial de valorização.



**Keywords**

Corporate Finance; Company valuation; Discounted Cash Flows; Media; Impresa

**Abstract**

Valuation is one of the most relevant topics in corporate finance and company valuation particularly takes, more and more, a prominent role in business context.

Nowadays, any manager has the goal of creating value for the shareholders. This fact and the modifications that happened in the business context, not only in a national but also in an international level, that leading to the occurrence of more and more cases of acquisition, merger and division of companies, also privatization processes, Initial Public Offering, liquidation and restructuring, among others, make company valuation essential. That's why this is a relevant topic.

This work begins with a literature review of the models as a basis for valuing a business. There is not a perfect model, not even a model better than the others, but for each company, depending on the situation, some models are more suitable than others.

The main goal in this project is the Group Impresa, S.G.P.S, S.A., valuation that leads to the shares' intrinsic value, reported to 31/12/2013. The motivation to select this Group lies in the fact that this is one of the largest media groups in Portugal and it was the company with the best performance on the stock market in 2013.

The valuation was taken through the discounted cash flows model and the relative valuation model.

The conclusion of this valuation is that the market value of Impresa doesn't reflect the value of the Group and there is an appreciation potential.



## Índice

1	Introdução .....	1
2	Revisão bibliográfica .....	5
2.1	Enquadramento.....	5
2.2	Modelos de avaliação de empresas .....	7
2.2.1	<i>Discounted Cash Flows Valuation</i> .....	8
2.2.1.1	<i>Equity Valuation</i> .....	10
2.2.1.2	<i>Firm Valuation</i> .....	14
2.2.1.3	<i>Adjusted Present Value Valuation (APV)</i> .....	24
2.2.2	<i>Relative Valuation</i> .....	26
2.2.3	<i>Accounting and Liquidation Valuation</i> .....	29
2.2.4	<i>Contingent Claim Valuation</i> .....	31
3	Metodologia .....	33
4	Apresentação do Grupo Impresa .....	37
4.1	Evolução bolsista .....	38
4.2	Estrutura acionista .....	42
4.3	Política de dividendos .....	43
4.4	Segmentos de negócio .....	44
4.4.1	Televisão.....	44
4.4.2	Publishing .....	46
4.4.3	Segmento Outras.....	50
4.5	<i>Performance</i> da Impresa .....	50
4.6	<i>Performance</i> do segmento Televisão .....	55
4.7	<i>Performance</i> do segmento Publishing .....	59
5	Perspetivas macroeconómicas do país e da indústria .....	67
5.1	Enquadramento macroeconómico do país .....	67
5.2	Enquadramento da indústria .....	68
5.2.1	Televisão.....	69
5.2.2	Publishing .....	70
5.2.3	Estrutura de custos.....	74

5.2.4	Principais desafios .....	75
5.2.5	Análise <i>SWOT</i> da Empresa .....	76
6	Modelo de avaliação .....	79
6.1	Principais pressupostos de avaliação .....	79
6.1.1	Período histórico, período explícito e valor terminal .....	80
6.1.2	Pressupostos macroeconómicos e fiscais .....	81
6.1.3	Pressupostos operacionais.....	81
6.1.3.1	Receitas operacionais.....	81
6.1.3.2	Custos operacionais .....	88
6.1.4	Pressupostos de investimento em capital .....	91
6.1.5	Pressupostos de fundo de maneio.....	92
6.1.5.1	Necessidades financeiras de exploração.....	93
6.1.5.2	Recursos financeiros de exploração.....	94
6.1.6	Pressupostos de evolução da dívida .....	94
6.1.7	<i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i> .....	95
6.1.7.1	Custo do capital próprio.....	95
6.1.7.2	Custo do capital alheio .....	97
6.1.7.3	Rácio da dívida e do capital próprio.....	98
6.2	Análise de resultados .....	99
6.3	Análise de sensibilidade .....	103
7	Avaliação relativa .....	105
7.1	Seleção do <i>Peer Group</i> .....	105
7.2	Comparação da Empresa com o <i>Peer Group</i> .....	106
8	Conclusão .....	109
	Referências bibliográficas .....	111
	Anexos.....	115

## Índice de Gráficos

Gráfico 1- Cotações da Impresa, do índice PSI 20 e do índice PSI Geral (2009-2013) .....	39
Gráfico 2 - Cotação das ações da Impresa em 2009 (valores em €) .....	39
Gráfico 3 - Cotação das ações da Impresa 2010-2012 (valores em €) .....	40
Gráfico 4 - Cotação das ações da Impresa em 2013 (valores em €) .....	40
Gráfico 5 - Volume de transação das ações da Impresa (2009-2013) .....	42
Gráfico 6 - Volume médio diário de transação das ações da Impresa (em milhares de ações) .	42
Gráfico 7 - Estrutura acionista da Impresa (2013) .....	43
Gráfico 8 - <i>Share</i> anual acumulado de audiências (2009-2013) .....	45
Gráfico 9 - Circulação paga (2013) .....	47
Gráfico 10 - Circulação paga anual dos jornais da Impresa (2009-2013).....	49
Gráfico 11 - Circulação paga anual das revistas da Impresa (2009-2013) .....	49
Gráfico 12 - Evolução das receitas por componente (valores em M€) .....	54
Gráfico 13 - Receitas da Impresa na Televisão (valores em M€) .....	56
Gráfico 14 – Evolução das receitas de Televisão, por categoria (valores em M€).....	57
Gráfico 15 - Evolução dos custos operacionais da Televisão (valores em M€) .....	58
Gráfico 16 - Evolução do EBITDA (M€) e da margem EBITDA (%) da Televisão .....	59
Gráfico 17 - Receitas da Impresa no Publishing (valores em M€).....	60
Gráfico 18 - Evolução das receitas do Publishing, por categoria (valores em M€) .....	62
Gráfico 19 - Evolução dos custos operacionais do Publishing (valores em M€) .....	63
Gráfico 20 - Evolução do EBITDA (M€) e da margem EBITDA (%) do Publishing .....	64
Gráfico 21 - Evolução das receitas de publicidade em televisão, em Portugal (valores em M€)	69
Gráfico 22 - Evolução das receitas de subscrição de televisão, em Portugal (valores em M€) ..	70
Gráfico 23 - Evolução das receitas de publicidade nos jornais, em Portugal (valores em M€) ..	71
Gráfico 24 - Evolução das receitas de publicidade nas revistas, em Portugal (valores em M€) .	72
Gráfico 25 - Evolução das receitas de circulação dos jornais, em Portugal (valores em M€).....	73
Gráfico 26 - Evolução das receitas de circulação das revistas, em Portugal (valores em M€) ...	73
Gráfico 27 – Evolução da dívida financeira da Impresa durante o período histórico e explícito (valores em M€) .....	119

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Audiências dos canais por cabo da Sic (2009-2011).....	46
Tabela 2 – Audiências dos canais por cabo da Sic (2012-2013).....	46
Tabela 3 – Caracterização das publicações da Impresa (2013).....	48
Tabela 4 – Indicadores de <i>Performance</i> .....	51
Tabela 5 – Peso dos custos operacionais nas receitas da Televisão .....	59
Tabela 6 – Peso dos custos operacionais nas receitas do Publishing .....	63
Tabela 7 – Evolução da taxa de inflação .....	81
Tabela 8 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de publicidade em Televisão .....	83
Tabela 9 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de subscrição da Televisão .....	83
Tabela 10 – Taxas de crescimento anuais para as receitas da rúbrica outras na Televisão .....	84
Tabela 11 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de publicidade no Publishing .....	85
Tabela 12 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de circulação no Publishing .....	86
Tabela 13 – Taxas de crescimento anuais para as receitas da rúbrica outras no Publishing.....	87
Tabela 14 – Taxas de crescimento anuais para as receitas do segmento Outras.....	87
Tabela 15 – Evolução do número médio de pessoal na Televisão.....	88
Tabela 16 – Estimativa dos custos com pessoal na Televisão.....	88
Tabela 17 – Estimativa do peso dos custos variáveis nas receitas de Televisão.....	89
Tabela 18 – Evolução do número médio de pessoal no Publishing .....	90
Tabela 19 – Estimativa dos custos com pessoal no Publishing .....	90
Tabela 20 – Estimativa do peso dos custos variáveis nas receitas do Publishing .....	91
Tabela 21 – Estimativa dos custos do segmento Outras.....	91
Tabela 22 – Custo do capital próprio .....	97
Tabela 23 – Custo médio ponderado de capital .....	99
Tabela 24 – Valor do segmento Televisão (valores em €).....	100
Tabela 25 – Valor do segmento Publishing (valores em €) .....	100
Tabela 26 – Valor do segmento Outras (valores em €).....	101
Tabela 27 – Avaliação da Impresa - <i>Sum of the Parts</i> (valores em €) .....	103
Tabela 28 – Análise de sensibilidade ao <i>price target</i> da Impresa .....	104
Tabela 29 – <i>Peer Group</i> .....	106
Tabela 30 – Múltiplos do <i>Peer Group</i> .....	107
Tabela 31 – Resultados operacionais do segmento Televisão (valores em milhares de €) .....	115
Tabela 32 – Resultados operacionais do segmento Publishing (valores em milhares de €).....	116
Tabela 33 – Resultados operacionais do segmento Outras e Inter-segmentos (valores em milhares de €).....	116
Tabela 34 – Evolução das rúbricas de imobilizado da Impresa e respetivas amortizações (valores em milhares de €).....	117
Tabela 35 – Evolução do CAPEX por Segmento (valores em milhares de €).....	117
Tabela 36 – Evolução das rúbricas de fundo de maneiio da Impresa (valores em milhares de €) .....	118
Tabela 37 – Evolução do fundo de maneiio por Segmento (valores em milhares de €) .....	118
Tabela 38 – Evolução da dívida financeira da Impresa durante o período histórico e explícito (valores em M€) .....	118
Tabela 39 – Demonstração dos Resultados previsual da Impresa (valores em milhares de €) .....	120

Tabela 40 – Balanço previsional da Impresa (valores em milhares de €) ..... 121

## Índice de Figuras

Figura 1 - Modelos de avaliação de empresas .....	8
Figura 2 - Tipologia dos múltiplos .....	27
Figura 3 – Fases do Estudo de Caso .....	34
Figura 4 - Organigrama de participações do Grupo Impresa .....	38
Figura 5 – Análise <i>SWOT</i> .....	77

## **Índice de Anexos**

Anexo 1 - Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa.....	115
Anexo 2 – Resultados de avaliação da Impresa .....	120
Anexo 3 - Breve descrição das empresas constituintes do <i>Peer Group</i> .....	122

## Índice de Abreviaturas

APCT	Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação
APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
APV	<i>Adjusted Present Value Valuation</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i>
CAPM	<i>Capital Asset Price Model</i>
CF	<i>Cash Flows</i>
CMVM	Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DF	Demonstrações Financeiras
DPS	<i>Dividend Per Share</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EPS	<i>Earnings Per Share</i>
ERC	Entidade Reguladora para a Comunicação Social
EV	<i>Enterprise Value</i>
FCFE	<i>Free Cash Flow to the Equity</i>
FCFF	<i>Free Cash Flows to the Firm</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSE	Fornecimentos e Serviços Externos
IHPC	Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor
IRC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
OECD	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PBV	<i>Price to Book Value</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PSI 20	<i>Portuguese Stock Index 20</i>
PSI Geral	<i>Portuguese Stock Index All-Share</i>
PV	<i>Present Value</i>
PwC	<i>PricewaterhouseCoopers</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
SIC	Sociedade Independente de Comunicação
SOTP	<i>Sum of the Parts</i>
TCMA	Taxa de Crescimento Média Anual
VAL	Valor Atual Líquido

VT	Valor Terminal
WACC	<i>Weight Average Cost of Capital</i>



## 1 Introdução

A avaliação de empresas e negócios constitui o processo utilizado para determinar o valor de uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento com o intuito de exercer uma atividade económica. A avaliação pode incidir sobre o capital próprio na sua totalidade, sobre uma participação de controlo ou uma participação minoritária (Neves, 2002).

Desde a década de trinta do século passado que vários autores têm proposto modelos de avaliação de empresas. Tais modelos têm sido sintetizados em expressões matemáticas. Porém, a aplicação dessas expressões em casos concretos de avaliação de empresas e de partes sociais é frequentemente condicionada pelos fins específicos a que se destina a avaliação (L. F. Ferreira, 2008). A avaliação de empresas sempre foi dotada de uma certa subjetividade. Repare-se que cada empresa é diferente das outras e é muito difícil chegar a modelos de avaliação que possam ser eficazes em todos os tipos de empresas e situações.

A avaliação de empresas tem-se mantido na vanguarda da literatura e da investigação em Contabilidade e em Finanças. Com o intuito de minimizar a subjetividade relativa à avaliação de empresas, têm sido desenvolvidos esforços por parte dos profissionais de modo a encontrar modelos que possam ser aplicados, consoante as situações em concreto, e que permitam apurar um valor justo das empresas refletindo a capacidade das mesmas em gerar resultados futuros (L. F. Ferreira, 2008). Este interesse acentuou-se, não só porque atualmente qualquer gestor tem como objetivo a criação de valor para os acionistas, o que torna a avaliação de empresas e do gestor cada vez mais relevantes, como também, porque com as modificações ocorridas na estrutura empresarial, não só a nível nacional como internacional, assistimos cada vez mais a processos de aquisição, de fusão e cisão de empresas, bem como a processos de privatização e de abertura do capital, liquidação e reestruturação, entre outros, tornando o conhecimento do valor da empresa essencial.

O objetivo deste estudo é a avaliação do Grupo Impresa S.G.P.S., S.A. de modo a apurar, com base em informação publicamente disponível, o valor intrínseco das suas ações reportado a 31/12/2013<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> A avaliação realizada serve apenas fins académicos, não comprometendo de modo algum o Grupo Impresa S.G.P.S., S.A..

O primeiro capítulo da dissertação é dedicado à revisão bibliográfica. Neste capítulo é efetuado um enquadramento à avaliação de empresas relevando a importância e necessidade da mesma. Faz-se, também, uma abordagem aos diversos modelos de avaliação, nomeadamente, ao modelo dos fluxos de caixa, ao modelo de avaliação relativa, ao modelo de avaliação patrimonial e ao modelo das opções reais. Os modelos são caracterizados e apresentadas as suas vantagens e limitações bem como a sua aplicabilidade em virtude das características das empresas alvo de avaliação.

No segundo capítulo realiza-se uma abordagem à metodologia adotada nesta dissertação, a do estudo de caso, e são apresentadas e caracterizadas as fases que integram esse estudo.

O terceiro capítulo tem como objetivo efetuar um enquadramento da Impresa e das suas áreas de negócio. Assim, é apresentada de forma breve a história do Grupo. Tendo como referência o período histórico, de 2009 a 2013, efetua-se uma análise da evolução das cotações dos títulos da Impresa. Apresenta-se depois a estrutura acionista reportada à data da avaliação e a política de dividendos que tem vindo a ser adotada. Por fim, são apresentados os segmentos de negócio do Grupo e efetua-se uma análise à *performance* da Impresa e de cada um dos Segmentos.

O quarto capítulo consagra uma análise ao contexto macroeconómico do país e ao enquadramento da indústria, com o objetivo de conhecer o setor e as suas perspetivas futuras.

No quinto capítulo procede-se à avaliação económico-financeira do Grupo através do modelo dos *cash flows*, na ótica da empresa, o que requer a estimação do valor dos *free cash flows to the firm* futuros e a sua atualização, ao custo médio ponderado de capital (*WACC*). Assim, são apresentados os principais pressupostos adotados quer para a estimação dos *free cash flows to the firm* quer para a estimação do *WACC*. Em seguida efetua-se a análise dos resultados obtidos e realiza-se uma análise de sensibilidade às variáveis macroeconómicas e operacionais com maior impacto na avaliação.

O sexto capítulo respeita à avaliação relativa da Impresa, sendo os resultados comparados com a avaliação realizada pelo modelo dos *cash flows*.

Por fim, são apresentadas as principais conclusões relativas ao processo de avaliação de empresas no geral e à avaliação da Impresa em particular.



## 2 Revisão bibliográfica

### 2.1 Enquadramento

Para que se possa obter o valor de uma empresa, seja ela uma entidade comercial, industrial, de serviços ou de investimento, é necessário que a mesma seja sujeita a um processo de avaliação. A avaliação pode ser efetuada relativamente ao capital próprio na sua totalidade, a uma participação de controlo ou até minoritária (Neves, 2002). Segundo Pinheiro (2005), “avaliar significa atribuir, estimar ou apurar o valor de alguma coisa [...] A história do pensamento económico pode interpretar-se como uma série de tentativas para resolver o problema do valor” (p.17).

São várias as situações que podem conduzir à necessidade de avaliar uma empresa, nomeadamente, processos de abertura do capital, aquisições, fusões ou cisões, assim como a alienação de negócios, as liquidações ou reestruturações de empresas, entre outras.

Na avaliação de empresas é fundamental a diferenciação entre valor e preço. O preço é a expressão numérica do valor que, de acordo com Paiva, 2001 *apud* Perez & Famá (2004), no campo económico, se pode entender como sendo a apreciação feita por um indivíduo, num determinado tempo e espaço, relativamente à importância de um bem, com base na sua utilidade objetiva e subjetiva. Assim sendo, pode-se concluir que é o grau de utilidade que um bem tem para o seu detentor que determina o valor desse mesmo bem. A utilidade que um determinado bem possa ter para um certo indivíduo não será, certamente, a mesma que terá para outro indivíduo. Como tal, no processo de avaliação de empresas, para além de fatores objetivos estão, também, presentes fatores subjetivos (Perez & Famá, 2004). O valor a apurar depende de vários fatores, como é o caso de quem avalia (a sua formação e capacidade de perceção das características do bem sujeito a avaliação, entre outros), do objetivo da avaliação (compra ou venda, entre outros), e ainda do contexto económico, social e político existente na altura em que se processa a avaliação (Pinheiro, 2005).

Por exemplo, Neves (2002) refere que “o valor de uma empresa ou de um bem é o resultado do equilíbrio entre o que os compradores estiverem dispostos a pagar pela aquisição e o que os vendedores aceitarem como preço de venda perante as alternativas que têm”. (p.3)

Um dos problemas do processo de avaliação reside na pluralidade e discrepância da noção de valor, pois tem-se, entre outras, a noção de valor contabilístico e de valor contabilístico ajustado, a de valor intrínseco/fundamental, a de valor substancial e a de valor de mercado. Apresentam-se em seguida tais noções de valor.

#### **Valor Contabilístico (*Book Value*)**

O valor contabilístico é calculado a partir dos registos efetuados na contabilidade, ou seja, assenta em dados históricos (Pinheiro, 2005). O valor contabilístico corresponde, assim, ao valor do capital próprio inscrito no balanço ou, de outro modo, consiste na diferença entre os ativos e os passivos totais, isto é, o excedente do total de bens e direitos da empresa em relação às dívidas totais a terceiros (Fernandez, 2013a).

#### **Valor Contabilístico Ajustado**

O valor contabilístico ajustado advém da análise e correção dos elementos que integram o património da empresa (L. F. Ferreira, 2008). Tais correções tornam-se necessárias quando a contabilidade não expressa uma imagem verdadeira da situação patrimonial, financeira e dos resultados da empresa (Neves, 2002). Assim, é efetuada uma aproximação patrimonial aos ativos e passivos da empresa com o intuito de os apresentar ao seu justo valor, também designado por valor de mercado (D. Ferreira, 2002).

#### **Valor Intrínseco/ Valor Fundamental**

O valor intrínseco que também constitui uma opinião relativamente ao valor é obtido por um avaliador ou um analista financeiro, baseado na perceção das características relativas ao investimento sem ter em consideração a existência de um investidor específico. O valor de uma empresa para um investidor em concreto, geralmente, difere do valor intrínseco. Repare-se que o investidor tem em conta determinadas variáveis que lhe respeitam, somente, a si. Um investidor poderá estar interessado numa determinada empresa devido à posição que a mesma lhe poderá conferir no mercado ou como forma de criar sinergias com outros negócios já existentes, por exemplo. E, por isso mesmo, muito provavelmente atribuirá maior valor a essa empresa. Os modelos utilizados na determinação do valor intrínseco, de acordo com a literatura financeira, baseiam-se no valor esperado dos fluxos de caixa atualizados (Neves, 2002).

### **Valor Substancial**

De acordo com D. Ferreira (2002), o valor substancial é uma medida de natureza económica que tem como objetivo a estimativa do conjunto de todos os bens utilizados pela empresa na sua atividade normal. Representa o investimento que seria necessário efetuar de modo a obter uma empresa em condições semelhantes à empresa que é objeto de avaliação.

### **Valor de mercado**

O valor de mercado, de acordo com Neves (2002), é o valor pelo qual uma coisa pode ser transacionada num mercado competitivo e aberto tendo por objetivo uma troca justa entre os intervenientes, ambos com uma atitude prudente e sem urgência na realização da transação, que disponham de alternativas, mas com interesse e conhecimento do negócio.

Este é um dos termos menos percebidos e mais confundidos nos negócios. Há quem considere qualquer preço de venda como um indicador do valor de mercado, uma vez que as duas partes intervenientes no negócio concordam e agem em conformidade. Porém, mesmo que algumas operações sejam uma evidência do valor de mercado, não é inteiramente verdade que todos os preços de venda sejam indicadores do valor de mercado. Os avaliadores, por vezes, caem nessa “armadilha” e usam cegamente os preços das transações atuais, sem fazer uma qualificação adequada, não reconhecendo que o valor de mercado não é simplesmente o reflexo dos preços de transação e pode, ou não, partir de uma transação particular (Jr, 2011).

Ao pretender estimar o valor de uma empresa com base em determinados modelos, o avaliador deve ter conhecimento do meio ambiente em que a avaliação será processada. Deve saber quem pretende obter a avaliação, quais são os seus objetivos, em que momento é que a mesma é solicitada, entre outros aspetos. Estes elementos irão ter influência na escolha dos modelos a utilizar (Neves, 1997). Repare-se que não existe um modelo perfeito, nem sequer uns melhores do que outros. Existem sim, modelos mais adequados consoante a situação específica (Perez & Famá, 2004). O primeiro problema que se coloca ao avaliador é, precisamente, de entre os vários modelos de avaliação disponíveis, a seleção do mais apropriado para a situação em concreto (Neves, 1997). No ponto seguinte são apresentados os diversos modelos de avaliação de empresas.

## **2.2 Modelos de avaliação de empresas**

De acordo com Martins, 2001 *apud* Perez & Famá (2004), a empresa pode ser avaliada “pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem os seus ativos avaliados ao preço de

venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar o seu passivo para com terceiros”. E, a empresa pode ser avaliada “pelo seu valor de funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios económicos que ela é capaz de produzir” (p. 103). O autor refere, ainda, que ninguém vende uma empresa em funcionamento por menos do que poderá obter se a fechar e ninguém encerra uma empresa se ela puder ser vendida por um valor melhor em funcionamento. Assim, o valor económico de uma empresa é obtido pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas.

De acordo com a teoria financeira, ao avaliar uma empresa, o analista deve obter um valor económico que seja justo, isto é, um valor que seja representativo das potencialidades e perspetivas da empresa em causa. A avaliação de empresas processa-se com base em métodos e modelos quantitativos não se realiza com base numa ciência exata. Note-se que a avaliação é efetuada com base em premissas e hipóteses comportamentais. Como tal, não pode existir uma comprovação absoluta dos resultados (Perez & Famá, 2004). Assim sendo, Martinez, 1999 *apud* Perez & Famá (2004), refere que na prática, geralmente, o avaliador utiliza diversos modelos de avaliação e pondera o seu resultado para o caso em concreto, obtendo um valor que apresente a melhor estimativa possível do valor económico da empresa.

Segundo Damodaran (2012), a avaliação de empresas pode ser realizada através de diversas metodologias. O autor propõe a seguinte classificação para os modelos de avaliação de empresas (Figura 1).

**Figura 1 - Modelos de avaliação de empresas**



Fonte: Elaboração própria

### 2.2.1 *Discounted Cash Flows Valuation*

Para Damodaran (2001), as avaliações baseadas em *cash flows* descontados permitem estimar o valor de qualquer ativo. Esse valor é função dos *cash flows* por ele gerados que, por sua vez,

dependem do crescimento esperado, do período de vida e, ainda, do risco que lhes está associado. Segundo Damodaran (2012), o modelo dos *cash flows* tem como base a regra do valor presente, segundo a qual, o valor de qualquer ativo é o valor presente dos seus futuros *cash flows* esperados. Fernandez (2013a) refere que o modelo dos *cash flows* descontados é geralmente usado por ser o único modelo de avaliação conceptualmente correto.

Segundo Damodaran (2001), se encararmos a empresa como um conjunto de ativos, então, o seu valor pode ser estimado com base nos *cash flows* gerados durante a sua vida atualizados a uma taxa que reflita o risco coletivo de todos os ativos da empresa. Neves (2002) afirma que, de acordo com a teoria financeira moderna, não tem sentido basear o valor da empresa em modelos estáticos históricos, uma vez que esta vale pela sua potencialidade de criar riqueza no futuro. Por exemplo, ao adquirir uma empresa, o comprador está a efetuar um investimento. Estão disponíveis vários modelos para a avaliação de investimentos, sendo que o Valor Atual Líquido (VAL) é o mais utilizado. O VAL é definido pelo autor como o valor atual dos *cash flows* futuros em que habitualmente se considera como *cash flow* do ano zero o investimento. Se o VAL for positivo, tal significa que o projeto de investimento cria valor para o investidor, uma vez que o valor dos fluxos futuros é superior ao investimento a realizar. Ora, a avaliação de empresas é muito semelhante à avaliação de investimentos. A diferença reside no facto de a incógnita passar a ser o valor do investimento em vez do VAL. Neste caso, a questão que se coloca é a de saber qual o preço máximo a pagar pela aquisição da empresa de maneira a que o investimento que se pretende realizar tenha um VAL positivo.

Como já referido, o valor da empresa pode ser estimado com base na atualização dos *cash flows* futuros. Quando a empresa é avaliada em continuidade, a sua vida é indefinida e o número de períodos,  $n$ , tende para infinito. Com o intuito de evitar que a estimativa dos *cash flows* anuais vá para além do razoável, por norma, define-se um horizonte temporal até uma determinada data, a partir da qual se assume que o crescimento da empresa estabiliza. Calcula-se, assim, um valor terminal que reflita o valor da empresa naquela data (Neves, 2002). O valor da empresa pode ser obtido do seguinte modo:

$$\text{Value of a firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t + \text{Terminal Value}_n}{(1+r)^t}$$

Onde:

$CF_t$  = Cash Flow do período  $t$

$r$  = Taxa de desconto refletindo o risco dos  $CF$  estimados

De acordo com a classificação de Damodaran (2012), os modelos dos *cash flows* descontados podem subdividir-se em *Equity Valuation*, *Firm Valuation* e *Adjusted Present Value Valuation*, sendo que os mesmos irão ser abordados no ponto seguinte.

### 2.2.1.1 Equity Valuation

Os modelos *equity valuation* têm como objetivo proceder à avaliação da empresa na ótica dos acionistas. O valor do capital próprio é apurado através dos *cash flows* esperados do capital próprio, isto é, os *cash flows* residuais, depois de atender a todas as despesas, necessidades de reinvestimento, obrigações fiscais e pagamento de juros, descontados ao custo do capital próprio, ou seja, a taxa de retorno requerida pelos acionistas da empresa (Damodaran, 2012).

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t}$$

Onde:

$FCFE_t$  = *Cash Flows* esperados do acionista no período t

$K_e$  = Custo do capital próprio

Na ótica do capital próprio, podem distinguir-se o *Dividend Discount Model (DDM)* e o *Free Cash Flow to the Equity*, que se apresentam em seguida.

#### i) Dividend Discount Model

O *Dividend Discount Model (DDM)* é o método mais antigo de *Discounted Cash Flows*, considerando como *CF to equity* os dividendos. Quando um investidor adquire ações, geralmente espera obter dois tipos de rendimentos, os dividendos anuais, durante o período em que mantiver as ações na sua posse e o valor de realização aquando da venda das ações (Damodaran, 2012). O valor de realização deve compensar o facto de o investidor, com a venda, deixar de receber dividendos. Assim, de acordo com o *DDM*, o valor de uma ação é o valor presente dos dividendos esperados em perpetuidade (Damodaran, 2006).

$$\text{Value per share of stock} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(\text{Dividend per share}_t)}{(1 + K_e)^t}$$

Onde:

$E(\text{Dividend per share}_t)$  = Dividendos esperados por ação no período t

A relação entre o preço das ações e o montante de dividendos distribuídos foi comprovada e, de acordo com Williams (1938) *apud* Damodaran (2006), “*A stock is worth the present value of all the dividends ever to be paid upon it, no more, no less... Present earnings, outlook, financial condition, and capitalization should bear upon the price of a stock only as they assist buyers and sellers in estimating future dividends*”.

Uma vez que o comportamento dos dividendos futuros é desconhecido, torna-se necessária a aceitação de pressupostos simplificadores sobre o seu comportamento. Têm sido desenvolvidas várias versões do *DDM*, baseadas em diferentes assunções quanto aos dividendos futuros. Numa assunção simples, tem-se o Modelo de Gordon, concebido para avaliar ações de uma empresa com crescimento estável e que não retém resultados. O modelo considera que os dividendos futuros têm um crescimento estável em perpetuidade, a uma taxa constante. Assim, o valor das ações pode ser obtido em função do dividendo esperado no próximo período, do custo do capital próprio e da taxa de crescimento esperada dos dividendos (Damodaran, 2006).

$$\text{Value of Stock} = \frac{\text{Expected Dividends next period}}{(\text{Cost of equity} - \text{Expected growth rate in perpetuity})}$$

O Modelo de Gordon apresenta no entanto algumas limitações, designadamente, o dilema concetual que se prende com o facto de a teoria financeira de Modigliani-Miller assentar na irrelevância da política de dividendos. Acresce, ainda, o facto de os dividendos poderem estar sujeitos a variações que são independentes da evolução real da empresa. Note-se que, para um mesmo resultado apurado, a taxa de distribuição pode variar, em função de considerações sociais e económicas, entre outras (L. F. Ferreira, 2008). Outro problema que deriva da utilização do Modelo de Gordon é que, se a taxa de crescimento ( $g$ ) for maior que o custo do capital próprio ( $K_e$ ), o modelo não pode ser aplicado. Contrariamente ao que se possa pensar, numa empresa a taxa de crescimento ser maior do que o custo do capital próprio não é assim tão improvável de acontecer. Na realidade, há muitas empresas que vivenciam períodos de crescimento muito rápido (Pike & Neale, 2006). Outra limitação do Modelo de Gordon reside no facto de este utilizar, somente, uma única taxa de crescimento previsional (Neves, 2002). Para ultrapassar essa limitação, o modelo foi adaptado a diversos estádios de crescimento. Por exemplo, Malkiel desenvolveu um modelo de dividendos que assume duas fases de crescimento. A primeira fase considera uma taxa de crescimento inicial, que decai de forma

abruta para a segunda fase, que considera uma taxa de crescimento estável, que se mantém no longo prazo. Na maior parte dos casos, a taxa de crescimento durante a fase inicial é mais elevada do que a taxa de crescimento estável. Todavia, o modelo pode ser adaptado para avaliar empresas em relação às quais se preveem taxas de crescimento baixas ou negativas durante alguns anos e que depois revertam para um crescimento mais elevado (Damodaran, 2012). Segundo o autor do modelo:

*In our valuation formula we shall assume that both the dividends and earnings per share of the growth stock grow at a rate  $g$  for a period of  $N$  years. After that period, the security enjoys only the average growth expected of the standard list of securities (and therefore is able to pay the average dividend of the standard composite security). Accordingly, we postulate that the price-earnings multiple of the shares to be valued falls to that multiple which the market is applying to standard issues. This acknowledges that above-average earnings growth can continue only for a limited period. Furthermore, the price-earnings ratio is expected to recede to the standard level thus avoiding the mistake of "counting the same trick twice," i.e., continuing to value growth stocks at extraordinarily high price-earnings ratios after the extraordinary rate of earnings growth has already occurred (Malkiel, 1963, p. 1014).*

Fuller & Hsia (1984) apresentaram um modelo conhecido por Modelo H que, tal como o modelo desenvolvido por Malkiel, também assume dois estágios de crescimento. Mas, contrariamente ao clássico modelo de duas fases de crescimento desenvolvido por Malkiel, a taxa de crescimento da fase inicial cai de modo linear até atingir a taxa de crescimento estável.

O modelo de duas fases pode ser generalizado para três fases de crescimento, ao combinar as características do modelo de duas fases de crescimento e do modelo H. Este modelo considera um período inicial com crescimento elevado, um período de transição em que a taxa de crescimento cai de modo linear e uma fase final de crescimento estável (Damodaran, 2012). Segundo Fuller & Hsia (1984) *"in phase 1, dividends are expected to grow at a constant rate [...] for a period of  $A$  years. During phase 2 [...] the dividend growth rate declines in a linear fashion to a constant growth rate which is assumed to persist [...]"* (p. 50).

Uma vez que o modelo do crescimento constante dos dividendos assume que as empresas pagam sempre dividendos e que esses dividendos irão aumentar a uma taxa constante de

forma perpétua, esta abordagem só é útil para um número limitado de empresas que se encontram na fase da maturidade e que pagam dividendos (Parrino & Kidwell, 2009).

Uma das maiores dificuldades decorrente da aplicação do *DDM* ocorre quando as empresas não distribuem dividendos (Neves, 2002). Pois, de acordo com este modelo, as empresas que não distribuem dividendos não têm qualquer valor. A total retenção, que implica a não distribuição de dividendos é bastante comum. Repare-se que, por vezes, as empresas encontram-se perante uma oportunidade atrativa de investimento que não pode, ou não é oportuno, que seja financiada de outro modo que não através dos resultados gerados pela empresa. Também se verifica frequentemente a não distribuição de dividendos pelo facto de as empresas estarem a enfrentar, ou ser expectável que enfrentem, um decréscimo nos resultados ou, ainda, empresas que têm como política a não distribuição de dividendos. Outra limitação deste modelo prende-se com o facto de os dividendos não serem controlados pelos acionistas, mas sim, pelos gestores das empresas. Assim, quando a administração da empresa muda, o controlo da política de dividendos também é transferido. Como tal, não se deve assumir a existência de uma política de dividendos inalterada aquando da avaliação de uma empresa para aquisição, por exemplo (Pike & Neale, 2006).

Damodaran (2006) refere no entanto que, apesar das limitações, o *DDM* também tem os seus apoiantes, pois é dotado de grande simplicidade e intuição lógica e os dividendos representam o único *cash flow* tangível que os investidores recebem por parte da empresa. Para além disso, o modelo requer a assunção de menos hipóteses para obter os dividendos previstos do que os *free cash flows* previstos no modelos dos *CF*.

Em conclusão,

*While many analysts have turned away from the dividend discount model and view it as outmoded, much of the intuition that drives discounted cash flow valuation stems from the dividend discount model. In fact, there are companies where the dividend discount model remains a useful tool for estimating value (Damodaran, 2012, p. 292).*

### **ii) Free cash flows to the equity**

Segundo Damodaran (2006), o modelo *Free Cash Flows to the Equity (FCFE)* não representa um corte radical ao tradicional *Dividend Discount Model*. D. Ferreira (2002) refere que os *free cash flows to the equity* são fluxos que correspondem aos meios financeiros líquidos gerados pelas

atividades operacionais, de investimento e de financiamento e disponíveis para remunerar os acionistas.

Os *free cash flows to the equity* correspondem aos fluxos gerados após efetuado o pagamento da dívida e depois de satisfeitas as necessidades de reinvestimento.

#### *Free cash flows to the firm*

$$= EBIT (1 - Tax rate) + Depreciation - Capital expenditure - \Delta Working Capital$$

O valor das ações da empresa corresponde ao valor atual dos *free cash flows to equity*, descontados ao custo do capital próprio, que reflete o retorno requerido pelos acionistas. A taxa de desconto que traduz o custo de financiamento do capital próprio é o custo do capital próprio (Damodaran, 2006).

A diferença fundamental entre o *DDM* e o modelo *FCFE* reside na noção de *cash flows*. O *DDM* utiliza uma definição estrita de *cash flows to equity*, isto é, os dividendos esperados das ações. O modelo *FCFE* utiliza uma definição mais abrangente de *cash flows to equity*, como os *cash flows* residuais depois de cumpridas todas as obrigações financeiras e necessidades de investimento (Damodaran, 2012). A grande vantagem que o modelo *FCFE* apresenta face ao *DDM*, prende-se com o facto de o último não captar a capacidade de a empresa gerar *cash flows* para os acionistas (D. Ferreira, 2002). Quando os dividendos são diferentes dos *free cash flows to the equity*, o valor obtido com os dois modelos será diferente. No caso da avaliação de empresas para aquisição ou na valorização de empresas em relação às quais existe uma grande possibilidade de ocorrência de mudanças no controlo societário, o modelo *FCFE* é o mais adequado pois é o que fornece melhores estimativas (Damodaran, 2012).

#### **2.2.1.2 Firm Valuation**

Para Damodaran (2012), a alternativa à avaliação na ótica dos acionistas é a avaliação na ótica da empresa. Na avaliação na ótica da empresa, o valor desta é obtido através dos seus *cash flows* esperados, isto é, dos fluxos gerados depois de atender a todas as despesas operacionais e necessidades de reinvestimento, mas antes do pagamento aos detentores de dívida ou de capital próprio, descontados ao custo médio ponderado de capital, taxa que reflete a rentabilidade requerida pelos financiadores. De modo geral, o valor da empresa pode ser escrito como o valor presente dos *free cash flows* esperados da empresa.

$$\text{Value of the firm} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

$FCFF_t$  = Cash Flows esperados da empresa no período t

WACC = Custo médio ponderado de capital

Se após n anos a empresa atingir um estado estacionário e começar a crescer a uma taxa de crescimento estável, o valor da empresa pode ser escrito como:

$$\text{Value of the firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_{hg})^t} + \frac{\text{Terminal Value}_n}{(1 + WACC_{hg})^n}$$

Onde:

$WACC_{hg}$  = Custo médio ponderado do capital (hg: *high growth*)

A estimação do valor da empresa com base neste modelo de avaliação requer um conjunto de informação, nomeadamente, os *free cash flows to the firm*, o WACC e o Valor Terminal (VT) a que em seguida se faz referência.

### **i) Free cash flows to the firm**

Os *free cash flows to the firm* representam os fluxos disponíveis para remunerar os financiadores da empresa (capital próprio e alheio). Damodaran (2012) considera duas formas de obter os *free cash flows to the firm*. Uma das formas consiste na soma dos *cash flows* a que os *stakeholders* têm direito e que incluem os *cash flows to equity* (definidos como *free cash flows to equity* ou dividendos), os *cash flows* relativos a credores (que devem incluir o pagamento de capital e juros e novas emissões de dívida) e os *cash flows* para acionistas preferenciais (que incluem os dividendos preferenciais).

#### *Free cash flows to the firm*

$$\begin{aligned} &= \text{Free cash flows to equity} + \text{Interest Expense} (1 - \text{Tax rate}) \\ &+ \text{Principal repayments} - \text{New debt issues} + \text{Preferred dividends} \end{aligned}$$

Um outro modo simples de obter os *cash flows to the firm* consiste em estimar os *cash flows* antes de considerar os direitos dos *stakeholders*. Assim, partindo do resultado antes de juros e

impostos (EBIT) é possível chegar a uma estimativa dos *free cash flows to the firm* (Damodaran, 2012).

*Free cash flows to the firm*

$$= EBIT (1 - Tax rate) + Depreciation - Capital expenditure - \Delta Working Capital$$

Os *free cash flows to the firm* não incorporam nenhum benefício fiscal resultante do pagamento de juros. Isto acontece porque na taxa de desconto (WACC) já são considerados estes benefícios e incluí-los nos *cash flows* seria considerá-los em duplicado (Damodaran, 2012).

O valor do capital próprio pode ser apurado não só através do modelo *FCFE* como também através do modelo *FCFF*. Neste caso, basta subtrair ao valor da empresa o valor de mercado da dívida. Uma vez que os *free cash flows to the firm* são os *cash flows* existentes antes do serviço da dívida, esta abordagem é mais simples de usar quando existem mudanças no nível de alavancagem ao longo do tempo, apesar de o WACC usado para descontar os *free cash flows to the firm* ter de ser ajustado a tais mudanças (Damodaran, 2012).

**ii) Weight Average Cost of Capital**

Segundo Vernimmen et al. (2009), o cálculo do custo do capital é um fator essencial em qualquer exercício de avaliação baseado no modelo dos *cash flows*. De acordo com Steiger (2008), a determinação da taxa de desconto que é utilizada na atualização dos *cash flows to the firm* exige um profundo conhecimento da estrutura de financiamento da empresa e das atuais condições de mercado. O WACC é um elemento fundamental e muito sensível na medida em que pequenas alterações no valor desta taxa poderão provocar grandes alterações no valor da empresa.

De acordo com Koller, Goedhart, & Wessels (2005), o WACC representa o custo de oportunidade dos investidores, por estes investirem os seus fundos num determinado negócio em vez de noutros, com risco semelhante. De outro modo, o WACC corresponde à média ponderada do custo dos diversos componentes do financiamento da empresa, que incluem a dívida e o capital próprio.

$$WACC = K_e \left( \frac{E}{E + D} \right) + K_d (1 - t) \left( \frac{D}{E + D} \right)$$

Onde:

$K_e$  = Custo do capital próprio

$K_d (1-t)$  = Custo da dívida

$t$  = Taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas

$E$  = Valor de mercado do capital próprio

$D$  = Valor de mercado da dívida

Para as empresas que possuem outros títulos, como ações preferenciais, é necessário adicionar outros termos ao custo do capital, nomeadamente, a taxa de retorno esperada do título e o seu peso no valor total da empresa (Koller et al., 2005).

O cálculo do WACC requer o conhecimento de um conjunto de variáveis, designadamente, o custo do capital próprio, o custo da dívida e o valor de mercado da dívida e do capital próprio.

#### Custo do capital próprio

O custo do capital próprio ( $K_e$ ) representa a rendibilidade requerida pelos acionistas para compensar o risco de negócio e o risco financeiro (Neves, 2002). Para estimar este custo é necessário conhecer a taxa de retorno esperada das ações da empresa. Porém, as taxas de retorno esperadas não são observáveis e têm sido desenvolvidos modelos para a sua determinação, estando todos eles estreitamente ligados ao conceito de risco. Um dos modelos mais utilizados, e o que vai ser aplicado neste estudo, é o *Capital Asset Price Model (CAPM)* mas existem outros, como é o caso do modelo de três fatores de Fama e French e o *Arbitrage Pricing Theory (APT)* (Koller et al., 2005).

De acordo com o modelo CAPM, (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966) a taxa de retorno esperada de um ativo obtém-se do seguinte modo:

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

Onde:

$E(R_i)$  = Retorno esperado do ativo i

$R_f$  = Taxa de juro sem risco

$\beta_i$  = Beta do ativo i

$E(R_m)$  = Retorno esperado do portfólio de mercado

$E(R_m) - R_f =$  Prémio de risco

a) Taxa de juro sem risco

Usualmente, um ativo é considerado livre de risco, quando não apresenta risco de incumprimento nem de reinvestimento e, nesse caso, o retorno atual do ativo corresponderá ao seu retorno esperado. Nos mercados onde o Estado é considerado uma entidade isenta de risco de *default*, pelo menos quando se trate de empréstimos na moeda local, a obtenção da taxa de juro sem risco é simples. Ao efetuar avaliações de longo prazo, a taxa livre de risco é aproximada pelas taxas dos títulos de dívida de longo prazo emitidos pelo Estado e, se a análise for de curto prazo, pelas taxas dos títulos da dívida de curto prazo também emitidos pelo Estado. No caso de o Estado não ser percebido como isento do risco de falência será preferível recorrer a uma taxa dos títulos de dívida de Estados financeiramente saudáveis, como por exemplo os Estados que tenham uma notação de *rating* mais elevada. Nas atuais condições macroeconómicas, os mercados atribuem maior risco à economia Grega e Portuguesa e avaliam os títulos de dívida emitidos pelo Estado Alemão como praticamente isentos de risco. A maturidade dos títulos usados como referência deve coincidir com a maturidade dos *cash flows* que, geralmente, é de longo prazo e o mesmo se aplica à moeda que também deve ser a mesma de modo a que a avaliação não seja enviesada (Damodaran, 2012).

b) Beta

No modelo *CAPM*, o beta de um ativo ( $\beta_i$ ) é uma medida de risco sistemático que representa o risco que tal ativo adiciona à carteira de mercado. A carteira de mercado constitui o portfólio de todos os ativos (Koller et al., 2005). Uma vez que o beta de um ativo não constitui uma variável observada diretamente no mercado, torna-se necessário proceder à sua estimação. A abordagem convencional, utilizada para estimar o beta de um ativo, consiste em efetuar uma regressão linear entre os retornos históricos do ativo e os retornos do portfólio de mercado. A regressão requer a definição da dimensão do período de estimação, da periodicidade entre os retornos e, ainda, da identificação de um portfólio de mercado. Frequentemente, na estimação de betas, incluindo a efetuada pela *Standard & Poors*, é considerado um período histórico de cinco anos. Em relação ao período de tempo a utilizar, há que ter em consideração que, se por um lado um período alargado fornece mais dados, por outro lado pode ser prejudicial, no caso de a empresa ter alterado as suas características de risco durante o período em causa. No que respeita à periodicidade entre retornos, que pode ocorrer numa

base anual, mensal, semanal ou diária, constata-se que, se por um lado a utilização de retornos diários aumenta o número de observações na regressão, por outro lado, pode enviesar a estimativa, no caso de haver dias em que não ocorrem transações de ações. Por exemplo, para as pequenas empresas, em relação às quais existe uma maior probabilidade de haver dias em que as ações não são transacionadas, os betas estimados tendem a apresentar um valor baixo aquando da utilização de retornos diários. A utilização de retornos semanais ou mensais permite reduzir significativamente o problema decorrente da reduzida liquidez dos títulos. Relativamente à definição do portfólio de mercado, geralmente as entidades que procedem à estimativa de betas utilizam como *proxy* o índice do mercado no qual ocorrem a maior parte das transações dos títulos da empresa (Damodaran, 2012). Em certos países, apenas alguns setores ou, até mesmo, algumas empresas possuem um peso significativo no índice local e, como tal, ao utilizá-lo não se está a medir o risco sistemático de todo o mercado, mas sim, a sensibilidade de uma empresa a um/alguns setores em particular (Koller et al., 2005).

O processo de estimação do beta suscita um conjunto de questões e, com o intuito de contornar esse facto, os analistas utilizam, frequentemente, betas do setor, ao invés de betas específicos das empresas. Pois, defendem que as empresas que atuam no mesmo setor enfrentam riscos operacionais semelhantes e, como tal, devem ter betas operacionais semelhantes. Não estando os erros de estimação entre empresas correlacionados, a sobrestimação e subestimação dos betas individuais tende a ser eliminada e o beta mediano (médio) do setor irá produzir uma estimativa superior (Koller et al., 2005). Todavia, o simples uso da mediana dos betas de um setor não tem em conta o grau de endividamento, que é um fator fundamental. Quanto maior for o nível de dívida de uma empresa, mais elevado é o risco incorrido pelos seus acionistas e este aumento deve refletir-se no beta (Koller et al., 2005). Como tal, o beta do capital próprio da empresa ( $\beta_E$ ) é igual ao beta operacional ( $\beta_U$ ) multiplicado por um fator que engloba o grau de alavancagem financeira da empresa ( $1 + \frac{D}{E}$ ) (Koller et al., 2005).

$$\beta_E = \beta_U \left( 1 + \frac{D}{E} \right)$$

Onde:

$\beta_E$  = Beta do capital próprio da empresa

$\beta_U$  = Beta operacional da empresa

$\left( 1 + \frac{D}{E} \right)$  = Fator do grau de alavancagem da empresa

## c) Prémio de risco

O prémio de risco  $[E(R_m) - R_f]$  pode ser definido como o retorno adicional face à taxa de juro sem risco, exigido pelos investidores para deterem ativos com risco. A análise do comportamento do prémio de risco é complexa. Trata-se de uma variável que não é observável e, por esse facto, tem de ser estimada. O retorno esperado de um investimento pode ser escrito como a soma da taxa de juro sem risco com um retorno extra para compensar o risco. O ponto de discórdia quer em termos teóricos, quer em termos práticos, prende-se com a questão relativa ao modo de medição do risco e na sua conversão para um retorno esperado que compense o risco (Damodaran, 2012). Não existe um modelo para estimação do prémio do risco de mercado que tenha obtido aceitação universal. Em geral, os modelos de estimação do prémio de risco de mercado enquadram-se numa de três categorias:

*Estimating the future risk premium by measuring and extrapolating historical excess returns. Using regression analysis to link current market variables, such as the aggregate dividend-to-price ratio, to project the expected market risk premium. Using DCF valuation, along with estimates of return on investment and growth, to reverse engineer the market's cost of capital (Koller et al., 2005, p. 298).*

A estimação do prémio de risco com base em dados históricos considera que os investidores, sendo avessos ao risco, exigem um prémio por deterem ações em detrimento de obrigações. Assim, se o grau de aversão ao risco por parte dos investidores não tiver sofrido alterações ao longo dos anos, os dados históricos podem ser utilizados com uma boa aproximação aos prémios de risco futuros. Por sua vez, a estimação do prémio de risco com base em regressões, assume que o prémio de risco de mercado é previsível através da observação de determinadas variáveis no presente, como é o caso do *dividend-to-price ratio*, do *book-to-market ratio* e do *ratio of earnings to price* (Koller et al., 2005).

O prémio de risco pode, ou não, incluir o risco do país. Segundo Damodaran (2012), a questão que aqui se coloca é a de quando o risco num determinado mercado é ou não diversificável. Se o risco adicional de investir num determinado país puder ser diversificado, então não deve ser incluído nenhum prémio de risco adicional. Caso contrário, tem sentido introduzir um prémio de risco-país.

De modo a efetuar a análise do risco-país, deve considerar-se o investidor marginal que é o investidor mais provável de negociar no país. No caso de o investidor marginal efetuar investimentos globalmente diversificados, há potencial para a ocorrência de uma diversificação global. Se o investidor marginal não tiver um portfólio de investimentos global, a probabilidade de diversificar o risco-país noutra mercado diminui consideravelmente (Damodaran, 2012).

Stulz (1999), defende um ponto de vista semelhante, no qual diferencia os mercados segmentados dos mercados abertos e considera que nos mercados segmentados os prémios de risco podem ser diferentes em cada mercado porque os investidores não podem ou não irão investir fora dos seus mercados domésticos. Nos mercados abertos, os investidores podem investir em todos os mercados. Enquanto num mercado segmentado, o investidor marginal diversifica a sua carteira, somente, através de investimentos nesse mercado. Num mercado aberto, o investidor marginal tem a oportunidade de investir em todos os mercados. Porém, ainda que o investidor marginal realize investimentos globalmente diversificados, há outra questão que deve ser verificada para determinar a não relevância do risco-país. Para que este risco não seja relevante, todo ou grande parte do risco do país deve ser específico do país. Só assim o risco será diversificável numa carteira de investimentos globalmente diversificados. Damodaran (2012), apresenta várias formas de medir o prémio de risco-país, que não serão aqui detalhadas uma vez que o risco-país não será calculado nesta dissertação. Depois de estimado o prémio de risco-país, a questão que surge respeita à exposição de cada empresa dentro do país ao risco. Existem visões alternativas da questão, nomeadamente, a de que todas as empresas de um país estão igualmente expostas ao risco-país, assim como a de que cada empresa tem uma exposição ao risco-país, que é diferente da sua exposição a todos os outros riscos de mercado. E, ainda, que a exposição de uma empresa ao risco-país é semelhante à sua exposição a todos os outros riscos de mercado e se mede pelo beta (Damodaran, 2012).

#### Custo da dívida

D. Ferreira (2002) afirma que o custo da dívida ( $K_d$ ) permite medir o custo atual dos financiamentos que são efetuados à empresa. Este custo é influenciado pelo nível atual das taxas de juro, pelo risco de incumprimento ou de falência e, ainda, pela vantagem fiscal que está associada à dívida. Segundo Neves (2002), a taxa de custo do capital alheio pertinente são as taxas de juro previstas para o futuro.

De acordo com Damodaran (2012), o cenário mais favorável à estimativa do custo da dívida verifica-se quando a empresa tem obrigações de longo-prazo em circulação e amplamente transacionadas. Assim, o preço de mercado das obrigações em conjugação com o seu cupão e maturidade permitem calcular uma *yield* que é usada como custo da dívida. No entanto, existem empresas que, apesar de terem obrigações em circulação, não são transacionadas numa base regular. Nestes casos, uma vez que tais empresas são, geralmente, classificadas com a atribuição de um *rating*, é possível estimar o custo da dívida através do seu *rating* e do *spread* de *default* associado. Todavia, existem muitas empresas que não têm um *rating* associado, sobretudo as pequenas empresas. Quando não há um *rating* disponível para estimar o custo da dívida, a alternativa pode ser o recurso ao histórico dos empréstimos recentes da empresa. Repare-se que a generalidade das empresas que não possuem notações de *rating* contraem empréstimos junto de instituições financeiras e, através da observação dos empréstimos mais recentes, é possível obter uma noção do valor dos *spreads* exigidos e usar tais *spreads* para obter o custo da dívida. Outra alternativa sugerida por Damodaran (2012) consiste na atribuição de um *rating* à empresa com base em rácios financeiros e que se designa por *rating* sintético. Após a obtenção de um *rating* sintético, este pode ser convertido para estimar um *spread* de *default* que, quando adicionado à taxa de juro sem risco, gera um custo da dívida, antes de impostos, para a empresa.

#### Valor da dívida e valor do capital próprio

A valorização da dívida e do capital próprio das empresas pode ser efetuada através do valor contabilístico ou com base em valores de mercado. Segundo Damodaran (2012), existem três argumentos contra o uso dos valores de mercado mas nenhum deles é convincente. O primeiro argumento prende-se com o facto de haver muitos gestores financeiros que defendem que o valor contabilístico é mais confiável do que o valor de mercado por não ser tão volátil. Embora o valor contabilístico não sofra tantas alterações quanto o valor de mercado, este aspeto, segundo o autor, revela mais uma fraqueza do valor contabilístico do que o contrário. Note-se que uma vez que o valor da empresa se altera ao longo do tempo, à medida que informações da empresa e do mercado vão sendo reveladas, é possível argumentar que o valor de mercado, com a sua volatilidade, traduz melhor o valor da empresa do que o valor contabilístico. Em segundo lugar, os defensores do valor contabilístico referem que este traduz uma abordagem mais conservadora para estimar índices de endividamento. O que pressupõe que os rácios de dívida ao valor de mercado são mais baixos do que ao valor contabilístico, sendo que esta suposição não se apoia em factos. Por último, há o argumento

de que os credores não financiam com base no valor de mercado porém, mais uma vez, o autor sustenta que esta afirmação parece assentar mais em percepções do que em factos.

O valor de mercado do capital próprio obtém-se, usualmente, através da multiplicação do número de ações em circulação pelo preço atual da ação. O valor de mercado da dívida é geralmente difícil de obter diretamente. São poucas as empresas que têm toda a sua dívida sob a forma de obrigações em circulação no mercado. Há muitas empresas que possuem dívida não transacionada, como é o caso dos empréstimos bancários que são expressos pelo valor contabilístico. Uma solução prática sugerida por Damodaran para converter a dívida contabilística em valores de mercado, consiste em tratar toda a dívida como uma única obrigação de cupão zero (Damodaran, 2012).

### iii) Valor Terminal

O valor terminal pode ser obtido com base na assunção da liquidação dos ativos da empresa, no ano terminal, e conseqüente estimação do que os outros pagariam pelos ativos que a empresa tem acumulado até àquele momento. Outro modo de obtenção do valor terminal consiste na assunção de que os *cash flows* da empresa irão crescer a uma taxa constante em perpetuidade. Com um crescimento estável, o valor terminal pode ser estimado utilizando um modelo de crescimento perpétuo (Damodaran, 2012).

$$Terminal\ Value_n = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{st} - g_n)}$$

Onde:

$WACC_{st}$  = Custo médio ponderado do capital (st: *stable growth*)

De todas as variáveis necessárias para a avaliação de uma empresa, através do modelo dos *cash flows* descontados, a que implica maiores cuidados na sua estimativa é a taxa de crescimento estável. Repare-se que pequenas alterações na taxa de crescimento estável podem alterar significativamente o valor terminal, sendo que o efeito se torna maior à medida que a taxa de crescimento se aproxima da taxa de desconto utilizada na estimação. O facto de uma taxa de crescimento estável ser constante em perpetuidade coloca fortes restrições ao quão elevada poderá ser. Pois nenhuma empresa pode crescer para sempre a uma taxa superior à taxa de crescimento da economia em que opera. Assim, a taxa de crescimento constante não deve ser superior à taxa de crescimento da economia (Damodaran, 2012).

### 2.2.1.3 Adjusted Present Value Valuation (APV)

Na abordagem do APV apresentada por (Myers, 1974) o valor da empresa é estimado em três fases. Na primeira fase, estima-se o valor da empresa admitindo que é integralmente financiada por capitais próprios. Em seguida considera-se o valor presente dos benefícios fiscais gerados pela dívida. E, por fim, avalia-se o efeito da dívida na probabilidade de incumprimento e estimam-se os respetivos custos esperados de falência (Damodaran, 2006).

#### *Value of the firm*

$$\begin{aligned} &= \text{Value of business with 100\% equity financing} \\ &+ \text{Present value of Expected Tax Benefits of Debt} \\ &- \text{Expected Bankruptcy Costs} \end{aligned}$$

O primeiro passo deste modelo consiste em estimar o valor da empresa assumindo que esta não tem dívida. Trata-se de descontar os *free cash flows* esperados da empresa ao custo do capital próprio não alavancado. No caso de os *cash flows* crescerem a uma taxa constante em perpetuidade, o valor da empresa não endividada obtém-se do seguinte modo (Damodaran, 2012):

$$\text{Value of Unlevered Firm} = \frac{E(\text{FCFF}_1)}{\rho_u - g}$$

Onde:

$E(\text{FCFF}_1)$  = Cash flow operacional esperado

$\rho_u$  = Custo do capital próprio desalavancado

$g$  = Taxa de crescimento esperado

Num segundo passo desta abordagem, determinam-se os benefícios fiscais esperados associados a um determinado nível de endividamento. Os benefícios fiscais são função da taxa de imposto sobre o rendimento e do pagamento de juros da empresa e devem ser descontados a uma taxa que reflita o grau de risco dos *cash flows* (Damodaran, 2012).

$$\begin{aligned} \text{Value of Tax Benefits} &= \frac{\text{Tax rate} * \text{Cost of debt} * \text{Debt}}{\text{Cost of debt}} \\ &= \text{Tax rate} * \text{Debt} \end{aligned}$$

O terceiro passo consiste em avaliar os efeitos do nível de dívida no risco de incumprimento da empresa e nos respetivos custos de falência esperados, o que requer a estimativa da probabilidade de incumprimento e dos custos diretos e indiretos de falência (Damodaran, 2012).

O valor presente dos custos esperados de falência pode ser estimado de acordo com Damodaran (2012), como:

$$\begin{aligned} & \textit{PV of Expected Bankruptcy cost} \\ & = (\textit{Probability of Bankruptcy})(\textit{PV of Bankruptcy Cost}) \end{aligned}$$

Onde:

*PV = Present value*

Este passo da abordagem do *APV* apresenta os mais significativos problemas de estimativa, uma vez que nem a probabilidade de falência, nem os custos de falência podem ser estimados diretamente (Damodaran, 2012).

A vantagem do *APV* é o facto de esta abordagem separar os efeitos da dívida em componentes e permitir aos analistas utilizarem diferentes taxas de desconto para cada componente. Para além disso, não se assume que o rácio da dívida permanece inalterado para sempre.

Estas vantagens devem ser contrabalançadas com a dificuldade de estimar probabilidades de incumprimento e custos de falência. Na verdade, muitos analistas que usam a abordagem do *APV* ignoram os custos esperados de falência, concluindo que o valor da empresa aumenta à medida que aumenta o nível de endividamento o que, no limite, conduz a uma estrutura de capital ideal em que a empresa é financiada inteiramente por dívida (Damodaran, 2012).

Todos os modelos de avaliação apresentam vantagens e limitações e o modelo dos *cash flows* não é exceção. Uma das limitações que lhe é apontada prende-se com o facto de este modelo ser bastante vulnerável a alterações nos pressupostos subjacentes. Outra das limitações resulta da facilidade que existe na manipulação dos resultados. É relativamente fácil manipular os *inputs* de modo a obter o resultado que se pretende. Isto é possível mesmo sem necessidade de grandes alterações do ponto de vista económico, como por exemplo, uma ligeira alteração na taxa de crescimento perpétuo. Os analistas não têm como estimar tais valores com um elevado grau de precisão (Steiger, 2008).

As vantagens do modelo dos *cash flows* são o facto de este modelo de avaliação, se corretamente aplicado, possibilitar a determinação do valor de uma grande variedade de ativos bem como analisar o efeito que determinados cenários económicos poderão ter no valor da empresa. A utilização do modelo dos *cash flows* combinada com outros modelos de avaliação, como a avaliação relativa por exemplo, permite obter uma boa estimativa para o valor das empresas (Steiger, 2008). Pois, ainda segundo Steiger (2008) *“When using several valuation techniques, their individual shortfalls are eliminated and the ultimate goal in the field of company valuation can be reached: determining a fair and valid company value”* (p. 15).

### **2.2.2 Relative Valuation**

No modelo de avaliação pelos *CF* descontados, o objetivo é o de apurar o valor dos ativos com base nas suas características de fluxos de caixa, de crescimento e de risco. Na avaliação relativa, também designada por avaliação comparativa com o mercado, o objetivo é a valorização dos ativos com base no modo como os ativos semelhantes são, presentemente, transacionados no mercado (Damodaran, 2012). O modelo de avaliação comparativa com o mercado baseia-se na teoria económica, segundo a qual, ativos semelhantes devem ter valores semelhantes (Perez & Famá, 2004). Para efetuar a valorização dos ativos a avaliar com base no preço dos ativos semelhantes é necessário converter os preços em múltiplos, o que permite a padronização de preços e, em seguida, comparar o valor dos múltiplos entre as empresas que foram definidas como comparáveis. A avaliação relativa contém, assim, dois fatores essenciais. O primeiro é que para avaliar ativos numa base relativa, os preços têm de ser padronizados, usualmente, através da sua conversão em múltiplos de resultados, valores contabilísticos ou vendas. O segundo fator essencial na avaliação relativa prende-se com a identificação de empresas semelhantes à empresa alvo de avaliação (Damodaran, 2012). Relativamente aos múltiplos de acordo com a classificação de Fernandez (2013b), estes podem agrupar-se em múltiplos baseados na capitalização, múltiplos baseados no valor da empresa, e ainda, múltiplos de crescimento, como se ilustra em seguida (Figura 2).

Figura 2 - Tipologia dos múltiplos



Fonte: Elaboração própria

Segundo Fernandez (2013b), o PER e o EV/EBITDA são os múltiplos mais utilizados na avaliação de empresas e os mais apropriados para a avaliação das empresas do setor dos *media*.

Para a correta utilização dos múltiplos é essencial seguir quatro etapas que consistem em definir o múltiplo de modo consistente e medi-lo uniformemente nas empresas comparáveis. É também necessário ter noção de como o múltiplo varia no mercado, ou seja, saber o que é um valor elevado, um valor baixo e o valor típico para o múltiplo em questão. De seguida há que identificar as variáveis fundamentais que determinam cada múltiplo e como as mudanças nessas variáveis afetam o valor do múltiplo. E por fim, é imprescindível encontrar empresas comparáveis e ajustar as diferenças entre as empresas nas características fundamentais (Damodaran, 2012).

No que respeita à identificação de empresas semelhantes à empresa sujeita a avaliação, Parrino & Kidwell (2009), afirmam que a empresa comparável ideal vende os mesmos produtos que a empresa alvo de avaliação, compete nos mesmos mercados e tem tamanho similar bem como perspectivas de crescimento da receita e das margens de lucro. Tem, ainda, uma qualidade de gestão semelhante, entre outras características.

É difícil encontrar empresas verdadeiramente comparáveis dado que não existem duas empresas totalmente semelhantes, ainda que dentro do mesmo setor. Assim, e de acordo com

Benninga & Sarig (1997), a seleção de empresas comparáveis deve equilibrar o desejo de obter uma amostra de empresas tão grande quanto possível, com o desejo de assegurar um elevado grau de similaridade na amostra de empresas selecionada. A amostra de empresas pode ser constituída por uma só empresa, por um grupo de empresas ou por um setor de atividade.

Existem três princípios fundamentais para a aplicação da avaliação comparativa com o mercado, nomeadamente, que a empresa seja avaliada na sua totalidade, que seja avaliada com base num múltiplo que reflita a sua capacidade de gerar resultados e, ainda, que os mercados sejam eficientes<sup>2</sup> e, como tal, as comparações sejam justificadas (Vernimmen et al., 2009).

De acordo com Damodaran (2012), a diferença essencial entre a avaliação pelos *CF* descontados e a avaliação relativa consiste nos seus diferentes pontos de vista relativamente à ineficiência do mercado. Note-se que na avaliação pelos *CF* descontados, assume-se que os mercados cometem erros, que são corrigidos ao longo do tempo e que podem ocorrer em alguns setores ou em todo o mercado. Na avaliação relativa, assume-se que o mercado comete erros em ações individuais, mas que, em média, estão corretos. A avaliação com base no modelo dos *CF* descontados ou com base na avaliação relativa, geralmente, resulta em diferentes estimativas para o valor da mesma empresa. Mesmo na avaliação relativa, é possível obter diferentes estimativas para o valor, dependendo do múltiplo que é utilizado e das empresas utilizadas como comparáveis.

Tal como acontece com os outros modelos de avaliação, o modelo de avaliação comparativa com o mercado também apresenta vantagens e limitações. O principal obstáculo deste modelo prende-se com a dificuldade em encontrar empresas comparáveis. Também, tal como refere Damodaran (2012), a facilidade com que na avaliação relativa se pode reunir um múltiplo e um grupo de empresas comparáveis, pode resultar em estimativas inconsistentes do valor, onde as variáveis-chave, tais como o risco, o crescimento ou os *cash flows* potenciais são ignorados. O facto de os múltiplos refletirem o estado do mercado implica que a utilização da avaliação relativa para estimar o valor de um ativo possa resultar em valores demasiado elevados quando o mercado está a sobrevalorizar as empresas comparáveis, ou em valores muito baixos quando o mercado está a subvalorizar tais empresas. E por fim, a falta de transparência

---

<sup>2</sup> De acordo com Fama (1970), um mercado de capitais é eficiente quando os preços proporcionam sinais precisos para a afetação de recursos, isto é, um mercado no qual as empresas tenham a possibilidade de tomar decisões de realização de investimentos e os investidores possam optar entre os títulos das diversas empresas, com a suposição de que os preços dos títulos, em qualquer momento, refletem inteiramente toda a informação disponível.

quanto aos pressupostos subjacentes, torna-os particularmente vulneráveis à manipulação. Note-se que um analista tendencioso, a quem é permitida a seleção do múltiplo no qual a avaliação se irá basear e a escolha das empresas comparáveis, pode assegurar a justificação de quase qualquer valor.

Damodaran (2012) refere que as fraquezas deste modelo são, também, as suas forças, e que pese embora os seus inconvenientes, a avaliação relativa é amplamente utilizada. Pois este tipo de avaliação pode ser efetuada com base na assunção de menos hipóteses e mais rapidamente do que a avaliação pelos *cash flows* descontados. É, também, mais simples e reflete o estado do mercado, ao medir o valor relativo e não o valor intrínseco, resultando em valores mais próximos do preço de mercado do que a avaliação pelos *cash flows* descontados. Segundo Fernández (2005), os múltiplos são muito úteis numa segunda fase da avaliação. Após a realização da avaliação com base nos *cash flows* descontados, a comparação com os múltiplos de empresas comparáveis permite identificar as diferenças entre o valor da empresa que foi objeto de avaliação e o valor das empresas em relação às quais é efetuada a comparação.

### **2.2.3 Accounting and Liquidation Valuation**

A avaliação patrimonial consiste na avaliação da empresa com base na determinação do valor dos seus ativos. De acordo com este modelo de avaliação tradicional, o valor da empresa reside, basicamente, no seu balanço (Fernandez, 2013a). Até meados dos anos 80 do século passado, esta era a metodologia de avaliação mais utilizada, sendo a sua aplicação baseada no facto de as empresas possuírem um passado de acumulação de riqueza, proveniente das entradas de capital e dos resultados retidos. Assim sendo, de acordo com a ótica acionista, o valor da empresa corresponde à diferença obtida entre os seus ativos e as dívidas contraídas e não liquidadas (D. Ferreira, 2002).

As empresas começaram por ser avaliadas através do valor contabilístico, ou seja, o valor do capital próprio evidenciado pela contabilidade. Contudo, apesar de este modelo ser de aplicação simples continha algumas limitações, nomeadamente, o facto de o balanço ser elaborado com base em princípios, critérios e regras de valorimetria contabilísticas e legais, que não têm em conta a especificidade da empresa e o objetivo da avaliação. Como tal, para superar essas limitações, passou a utilizar-se o valor contabilístico corrigido, que advém da análise e correção dos elementos que integram o património da empresa (L. F. Ferreira, 2008).

Tais correções tornam-se necessárias quando a contabilidade não expressa uma imagem verdadeira da situação patrimonial, financeira e dos resultados da empresa. As correções podem ser levadas a cabo após a execução de uma *due diligence*<sup>3</sup> (Brandão, 2008).

No entanto, a empresa não vale, somente, pela soma algébrica do valor dos bens, direitos e obrigações que constituem o seu património. A empresa possui um valor unitário e global que resulta da aptidão para o exercício das suas atividades. A noção de património começou então a ceder lugar à de capital económico, isto é, capital com utilidade para a exploração da empresa. Surge assim a noção de valor substancial que inclui elementos que não são propriedade da empresa mas que esta utiliza na exploração e exclui os ativos não afetos à exploração. A ponderação do valor substancial levou a que se considerassem também os capitais permanentes necessários à exploração. O que conduz as avaliações a reportarem-se não só ao património da empresa como também à situação considerada adequada aos objetivos, estratégia e políticas do negócio. Registou-se uma evolução no sentido em que a fundamentação jurídica do valor patrimonial assente na propriedade dos bens e a fundamentação económica baseada no custo como fonte de valor, cederam lugar à posse e à utilidade dos elementos patrimoniais como fontes de valor (L. F. Ferreira, 2008).

Existem certos aspetos que dificultam a utilização deste modelo como indicador efetivo do valor económico de uma empresa. Entre essas dificuldades, podem destacar-se o facto de este modelo determinar o valor da empresa de um ponto de vista estático, que não tem em conta a possível evolução futura da empresa nem o valor temporal do dinheiro (Fernandez, 2013a). Segundo Perez & Famá (2004), existem várias operações que não são registadas nas demonstrações contabilísticas tradicionais que, no entanto, são muito importantes para o apuramento do valor económico de uma empresa. Alguns exemplos disso são a marca, os recursos humanos e os problemas organizacionais da empresa. Outra desvantagem prende-se com o facto de os valores apurados dependerem muito dos critérios contabilísticos adotados no que respeita à valorimetria dos inventários e aos modelos de depreciação dos ativos, aos critérios de criação e utilização de provisões, e ainda, a capitalização de algumas despesas como investigação e desenvolvimento, publicidade, entre outras.

---

<sup>3</sup> De acordo com Neves (2002), uma *due diligence* consiste na recolha de informação considerada relevante sobre os recursos da empresa, (ativos, passivos, tecnologia, entre outros) e também sobre as oportunidades de negócio e respetivos riscos que possam ter influência nos fluxos de caixa da mesma.

Damodaran (2012) refere que os modelos de avaliação baseados em ativos apresentam algumas variantes. Pois, segundo o autor, estes modelos permitem a avaliação das empresas com base no seu valor de liquidação, no custo de reposição e, ainda, no valor contabilístico. O valor de liquidação pressupõe o não prosseguimento da atividade da empresa no futuro. Assim, é efetuada uma estimativa do valor de venda de todos os ativos detidos pela empresa, no momento da avaliação, sendo esse o seu valor. O custo de reposição implica a estimativa do custo de substituição de todos os ativos que a empresa detém no momento da avaliação. Por fim, a variante do valor contabilístico consiste na utilização do valor contabilístico como medida do valor dos ativos da empresa, com ajustamentos sempre que necessário.

Segundo (Damodaran, 2012), a utilização dos modelos de avaliação baseados em ativos, para estimar o valor das empresas, não é alternativa ao modelo dos *CF*, ao da avaliação por múltiplos, nem ao das opções reais. Note-se que, quer o valor de substituição quer o de liquidação, são obtidos através de um dos modelos de avaliação anteriormente referidos. Em última análise, todos os modelos de avaliação assentam no valor dos ativos. A diferença reside no modo como os ativos são identificados e lhes é atribuído valor. Repare-se que na avaliação por liquidação, o valor dos ativos é estimado com base no valor a que os ativos semelhantes são transacionados no mercado. No modelo dos *CF* descontados, os ativos incluem o crescimento esperado para chegar ao valor. As duas abordagens podem, de facto, chegar ao mesmo valor se a empresa em causa não tiver potencial de crescimento e se os valores de mercado refletirem os *CF* esperados.

Em jeito de conclusão, a situação contabilística de uma empresa e o seu valor patrimonial são informações relevantes como ponto de partida para a análise económica e financeira da empresa (Perez & Famá, 2004).

#### **2.2.4 *Contingent Claim Valuation***

De acordo com Damodaran (2012), o desenvolvimento mais revolucionário na avaliação de empresas ocorreu com a aceitação de que o valor de um ativo pode ser superior ao valor presente dos seus *cash flows* esperados, no caso de os *cash flows* estarem dependentes da ocorrência, ou não ocorrência, de um evento. Nesse caso, estamos perante opções reais que devem ser avaliadas com base no modelo das opções reais. Segundo Damodaran (2012) “*An option can be valued as a function of the following variables: the current value and the*

*variance in value of the underlying asset, the strike price and the time to expiration of the option, and the riskless interest rate” (p.36).*

Para Hull (2003) *“options [...] are often either ignored or valued incorrectly”* (p. 670). A premissa fundamental para o uso do modelo das opções reais é a de que o modelo dos *cash flows* descontados tende a subestimar o valor dos ativos que proporcionam retornos que são dependentes da ocorrência de um evento (Mota & Custódio, 2008). E, segundo Fernandez (2013c), não é possível avaliar corretamente uma empresa ou um projeto que contém algum tipo de flexibilidade futura (opções reais) através da utilização das técnicas tradicionais para descontar os fluxos de caixa. Como tal, Mota & Custódio (2008) referem que quanto maior for o grau de incerteza relativamente ao futuro, maior será o valor da flexibilidade e, conseqüentemente, o valor da opção.

As opções reais podem ser avaliadas, por exemplo, com base no modelo binomial, também, através do modelo de *Black e Scholes* e da Simulação de Monte Carlo. Tais modelos não serão aqui detalhados, uma vez que não é objetivo desta dissertação a avaliação do Grupo Impresa com base em opções reais, pois, não há conhecimento da existência de opções no referido Grupo.

### 3 Metodologia

O estudo de caso,

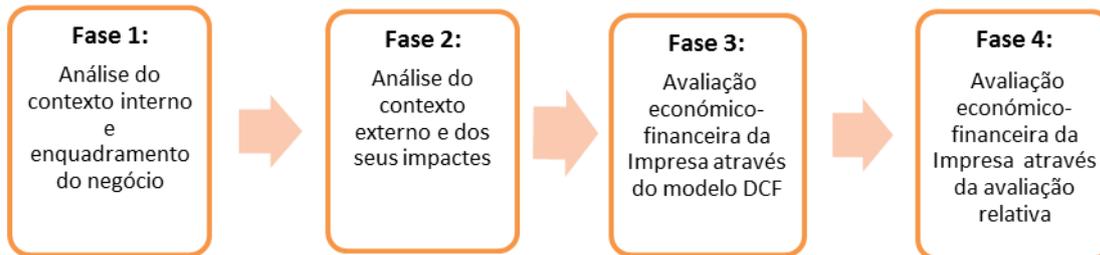
É uma investigação que se assume como particularística, isto é, que se debruça deliberadamente sobre uma situação específica que se supõe ser única em muitos aspetos, procurando descobrir o que há nela de mais essencial e característico e desse modo contribuir para a compreensão global do fenómeno de interesse (Ponte, 1994, p.2)

Segundo Ponte (1994), na metodologia do estudo de caso o investigador não tem intenção de alterar a situação, mas sim de a compreender. Como tal, apoia-se numa descrição factual, literal e o mais completa possível em relação ao seu objeto de estudo. Porém, segundo o autor, o estudo de caso não tem de ser unicamente descritivo. Pois, pode conter um profundo alcance analítico interrogando a situação e confrontando-a com outras situações e teorias existentes. De acordo com Kathleen M. Eisenhardt (1989), os estudos de caso podem ser utilizados para testar teorias ou, até mesmo, gerá-las. Nesse sentido, o estudo de caso pode permitir a criação de novas teorias e questões para uma investigação futura. Outra das características do estudo de caso é o facto de não ser uma investigação experimental. Segundo Merriam, 1998; Yin, 1984 *apud* Ponte (1994), “recorre-se a ele quando não se tem controlo sobre os acontecimentos e não é portanto possível ou desejável manipular as potenciais causas do comportamento dos participantes”. Em terceiro lugar, de acordo com Yin (2005), o modelo do estudo de caso trata-se de uma investigação empírica, que investiga um fenómeno dentro do seu contexto real, através de diversas fontes de evidência como entrevistas, observações, entre outros.

A principal vantagem dos estudos de caso reside na sua flexibilidade. Repare-se que, ao contrário do que se verifica com os questionários ou outros instrumentos de medição que não podem ser alterados após a sua distribuição, no estudo de caso, o investigador tem a liberdade de expandir ou reduzir os temas a serem abordados. Tem, também, a possibilidade de rever as questões sobre as quais incide o processo de recolha de dados e descobrir quais os pontos com maior relevância (Marrelli, 2007).

A avaliação do Grupo Impresa S.G.P.S., S.A., será efetuada com referência ao final de 2013, com recurso a informação publicamente disponível e compreenderá quatro fases que se apresentam na figura seguinte (Figura 3).

Figura 3 – Fases do Estudo de Caso



Fonte: Elaboração própria

A primeira fase tem como objetivo efetuar um enquadramento da Impresa e das suas áreas de negócio. Será assim apresentada de forma breve a história do Grupo. Tendo como referência o período histórico de 2009 a 2013, efetuar-se-á uma análise da evolução das cotações dos títulos da Impresa. Apresenta-se depois a estrutura acionista reportada à data da avaliação e a política de dividendos que tem vindo a ser adotada. Por fim, serão apresentados os segmentos de negócio e vai efetuar-se uma análise à *performance* da Impresa e de cada um dos seus Segmentos, designadamente, a Televisão, o Publishing e o segmento Outras. Os meios utilizados nesta fase serão, essencialmente, informação pública disponibilizada pela Impresa, quer no seu *site*, quer nos Relatórios e Contas e, também, informação disponível na Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT).

Na segunda fase faz-se referência ao contexto macroeconómico do país e ao enquadramento da indústria, com o objetivo de conhecer o setor e as suas perspetivas futuras. A análise da indústria será efetuada, essencialmente, com base em estudos da *PricewaterhouseCoopers* (PwC) e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE).

A terceira fase consiste na avaliação económico-financeira do Grupo, com recurso ao *Microsoft Excel*, que será realizada através do modelo dos *cash flows*, na ótica da empresa. Tal requer a estimação do valor dos *free cash flows to the firm* futuros e a sua atualização, ao custo médio

ponderado de capital (*WACC*). De modo a estimar o valor dos *free cash flows to the firm* futuros da empresa é necessário estabelecer pressupostos, nomeadamente macroeconómicos e fiscais, bem como, pressupostos operacionais, designadamente no que respeita às receitas e aos custos de cada segmento de negócio e, ainda, pressupostos de investimento em capital e em fundo de maneio. A definição dos pressupostos será efetuada com base nas previsões da *PwC* relativas às receitas da televisão e do publishing para o mercado nacional, com base na análise do comportamento histórico das diversas variáveis com necessidade de previsão e, também, com base em algumas previsões disponibilizadas pela Impresa nos seus Relatórios e Contas relativamente às suas principais unidades geradoras de caixa. Nesta fase, a metodologia usada vai conduzir à obtenção do valor das ações da Impresa, que é o objetivo principal desta dissertação. Será ainda realizada uma análise de sensibilidade às variáveis macroeconómicas e operacionais com maior impacte na avaliação e, conseqüentemente, no *price target* da Impresa.

Na quarta e última fase, com recurso à base de dados de Damodaran e à *Reuters*, irá proceder-se à avaliação da Impresa com base em múltiplos. Esta avaliação será realizada com o intuito de comparar os resultados obtidos com os da avaliação pelo modelo dos *cash flows*.



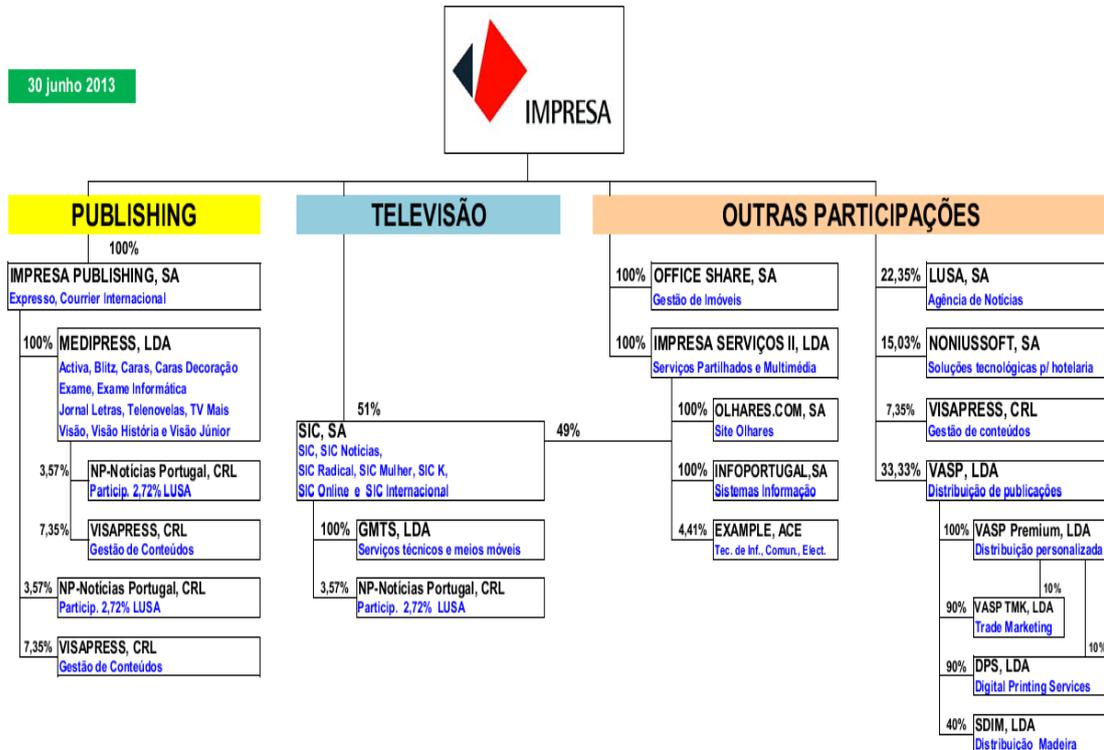
## 4 Apresentação do Grupo Impresa<sup>4</sup>

A Impresa, S.G.P.S, S.A., é a holding de um grupo empresarial de comunicação social que atua, essencialmente, na área da Televisão e do Publishing. A semente do Grupo que é hoje a Impresa surgiu em 1972, com a criação, por Francisco Pinto Balsemão, da Sojornal/Expresso. O jornal Expresso veio a tornar-se numa das referências da sociedade portuguesa. Em 1988, foi constituída a Controljornal, como a empresa holding de todo o Grupo de comunicação social liderado por Francisco Pinto Balsemão, agrupando as diversas participações detidas pelo Grupo. A entrada do Grupo na área das revistas ocorreu, em 1989, com a publicação da primeira revista de negócios em Portugal, a Exame. A fusão das atividades de revistas e jornais veio a ocorrer em 2008, debaixo da sub-holding Impresa Publishing, que se tornou num dos maiores editores de publicações em Portugal. Em 1991, o Capital Social da Controljornal foi aberto a investidores externos, o que levou à criação da holding Impresa. Ainda em 1991, ocorreu a entrada da Impresa na área da Televisão, na sequência do concurso para a atribuição dos primeiros canais de televisão privados, tornando-se esta num dos acionistas fundadores da SIC (Sociedade Independente de Comunicação). A SIC iniciou em 2001 um ciclo de expansão que veio permitir que, até ao final de 2013, para além do canal principal, a estação passasse a incluir seis canais temáticos. Em 2007, a Impresa criou uma nova área de negócios, denominada Impresa Digital onde concentrou um portfólio de participações de várias empresas com atividades na *Internet* e novas tecnologias. Porém, em 2011, no âmbito de uma reestruturação, as empresas anteriormente incluídas na área digital passaram a ser incluídas noutras áreas operacionais, designadamente, no Publishing e no segmento Outras que, para além das correções originadas pelas transações Inter-segmentos passou a incluir algumas empresas da área digital. Assim, a partir dessa data, o Grupo passou a atuar nos segmentos da Televisão, do Publishing e de Outras. O Grupo agrega empresas das diferentes áreas de negócio (Figura 4).

---

<sup>4</sup> Para mais detalhe: <http://www.impresa.pt/apresentacao-grupo>.

Figura 4 - Organigrama de participações do Grupo Impresa<sup>5</sup>



Fonte: Impresa

#### 4.1 Evolução bolsista

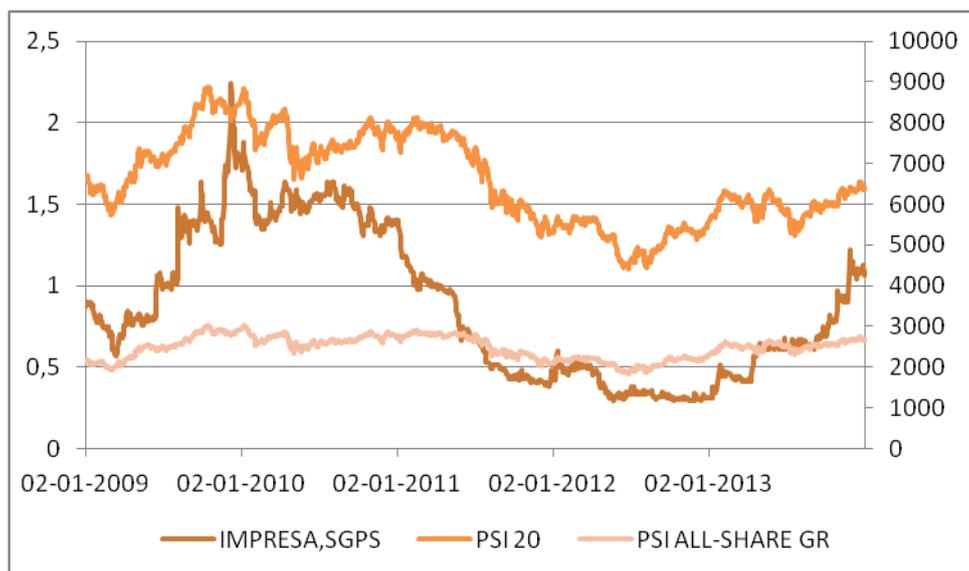
O Grupo Impresa é uma sociedade cotada na Bolsa de Valores de Lisboa desde 2000. Analisando o comportamento bolsista do Grupo Impresa e comparando-o com o dos índices *Portuguese Stock Index 20*<sup>6</sup> (PSI 20) e *Portuguese Stock Index All-Share*<sup>7</sup> (PSI Geral), no período compreendido entre o ano de 2009 e 2013 (período histórico) (Gráfico 1), constata-se que as cotações das ações da Impresa tiveram um comportamento similar às dos índices PSI20 e PSI Geral. No entanto, de um modo muito mais volátil, note-se que, tratando-se das cotações das ações de um único Grupo, não se encontra presente o efeito de diversificação que existe no índice PSI20 e, de um modo mais pronunciado, no índice PSI Geral, em que as cotações baixas das ações de umas empresas são compensadas pelas cotações elevadas de outras empresas.

<sup>5</sup> Disponível em: <http://binaries.cdn.impresa.pt/escenic-legacy/binary/2013/11/1/16/Organigrama.pdf>.

<sup>6</sup> O índice PSI 20 é o principal índice de referência da Bolsa de Lisboa e integra as 20 empresas cotadas mais representativas.

<sup>7</sup> O índice PSI Geral integra a totalidade das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

**Gráfico 1- Cotações da Impresa, do índice PSI 20 e do índice PSI Geral (2009-2013)**



Fonte: Bolsa de Lisboa

Durante o ano de 2009, as ações do Grupo Impresa valorizaram cerca de 113,1%. A cotação das ações passou de 0,84€ no início do ano, para 1,79€ no final. A cotação máxima ocorreu em Dezembro, com as ações a atingirem os 2,24€ (Gráfico 2).

**Gráfico 2 - Cotação das ações da Impresa em 2009 (valores em €)**



Fonte: Bolsa de Lisboa

Desde o início de 2010 até ao final de 2012, as ações do Grupo registaram uma forte desvalorização de cerca de 82,7%. Tal desvalorização pode, eventualmente, ser explicada pela crise da dívida soberana que afetou Portugal e pelos programas de austeridade daí resultantes que penalizaram o comportamento da bolsa portuguesa e o da Impresa não foi exceção. A

cotação das ações passou, assim, de 1,79€ no início de 2010, para 0,31€ no final de 2012 (Gráfico 3).

**Gráfico 3 - Cotação das ações da Impresa 2010-2012 (valores em €)**



Fonte: Bolsa de Lisboa

Em 2013, a cotação das ações do Grupo (Gráfico 4) passou de 0,31€ no início do ano, para 1,09€ no final, registando uma valorização na ordem dos 251,6%. A valorização alcançada pelas ações da Impresa, em 2013, constituiu uma das maiores subidas da bolsa portuguesa e, também, das maiores subidas registadas por títulos do setor de *media*. Com esta evolução, maior ganho anual registado desde a admissão à bolsa em 2000, a Impresa foi galardoada pela *NYSE Euronext Lisbon*, a entidade que gere a bolsa portuguesa, em Janeiro de 2014, com o prémio de melhor *performance* em bolsa, nos compartimentos B e C<sup>8</sup>.

**Gráfico 4 - Cotação das ações da Impresa em 2013 (valores em €)**



Fonte: Bolsa de Lisboa

<sup>8</sup> Fonte: Jornal Expresso, 2014, Impresa distinguida pela bolsa de Lisboa, Jornal Expresso (*on-line*), 31 de Janeiro. Disponível em: <http://expresso.sapo.pt/impresa-distinguida-pela-bolsa-de-lisboa=f853564>. Acedido em 4 de Fevereiro de 2014.

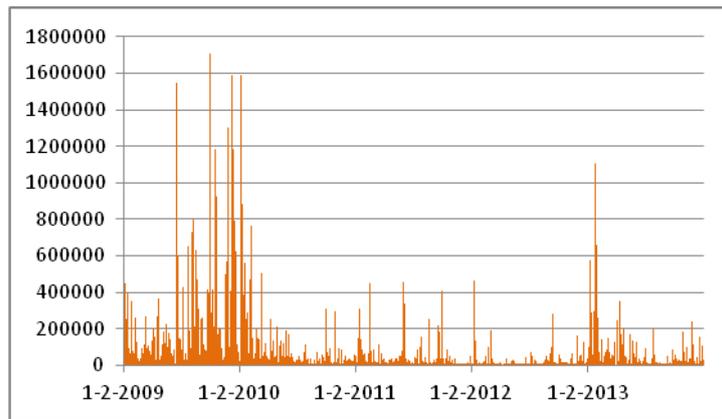
Ainda em Janeiro de 2014, a colocação em mercado de um bloco de ações representativas de 23,13% do capital da Impresa provocou um aumento da liquidez e do *free-float*, o que, associado à valorização registada em 2013, permitiu que a Impresa fosse eleita pela a *NYSE Euronext Lisbon*<sup>9</sup>, para regressar ao índice PSI20 (do qual havia saído em 2008), com efeitos a partir do dia 24 de Março de 2014, sendo o único Grupo de *media* presente no principal índice bolsista em Portugal. Apesar da valorização significativa registada na cotação das ações da Impresa ao longo de 2013, no final do ano, a cotação das ações do Grupo era, ainda, muito inferior aos 2,24€ alcançados em Dezembro de 2009. Pode, assim, colocar-se a questão sobre qual o eventual potencial de valorização do Grupo Impresa.

Relativamente à evolução do volume de transação das ações da Impresa (Gráfico 5) e à evolução do volume médio diário de transações do Grupo (Gráfico 6), para o período compreendido entre 2009 e 2013, constata-se que, em 2009, o volume transacionado de ações foi muito irregular e, a partir de meados do ano sofreu diversos picos de transação. Nesse ano, registou-se uma média diária de transações de 183 mil ações/dia. Em 2010, registaram-se alguns picos no volume transacionado até meados do ano e depois houve uma estabilização. O volume médio diário de transações do Grupo desceu para 76,5 mil ações/dia em 2010, um valor 58,2% inferior ao de 2009. Em 2010, a redução do *free-float* das ações da Impresa penalizou a liquidez do título em bolsa. O ano de 2011 foi mais estável em termos do volume de transação de ações do que os dois anos transatos. O volume médio diário de transações do Grupo voltou a sofrer uma diminuição, neste caso de 52,5% face ao ano anterior para 36,3 mil ações/dia. Em 2012, de acordo com a tendência verificada nos últimos anos, o volume médio diário de transações voltou a decrescer, desta vez na ordem dos 49,6% para 18,3 mil ações/dia. O Grupo começou o ano de 2013 com elevados volumes de transação de ações. Nesse ano, a média diária de transações da empresa registou um aumento notável, de 196,7%, ao alcançar as 54,3 mil ações/dia, aliás, a par com a subida da cotação das ações.

---

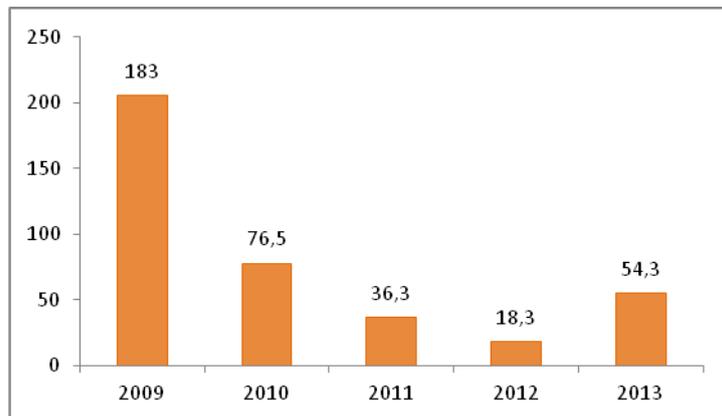
<sup>9</sup> Fonte: Comunicado emitido pela *NYSE EURONEXT LISBON* no dia 12 de Março de 2014. Disponível em: [https://www.euronext.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/LIS\\_20140312\\_00258\\_EUR.pdf](https://www.euronext.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/LIS_20140312_00258_EUR.pdf).

**Gráfico 5 - Volume de transação das ações da Impresa (2009-2013)**



Fonte: Bolsa de Lisboa

**Gráfico 6 - Volume médio diário de transação das ações da Impresa (em milhares de ações)**



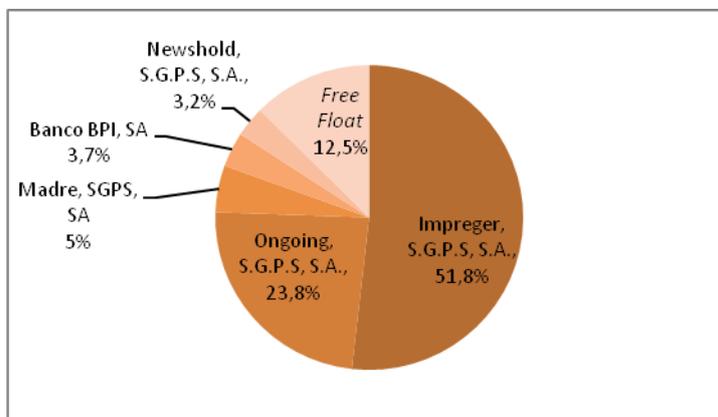
Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

## 4.2 Estrutura acionista

Na estrutura acionista da Impresa (Gráfico 7) é possível identificar, em 2013, cinco participações qualificadas, nomeadamente, a Impreger-S.G.P.S, S.A., com 51,8% do capital social e dos direitos de voto, a Ongoing, S.G.P.S, S.A., com 23,8% do capital social e dos direitos de voto, ainda, a Madre, S.G.P.S, S.A., com 5% do capital social e dos direitos de voto, o Banco BPI, SA, com 3,7% do capital social e dos direitos de voto e a *Newshold*, S.G.P.S, S.A., com 3,2% do capital social e dos direitos de voto. Os restantes 12,5% correspondem ao *Free Float*.

Já em 2014, no dia 17 de Janeiro, o Grupo Ongoing<sup>10</sup> vendeu 23,13% do capital social e dos direitos de voto que detinha na Impresa, o que fez a quase totalidade da sua participação detendo o Grupo, atualmente, uma participação inferior a 2%.

**Gráfico 7 - Estrutura acionista da Impresa (2013)**



Fonte: Impresa, Relatório e Contas 2013

### 4.3 Política de dividendos

Nos últimos anos, a Impresa não tem distribuído dividendos. Em 2009 e 2010, por não estar efetuada a cobertura dos resultados transitados negativos acumulados, não foi possível a distribuição de dividendos. No entanto, com o intuito de possibilitar, no futuro, uma política de distribuição regular de dividendos, o Conselho de Administração incluiu, no Relatório Único de Gestão de 2010, uma proposta de cobertura dos resultados transitados negativos por utilização de verba a retirar da rubrica de prémios de emissão de ações. A proposta do Conselho de Administração, constante do Relatório de Gestão de 2010, foi aprovada em Assembleia Geral<sup>11</sup> realizada a 19/04/2011. O Conselho de Administração entendeu estarem criadas as condições para a definição de uma política de distribuição regular de dividendos. Tal política seria sujeita a aprovação em sede de Conselho, no decurso de 2012, considerando as restrições impostas e definidas nos contratos de financiamentos bancários do Grupo Impresa.

Porém, de acordo com o Grupo, em 2012 e 2013, tendo em conta a evolução desfavorável do mercado em que a Impresa se insere e conseqüente impacte nos seus resultados, não foi

<sup>10</sup> Comunicado emitido pela Ongoing no dia 17 de Janeiro de 2014. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ48228.pdf>.

<sup>11</sup> Deliberações da Assembleia Geral Anual no dia 19 de Abril de 2011. Disponível em: <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR33156.pdf>.

possível a definição e aprovação, em sede do Conselho de Administração, de uma política de distribuição regular de dividendos.

#### **4.4 Segmentos de negócio**

Tal como foi referido anteriormente, a Impresa atua em três segmentos de negócio, nomeadamente, a Televisão, o Publishing e Outras, que em seguida se caracterizam tendo por base informação produzida pelo próprio Grupo.

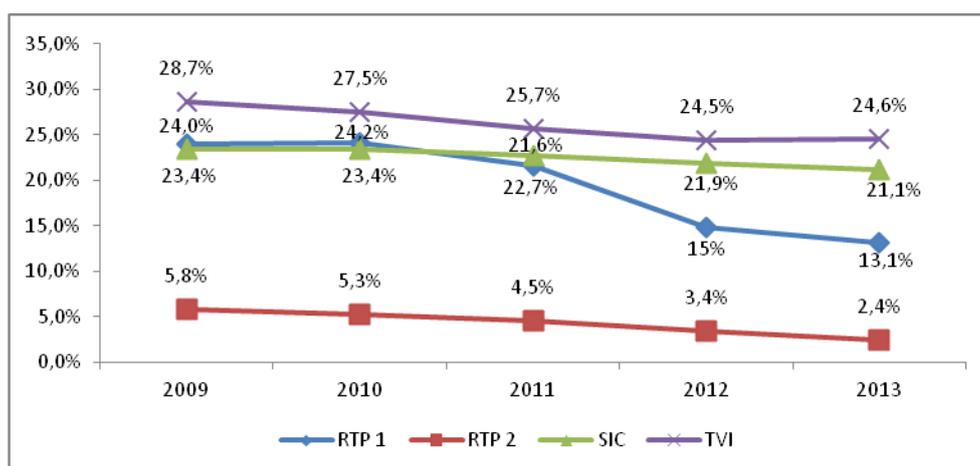
##### **4.4.1 Televisão**

No segmento da Televisão, o Grupo detém um canal generalista (SIC), e seis canais temáticos (Sic Internacional, Sic Notícias, Sic Radical, Sic Mulher, Sic K e Sic Caras).

O canal SIC iniciou a sua transmissão a 6 de Outubro de 1992, como o primeiro canal de televisão privado, independente e comercial, a operar em Portugal. O surgimento da SIC ditou o fim a 35 anos de monopólio estatal no mercado televisivo português.

No que respeita à evolução do *Share* Anual Acumulado de audiências dos canais generalistas, no qual a SIC se insere, (Gráfico 8), é possível constatar que, entre 2009 e 2013, a SIC viu a sua audiência reduzir 9,8% passando de 23,4% em 2009 para 21,1% em 2013. Por sua vez, a RTP1 registou uma quebra nas suas audiências em 45,4%, passando de 24% em 2009 para 13,1% em 2013 e a RTP2 perdeu 58,6% de audiência no período em causa, o que é uma perda muito significativa, passando de 5,8% em 2009 para 2,4% em 2013. A TVI, que tem sido o canal generalista líder de audiências no mercado, também não ficou imune às quebras e as suas audiências decresceram 14,3%, passando de 28,7%, para 24,6%, em 2009 e 2013, respetivamente. Apesar de todos os canais generalistas terem registado diminuições nas suas audiências, no período em causa, é de salientar que a SIC foi o canal que registou uma quebra menor e tem aumentado progressivamente a sua quota no mercado publicitário.

**Gráfico 8 - Share anual acumulado de audiências (2009-2013)**



Fonte: Historial SIC e aTelevisão<sup>12</sup>

As diminuições de audiências verificadas nos canais generalistas devem-se sobretudo à implementação de cada vez mais canais por cabo e a na sua crescente preferência por parte dos espectadores. A SIC possui atualmente seis canais por cabo: a Sic Internacional, a Sic Notícias, a Sic Radical, a Sic Mulher, a Sic K e a Sic Caras.

A SIC Internacional surgiu a 15 de Setembro de 1997, sendo um canal dedicado aos portugueses espalhados pelo mundo e aos Países de Língua Oficial Portuguesa. A 8 de Janeiro de 2001 nasceu a SIC Notícias, que veio permitir aos assinantes de televisão por cabo, o acesso a um canal exclusivamente dedicado à informação, em língua portuguesa. Este canal é uma referência por ser o único canal de informação a liderar as audiências por cabo. A SIC Radical surgiu a 23 de Abril de 2001 e ocupa um espaço único no panorama audiovisual português, pois trata-se do canal não noticioso preferido dos homens jovens portugueses (15-34 anos). A 8 de Março de 2003, dia Internacional da Mulher, nasceu a SIC Mulher como um canal de informação e entretenimento para e sobre mulheres. A SIC K surgiu a 18 de Dezembro de 2009 e foi pensada exclusivamente para jovens entre os sete e os catorze anos. A SIC Caras surgiu a 06 de Dezembro de 2013 e trata-se de um canal com um olhar especializado sobre o universo das celebridades nacionais e internacionais, que herda o nome e os valores da revista CARAS, a referência das publicações de social em Portugal. Este pretende ser o canal de referência do mundo do espetáculo em Portugal.

<sup>12</sup>Fonte: Historial da SIC (*on-line*). Disponível em:

<http://binaries.cdn.impresa.pt/dealer/2097387/Historial+SIC+20143159739297477624869.pdf>. Acedido em 19 de Maio de 2014.

aTelevisão (*on-line*). Disponível em: <http://www.atelevisao.com/rubricas/audiencias-a-lupa/audiencias-a-lupa-ano-de-2012/>. Acedido em 19 de Maio de 2014.

O painel de audimetria vigente de 2009 a 2011 foi o da Marktest mas, a partir de 1 de Março de 2012, passou a ser o da GFK Metrics. Como tal, os valores de audiência verificados até 2011 e a partir de 2012 não são comparáveis.

Ao analisar as audiências dos canais por cabo da Sic até 2011 (Tabela 1) e de 2012 a 2013 (Tabela 2), verifica-se que estas se mantiveram relativamente estáveis sendo a Sic Notícias o canal com maior audiência e a Sic K o canal menos visto.

**Tabela 1 – Audiências dos canais por cabo da Sic (2009-2011)**

	2009	2010	2011
<b>Sic Notícias</b>	11,9%	11,8%	11,3%
<b>Sic Radical</b>	3,8%	3,0%	2,9%
<b>Sic Mulher</b>	3,4%	3,7%	4,2%
<b>Sic K</b>		0,2%	0,7%

Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

**Tabela 2 – Audiências dos canais por cabo da Sic (2012-2013)**

	2012	2013
<b>Sic Notícias</b>	1,5%	1,9%
<b>Sic Radical</b>	0,6%	0,5%
<b>Sic Mulher</b>	0,7%	0,7%
<b>Sic K</b>	0,4%	0,2%

Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

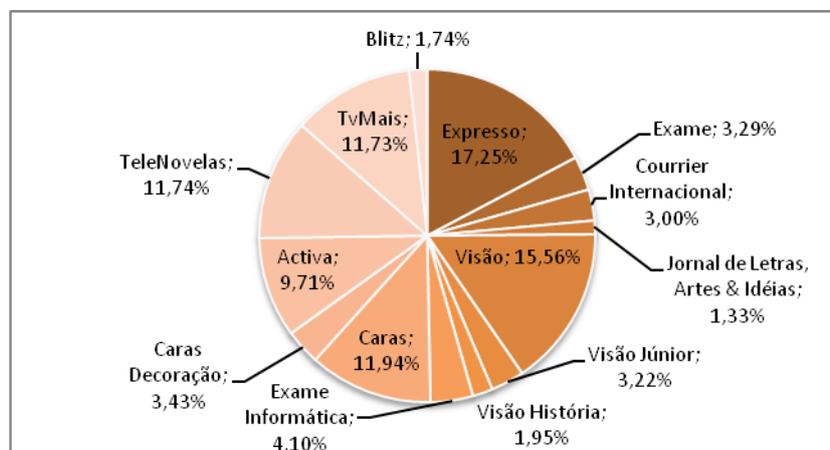
#### 4.4.2 Publishing

No segmento do Publishing, a Impresa detém, em 2013, uma vasta gama de publicações, nomeadamente dois jornais (Expresso e Jornal de Letras) e um extenso portfólio de revistas (Exame, Courrier Internacional, Visão, Visão Júnior, Visão História, Exame Informática, Caras, Caras Decoração, Activa, TeleNovelas, TvMais e Blitz).

Considerando a circulação paga das edições da Impresa no ano de 2013 (Gráfico 9), os maiores ativos do Grupo são o Jornal Expresso e a revista Visão com 17,25% e 15,56% da circulação paga do Grupo, respetivamente. A revista Caras, a TeleNovelas e a TvMais, são igualmente ativos importantes da Impresa, ao representarem cada uma cerca de 12% da circulação paga do Grupo. Por fim, a revista Activa, com cerca de 10% da circulação paga do Grupo, é também

um ativo de destaque. Ao todo, estes seis ativos constituem cerca de 80% da circulação paga de todo o Grupo.

Gráfico 9 - Circulação paga (2013)



Fonte: Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT)

De acordo com a informação da Impresa (Tabela 3) esta detinha, em 2013, quatro publicações líderes no mercado em que se inserem, nomeadamente o jornal Expresso que foi o semanário mais vendido, com valores de circulação paga superiores a 93,5 mil exemplares, assim como a revista Visão que atingiu em 2013 uma circulação paga superior a 84 mil exemplares e ainda, a revista Exame Informática e a Caras Decoração.

Tabela 3 – Caracterização das publicações da Impresa (2013)

Publicação	Periodicidade	Segmento	Preço de capa <sup>13</sup>	Perfil do leitor			Líder segmento?
				Idade	Género	Classe <sup>14</sup>	
Expresso	Semanal	Informação Geral	3 €	25-64	Masc.	ABC1	Sim
Jornal de Letras	Semanal	Informação Geral	2,80 €	25-54	Masc./Fem.	AB	Não
Exame	Mensal	Economia/Negócios e Gestão	3,50 €	25-54	Masc.	ABC1	Não
Courrier Internacional	Mensal	Cultura	3,50 €	25-54	Masc.	ABC1	Não
Visão	Semanal	Informação Geral	3 €	25-44	Masc./Fem.	ABC1	Sim
Visão Júnior	Mensal	Informação Geral	1,60 €	25-44 <sup>15</sup>	Fem.	ABC1	Não
Visão História	Trimestral	Histórico	4,90€	n.d.	n.d.	n.d.	Não
Exame informática	Mensal	Tecnologias de Informação	3 €	15-34	Masc.	ABC1	Sim
Caras	Semanal	Sociedade	1,40 €	25-44	Fem.	ABC1	Não
Caras Decoração	Mensal	Decoração	2,90 €	25-44	Fem.	ABC1	Sim
Activa	Mensal	Feminina/Moda	2,90 €	25-54	Fem.	ABC1	Não
TeleNovelas	Semanal	Sociedade	0,65 €	25-44	Fem.	CD	Não
TV Mais	Semanal	Sociedade	1,25 €	25-44	Fem.	ABC	Não
Blitz	Mensal	Cultura e Lazer	3,9 €	15-34	Masc.	ABC e estudantes	Não

Fonte: Impresa, Perfil do leitor das publicações

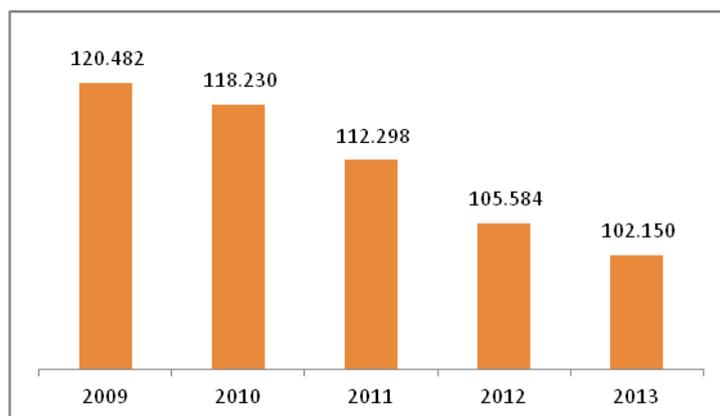
A circulação anual de jornais da Impresa (Expresso e Jornal de Letras) (Gráfico 10) tem vindo a diminuir, ano após ano, ao longo do período em análise. De 2009 para 2013, registou-se um decréscimo na circulação, na ordem dos 15,2%, com esta a passar dos 120.482 exemplares em 2009 para os 102.150 exemplares em 2013, ou seja, menos 18.332 exemplares. Alguns dos fatores que podem estar na base desta diminuição são a crescente tiragem dos jornais gratuitos e a disseminação do acesso à informação *on-line* que associados à diminuição do poder de compra dos consumidores, que leva a que as pessoas cortem nos bens não essenciais, são grandes obstáculos à circulação paga de jornais. Entre 2009 e 2013, a circulação paga anual dos jornais da Impresa reduziu a uma média de 4% ao ano.

<sup>13</sup> Preços reportados ao final de 2013.

<sup>14</sup> Classes definidas pela Marktest com base nos grupos ocupacionais e instrução, em que: A-alta; B-média alta; C1-média; C2-média baixa; D-baixa.

<sup>15</sup> O estudo do Bareme Impresa não contempla os indivíduos com idade inferior a 15 anos (o alvo da Visão Júnior). Assim sendo, o perfil apresentado representa os pais das crianças leitoras do título.

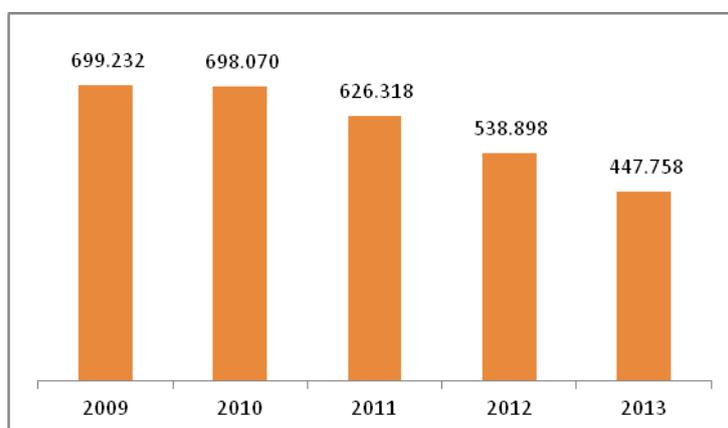
**Gráfico 10 - Circulação paga anual dos jornais da Impresa (2009-2013)**



Fonte: Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT)

Ao efetuar uma análise à circulação anual do portfólio completo das revistas da Impresa, em cada ano, no período compreendido entre 2009 e 2013 (Gráfico 11), é possível verificar que, tal como acontece com os jornais, também as revistas têm visto a sua circulação reduzir ao longo do período em causa. De 2009 para 2013, o decréscimo na circulação das revistas rondou os 36%, passando de 699.232 exemplares em 2009, para 447.758 exemplares em 2013. Algumas das causas que podem justificar a diminuição da circulação das revistas que começou a acentuar-se a partir de 2010, prendem-se com a decisão do Grupo em descontinuar várias revistas, a partir de 2011 por não estarem a ser rentáveis. E, ainda, com a perda do poder de compra dos consumidores, que os leva a cortar no consumo dos bens não essenciais, como é o caso das revistas. Entre 2009 e 2013, a circulação paga anual das revistas da Impresa, reduziu a uma média de 10,5% ao ano.

**Gráfico 11 - Circulação paga anual das revistas da Impresa (2009-2013)**



Fonte: Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT)

#### 4.4.3 Segmento Outras

O segmento Outras sofreu várias alterações ao longo do período histórico. Até 2010, este Segmento apenas incluiu as correções originadas pelas transações Inter-segmentos. Porém, em 2011, no âmbito de uma reorganização, o Segmento passou a integrar algumas empresas da área digital, nomeadamente, a Impresa.DGSM, a InfoPortugal, a holdings Impresa e a Impresa Digital e Solo e ainda a Impresa serviços (serviços partilhados) e a Office Share (imobiliária). Em 2012, a Impresa.DGSM foi alienada e o segmento Impresa Outras passou a incluir o site Olhares.

Em 2013, os principais ativos deste Segmento foram a empresa InfoPortugal Sistemas de Informação e Conteúdos, S.A., que é uma empresa de conteúdos digitais e soluções tecnológicas de *geolocation* dedicada aos mercados de SIG e da mobilidade. Também, o *site* Olhares que é a maior comunidade *online* de fotografia do mundo, em português e, ainda, as correções originadas pelas transações Inter-segmentos. Em 2013, as receitas provenientes deste Segmento ascenderam aos 511.989€, o que equivale a somente 0,22% do total das receitas da Impresa, denotando que o peso do segmento Outras é residual. Assim, as variações sofridas por este Segmento, em termos históricos, relativamente ao perímetro de consolidação e o facto de as suas receitas serem residuais face ao total de receitas do Grupo, não justificam uma análise mais detalhada à evolução da sua *performance*.

#### 4.5 Performance da Impresa

A análise da evolução da *performance* do Grupo (Tabela 4) nos últimos anos é imprescindível ao processo de avaliação. Repare-se que apenas através do conhecimento do comportamento das diversas áreas de negócio no passado é possível prever a sua evolução no futuro.

Em relação às receitas consolidadas da Impresa, verifica-se que estas atingiram os 253,2M€ em 2009. Em 2010, o total das receitas do Grupo aumentou consideravelmente para os 271,1M€, o que constituiu um aumento de 7,1% relativamente a 2009. Este aumento deveu-se sobretudo ao crescimento das receitas da Televisão. Porém, em 2011, as receitas da Impresa foram de 249,8M€, registando uma diminuição significativa relativamente ao ano anterior, na ordem dos 7,9%, o que se deveu, essencialmente, à queda das receitas de publicidade que registaram um decréscimo de 11,2%, em linha com o mercado. Em 2012, as receitas voltaram a cair e a registar uma diminuição, desta vez de 8,3%, ao alcançarem os 229,1M€, mais uma vez potenciada pela diminuição das receitas de publicidade. Em 2013, as receitas consolidadas foram de 237,2M€, o que representou uma subida de 3,5% em relação ao valor registado em

2012. Este aumento deveu-se, sobretudo, ao bom desempenho das receitas da Televisão, nomeadamente, ao aumento de 35,8% das outras receitas, sobretudo a venda de produtos alternativos e concursos e iniciativas com chamadas de valor acrescentado.

As receitas da Televisão são as que têm maior peso na estrutura de receitas do Grupo, sendo que, em 2013, representaram cerca de 73,17% do total das receitas, enquanto as do Publishing rondaram os 26,62% e o do segmento Outras foram, somente, de 0,22%.

**Tabela 4 – Indicadores de Performance**

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Receitas</b>	253,2 M€	271,1 M€	249,8 M€	229,1 M€	237,2 M€
<b>Custos operacionais<sup>16</sup></b>	220 M€	237,5 M€	227,5 M€	209,6 M€	206,8 M€
<b>EBITDA</b>	33,3 M€	33,7 M€	22,3 M€	19,5 M€	30,4 M€
<b>Margem EBITDA</b>	13,1%	12,4%	8,9%	8,5%	12,8%
<b>EBIT</b>	23,9 M€	25,6 M€	14,1 M€	12,4 M€	25,1 M€
<b>Margem EBIT</b>	9,4%	9,4%	5,6%	5,4%	10,6%
<b>Dívida líquida</b>	248,2 M€	230,8 M€	231,6 M€	218,8 M€	199,3 M€
<b>Dívida financeira líquida/EBITDA</b>	7	6,3	9,6	10,5	6,2
<b>Resultado líquido</b>	7,8 M€	10,1 M€	-35,1 M€	-4,9 M€	6,6 M€
<b>ROE</b>	5%	6%	-28%	-4%	5%
<b>DPS</b>	0,00€	0,00€	0,00€	0,00€	0,00€
<b>EPS</b>	0,0463€	0,0599€	(0,2087€)	(0,0291€)	(0,039€)

Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

Relativamente aos custos operacionais, a Impresa tem indicado, nos Relatórios e Contas, que é seu objetivo reduzir tais custos. Em 2009, os custos operacionais atingiram os 220M€. Em 2010, estes custos foram de 237,5M€, o que constituiu um aumento na ordem dos 8%. Este aumento foi provocado pelos custos variáveis (essencialmente custos de reestruturação), com uma subida de 11,8% em consequência do crescimento da atividade. Os custos fixos só subiram 0,3%, refletindo um esforço de contenção e reorganização. Em 2011, verificou-se uma redução de cerca de 4,2% nos custos operacionais, com estes a alcançarem os 227,5M€. Esta descida foi provocada, não só pelos custos variáveis que caíram 6,8% em consequência da redução da atividade como também pelos custos fixos que desceram 1,5%, espelhando os esforços de contenção e reorganização do Grupo. Em 2012, voltou a registar-se uma diminuição que rondou os 7,9%, com os custos operacionais a cifrarem-se nos 209,6M€. Neste ano, os custos operacionais voltaram a incluir custos de reestruturação elevados. Ainda assim,

<sup>16</sup> Os custos operacionais não incluem amortizações e depreciações e perdas de imparidade de *goodwill*.

os custos variáveis diminuíram 7,3%, em virtude da redução da atividade e os custos fixos desceram 7,6% devido aos esforços de contenção. Em 2013, os custos operacionais atingiram os 206,8M€ o que representou uma descida de 1,3% em relação a 2012. Para esta descida contribuiu a redução de 6,5% registada nos custos fixos. É possível constatar que a redução dos custos operacionais a que a Impresa se propôs através de um apertado controlo de tais custos, tem sido bem-sucedida. Repare-se que de 2010 para 2013 estes reduziram 30,7M€, isto é, 12,9%.

O segmento da Televisão é o que mais contribui para os custos operacionais totais, sendo no entanto, também o Segmento do qual provêm mais receitas. Ao efetuar a comparação do peso de cada Segmento na estrutura de custos e de receitas, constata-se que tais pesos são bastante semelhantes, em ambas as estruturas. Pois em 2013, a Televisão e o Publishing tinham um peso de cerca de 69,5% e 28,3%, respetivamente, na estrutura de custos operacionais e de 73,1% e 26,6%, respetivamente, na estrutura de receitas.

Analisando o resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos (EBITDA), verifica-se que em 2009, atingiu os 33,3M€. Em 2010, este indicador alcançou os 33,7M€ e, em 2011, registou uma queda significativa, de 33,8%, para os 22,3M€. Em 2012, o EBITDA voltou a descer, desta vez para os 19,5M€. E, em 2013, as boas *performances*, ao nível das receitas e dos custos operacionais, permitiram que o EBITDA consolidado atingisse o montante de 30,4M€, o que representou um acréscimo de 55,9% em relação ao valor de 19,5M€, obtido em 2012.

Ao observar o comportamento do EBITDA no segmento da Televisão e do Publishing constata-se que o da Televisão se tem mantido relativamente estável. O mesmo não se verifica com o do Publishing que registou quedas acentuadas em 2011 e 2012, em virtude dos avultados custos que levaram a uma reestruturação desse Segmento. Ora, naturalmente, o EBITDA consolidado, ao refletir o EBITDA dos dois Segmentos foi prejudicado pelo EBITDA do Publishing nesses anos. Mas em 2013 este indicador registou alguma recuperação.

Em 2009, o passivo remunerado líquido (dívida deduzida de caixa e seus equivalentes) atingiu os 248,2M€. Em 2010, o passivo remunerado líquido ascendeu aos 230,8M€, uma redução de cerca de 17,4M€ em relação ao valor registado no ano transato. A redução do passivo remunerado deveu-se essencialmente ao aumento do EBITDA e à redução das necessidades de fundo de maneoio, o que permitiu gerar fundos para fazer face aos investimentos e ao serviço da dívida. Em 2011, a dívida líquida fixou-se nos 231,6M€ e, na segunda metade do ano, a

Impresa procedeu à renegociação de parte do seu passivo bancário, tendo conseguido reforçar em 2012 as suas linhas de médio e longo prazo, aumentando a maturidade do seu passivo financeiro, nas condições de mercado vigentes à data. No final de 2011, os empréstimos de médio e longo prazo representavam 68,8% do total do passivo remunerado. Em 2012, o passivo remunerado líquido alcançou os 218,8M€, o que constituiu uma redução na ordem dos 12,8M€ relativamente a 2011. A descida da dívida líquida deveu-se sobretudo à redução das necessidades de fundo de maneio. Em 2013, a dívida líquida atingiu os 199,3M€, o que traduz uma redução de 8,9% relativamente ao ano anterior. De 2009 para 2013, a dívida líquida reduziu cerca de 48,9M€, o que denota o reflexo de uma estratégia de desalavancagem.

Ao analisar o rácio da dívida financeira líquida/EBITDA, que é uma medida de alavancagem, verifica-se que a tendência crescente deste indicador nos últimos anos foi invertida em 2013, com o rácio a alcançar o valor mais baixo do período em análise, isto é, 6,2 o que significa que nesse ano, o valor da dívida líquida foi 6,2 vezes superior ao do EBITDA.

Ao observar o comportamento do resultado líquido constata-se que, em 2009, este se cifrou nos 7,8M€. Em 2010, o resultado líquido atingiu os 10,1M€, o que representou um crescimento de 29,2% face a 2009. Em 2011, o resultado líquido foi negativo em 35,1M€, o que constituiu uma queda muito acentuada face ao ano transato, de 45,2M€. Em 2012, o resultado líquido registou uma recuperação considerável face a 2011, no entanto, manteve-se negativo de 4,9M€. Em 2013, a Impresa regressou aos resultados positivos com um resultado líquido de 6,6M€.

No que respeita ao *Return on Equity* (ROE), que traduz a capacidade da empresa em agregar valor através de recursos próprios, verifica-se que em 2009 e 2010 este indicador se cifrou nos 5% e 6%, respetivamente. Em 2011 o ROE sofreu uma quebra muito acentuada ao registar -28%. Em 2012 revelou uma recuperação notável, ainda assim foi negativo ao atingir -4%. Em 2013 o indicador voltou a ser positivo ao cifrar-se nos 5%.

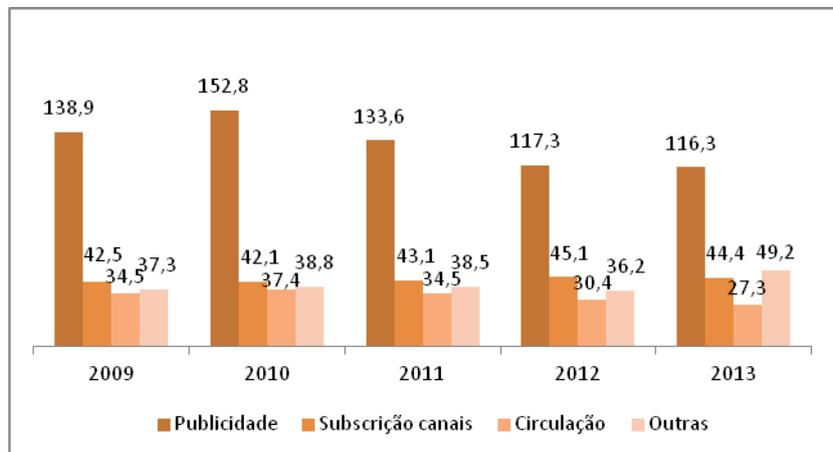
Em relação aos *Dividends Per Share* (DPS) tal como referido anteriormente, estes mantiveram-se nulos ao longo de todo o período histórico. Os *Earnings Per Share* (EPS) apresentaram valores muito reduzidos sendo que até 2010 foram positivos e de 2011 a 2013 foram negativos.

Relativamente às receitas da Impresa por componente (Gráfico 12), constata-se que as receitas de publicidade são naturalmente as que têm um maior peso na estrutura de receitas do Grupo, até porque este tipo de receitas provém das duas principais áreas de negócio da

Impresa, isto é, a Televisão e o Publishing. No entanto, as receitas de publicidade têm diminuído nos últimos anos. Em 2009, as receitas atingiram os 138,9M€. Em 2010, este tipo de receitas alcançou os 152,8M€, o que constituiu um aumento na ordem dos 10% relativamente a 2009. Tal aumento deveu-se, sobretudo, ao incremento da quota de mercado da SIC, e da receita de publicidade dos canais temáticos. Em 2011, as receitas de publicidade desceram cerca de 12,6%, para os 133,6M€, devido à quebra generalizada que afetou a televisão em sinal aberto e a imprensa, e que não foi compensada pela subida registada nos canais temáticos. Em 2012, ocorreu uma diminuição de 12,2% nas receitas publicitárias, para os 117,3M€, o que, ainda assim, traduziu um desempenho superior ao do mercado que desceu 18%. Em 2013, as receitas publicitárias foram de 116,3M€ e registaram uma descida de 0,9% face a 2012. Tais receitas refletiram, todavia, um melhor desempenho que o mercado publicitário, que se estima tenha descido 8%.

As receitas de subscrição de canais têm-se mantido relativamente estáveis. Note-se que, ao longo do período em análise, este tipo de receitas variou, apenas, entre os 42,1M€ em 2010 e os 45,1M€ em 2012.

**Gráfico 12 - Evolução das receitas por componente<sup>17</sup> (valores em M€)**



Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

As receitas provenientes da circulação de publicações são as que têm menor peso na estrutura de receitas da Impresa. Em 2009, estas receitas cifraram-se nos 34,5M€ e, em 2010, cresceram na ordem dos 8,4%, em virtude da subida das vendas, do aumento de alguns preços de capa e da edição de novas publicações, o que compensou a descontinuação de outras. Em 2011, 2012 e 2013 as receitas de circulação registaram um decréscimo que rondou os 7,8%, os 11,9% e os

<sup>17</sup> A rubrica Outras inclui, também, as receitas de multimédia e produtos associados.

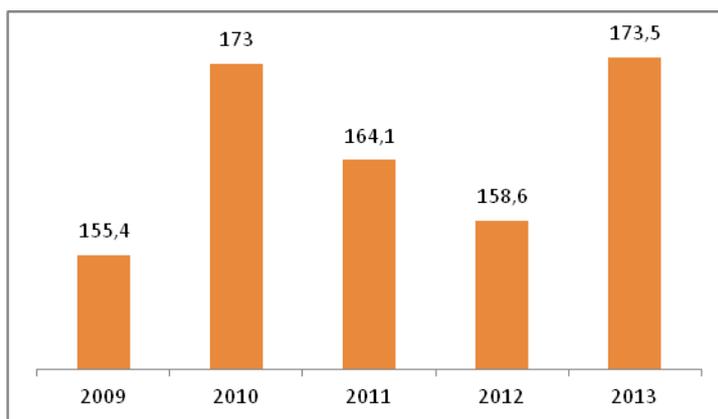
10,2%, respetivamente. A diminuição das receitas foi provocada pela quebra das vendas em banca e pela descontinuação de algumas publicações ao longo de 2010, 2011 e 2012.

As outras receitas, incluindo a multimédia e os produtos associados, mantiveram-se relativamente estáveis até 2012. Porém, em 2013, registaram um aumento considerável ao atingirem os 49,2M€, o que traduziu um aumento de 35,9% face ao ano anterior. Este aumento tão acentuado deveu-se, sobretudo, à venda de produtos alternativos, a concursos e a iniciativas com chamadas de valor acrescentado e levou a que esta fosse a segunda maior fonte de receitas da Impresa em 2013.

#### **4.6 Performance do segmento Televisão**

As receitas de Televisão da SIC (Gráfico 13) atingiram, em 2009, o valor de 155,4M€. Este foi um ano fortemente marcado pelo abrandamento da atividade económica. No ano de 2010, as receitas registaram um aumento considerável, ao atingirem os 173M€. Este aumento deveu-se, essencialmente, ao incremento das receitas publicitárias e de multimédia e ao bom comportamento dos canais de subscrição. Em 2011, perante um cenário económico muito adverso, a SIC, apesar de ter reagido à quebra das receitas tradicionais com novas fontes de receita e uma forte contenção nos custos operacionais, registou uma queda de 5,1% nas suas receitas, para os 164,1M€. Em 2012, num cenário económico que continuou adverso, a SIC, embora tenha mantido as medidas adotadas em 2011, não conseguiu evitar uma nova quebra das receitas, desta vez na ordem dos 3,4%, para os 158,6M€. Em 2013, a SIC inverteu a tendência dos anos anteriores e as receitas de Televisão atingiram os 173,5M€, o que traduziu um aumento de 9,4% face a 2012. Nesse ano, para além de uma recuperação notável ao nível das receitas face ao ano transato, registou-se o volume de receitas mais elevado no período em análise. Entre 2009 e 2013, as receitas de Televisão da Sic registaram uma taxa de crescimento média anual de 2,79%.

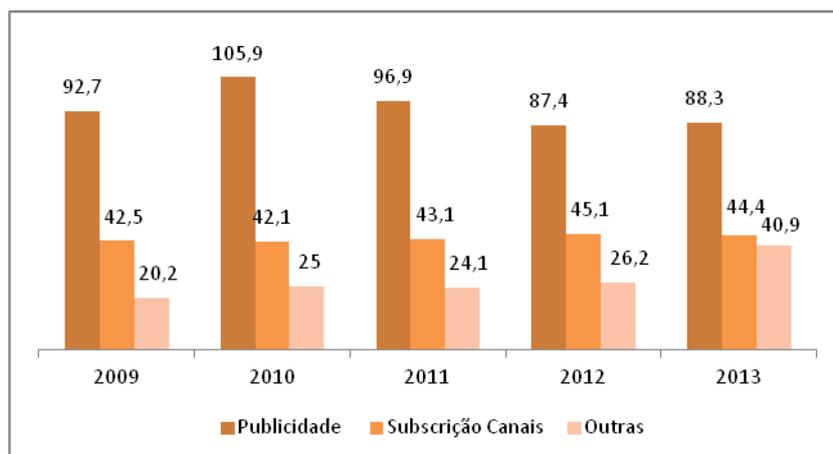
Gráfico 13 - Receitas da Impresa na Televisão (valores em M€)



Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

Decompondo as receitas de Televisão por categoria (Gráfico 14), constata-se que as receitas obtidas com a publicidade, são as que têm maior peso na estrutura de receitas da SIC. Em 2009, alcançaram os 92,7M€ e representaram 59,7% do total de receitas. Em 2010, estas receitas subiram 14,2% atingindo os 105,9M€ e representando 61,2% do total do volume de negócios da SIC. Já em 2011, as receitas publicitárias desceram 8,8% para os 96,9M€. Em 2012, as receitas desceram 9,8% para os 87,4M€ passando a representar 55,1% do total do volume de negócios. Ainda assim, a diminuição das receitas foi muito inferior à do mercado publicitário de televisão em sinal aberto, tendo este apresentado uma descida de 18% nesse ano. De 2010 para 2012, as receitas publicitárias decresceram, significativamente, em cerca de 17,5%. A crise económica poderá justificar a redução acentuada das receitas de publicidade, pois, nesse contexto as empresas reduzem fortemente esse tipo de gastos. Em 2013, o mercado publicitário de televisão em sinal aberto continuou a enfrentar condições muito difíceis, registando uma descida de 9,8% nas receitas. Apesar desta situação, a SIC conseguiu apresentar em 2013 um crescimento de receitas publicitárias de 1%, ao alcançar os 88,3M€. No entanto, o peso na receita total reduziu-se para 50,9%. A evolução das receitas publicitárias beneficiou de um ganho de quota de mercado, que, por sua vez, se explica com a melhoria verificada na *performance*, principalmente, no horário nobre.

Gráfico 14 – Evolução das receitas de Televisão, por categoria<sup>18</sup> (valores em M€)



Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

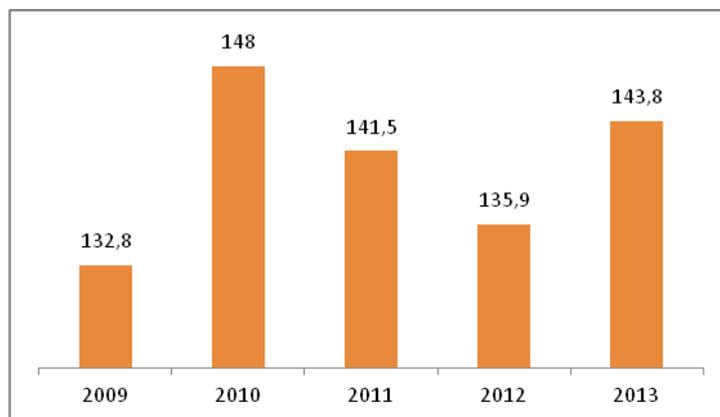
Relativamente às receitas de subscrição, geradas pelos canais distribuídos por cabo e satélite, em Portugal e no estrangeiro, constata-se que estas se mantiveram relativamente estáveis no período em análise. Em 2009, as receitas fixaram-se nos 42,5M€. Em 2010, as receitas cresceram 9,1%, para os 42,1M€. Em 2011 aumentaram 2,4% para os 43,1M€ e em 2012, registaram um aumento de 4,6% atingindo os 45,1M€. O aumento das receitas de 2010 a 2012 deveu-se ao crescimento sustentado da área internacional bem como, ao novo dinamismo registado no mercado de *pay-tv* português, com o aumento da concorrência entre as plataformas. Em 2013, embora a área internacional tenha registado um crescimento de 4,7% face a 2012, representando cerca de 12,3% do volume de negócios total da área da distribuição, com os canais SIC presentes em 53 operadores, mais 11 que em 2012, tal não foi suficiente para compensar o decréscimo a nível nacional e registou-se uma diminuição de 1,6% nas receitas que se fixaram nos 44,4M€.

As outras receitas não tiveram um peso muito significativo na estrutura de receitas da SIC e mantiveram-se relativamente estáveis até 2012. No entanto, em 2013 registam um enorme crescimento de 56,1% ao alcançarem o montante de 40,9M€. Este crescimento acentuado deveu-se à venda de produtos alternativos, a concursos e a iniciativas com chamadas de valor acrescentado. Este tipo de receitas quase igualou as receitas provenientes da subscrição de canais, tornando-se em 2013 um ativo com peso significativo na estrutura de receitas da SIC (23,5%).

<sup>18</sup> A rubrica Outas inclui as receitas de multimédia.

Ao analisar os custos operacionais da SIC (Gráfico 15), ao longo do período histórico, constata-se que, em 2009, estes ascenderam aos 132,8M€. Em 2010, os custos operacionais da SIC cifraram-se nos 148M€, o que constituiu um aumento de 11,5% face ao ano transato. O aumento dos custos operacionais deveu-se, essencialmente, ao crescimento dos custos variáveis na ordem dos 15%, tendo os custos fixos um aumento de apenas 2%. O aumento dos custos variáveis deveu-se à maior atividade da área de multimédia, ao novo canal (SIC K) e aos novos contratos de distribuição dos canais temáticos. Em 2011, os custos operacionais desceram 4,4%, atingindo os 141,5M€, apesar de se ter registado um aumento dos custos de reestruturação incorridos com o programa de rescisões amigáveis, lançado em Maio de 2011. Em 2012, os custos operacionais da SIC desceram 4%, para os 135,9M€ sendo de referir que os custos de grelha baixaram 4,6% e os custos fixos desceram 5,7%. Os custos com multimédia subiram em consequência do aumento de atividade. Ao contrário, em 2013, os custos operacionais cresceram 5,9%, atingindo 143,8M€, por efeito do aumento dos custos variáveis associados ao aumento das outras receitas. De registar, em sinal contrário, a descida dos custos com programação e dos FSE, na componente de custos fixos. Entre 2009 e 2013, os custos operacionais da Televisão registaram uma taxa média de crescimento anual de 2%.

**Gráfico 15 - Evolução dos custos operacionais<sup>19</sup> da Televisão (valores em M€)**



Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

O peso dos gastos operacionais nas receitas da Televisão (Tabela 5) reduziu-se, entre 2009 e 2013, em 2,5%. Esta redução pode ser justificada com o esforço efetuado pelo Grupo em reduzir custos.

<sup>19</sup> Os custos operacionais não incluem amortizações e depreciações e perdas de imparidade de *goodwill*.

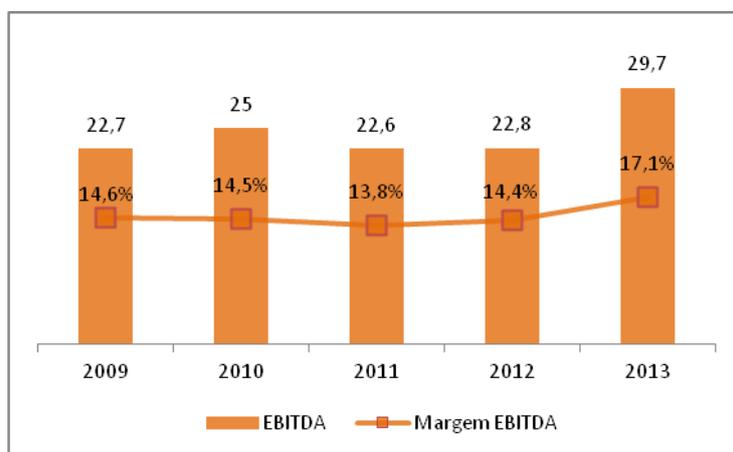
**Tabela 5 – Peso dos custos operacionais nas receitas da Televisão**

2009	2010	2011	2012	2013
85,4%	85,5%	86,2%	85,6%	82,9%

Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

O EBITDA e a margem EBITDA do segmento da Televisão (Gráfico 16) mantiveram-se relativamente estáveis até 2012. Sendo de destacar que, em 2010, este indicador registou um aumento, em virtude do crescimento das receitas nesse ano, passando de 22,7M€, em 2009, para os 25M€ em 2010. Em 2011 e 2012, apesar de se ter registado um decréscimo das receitas, o controlo de custos que foi efetuado permitiu atenuar a queda do EBITDA, que se situou nos 22,6M€ e nos 22,78M€, em 2011 e 2012, respetivamente. À semelhança do EBITDA, a margem EBITDA também se manteve estável até 2012 e rondou os 14%. Em 2013, o EBITDA aumentou 30,3% ao registar 29,7M€, e a sua margem atingiu os 17,1%. O aumento significativo registado no EBITDA deveu-se à evolução operacional positiva registada neste Segmento. Entre 2009 e 2013, o EBITDA registou uma taxa de crescimento média anual de 7%.

**Gráfico 16 - Evolução do EBITDA (M€) e da margem EBITDA (%) da Televisão**



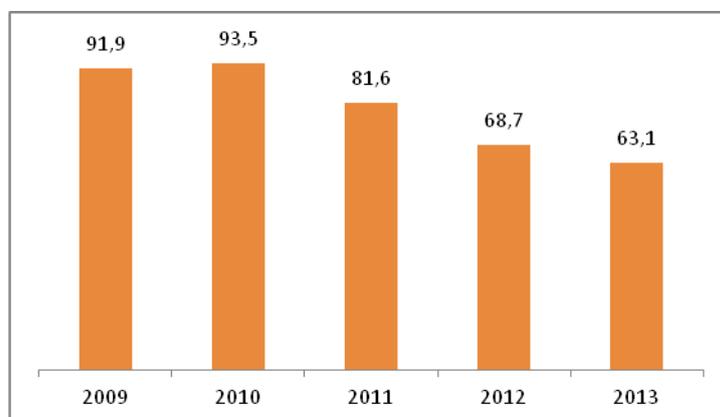
Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

#### 4.7 Performance do segmento Publishing

Relativamente às receitas da Impresa no Publishing (Gráfico 17), constata-se que o ano de 2009, o primeiro ano completo de atividade da Impresa Publishing, foi marcado por condições de mercado muito desfavoráveis, em resultado da conjuntura económica adversa, o que penalizou as receitas da Impresa Publishing. Contudo, a medida de incluir os jornais e revistas num único segmento, com conseqüente criação de sinergias e o apertado controlo dos custos

durante 2009, permitiram um bom desempenho desta área com as receitas totais a atingirem 91,9M€.

**Gráfico 17 - Receitas da Impresa no Publishing (valores em M€)**



Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

O ano de 2010 voltou a ser pautado por condições de mercado muito difíceis. Porém, as receitas totais atingiram os 93,5M€, o que representou uma subida de 1,7% em relação a 2009. Esta evolução positiva das receitas deveu-se ao crescimento das vendas de publicações e de produtos associados, o que compensou a ligeira quebra das receitas com publicidade e a ausência de receitas extraordinárias, registadas em 2009.

Em 2011, a Impresa Publishing continuou a enfrentar condições de mercado adversas. No entanto, as medidas tomadas nos anos anteriores e o controlo de custos durante 2011 permitiram a manutenção da rentabilidade, apesar de, neste ano, as receitas totais se terem cifrado nos 81,6M€, um valor 12,7% inferior ao obtido em 2010.

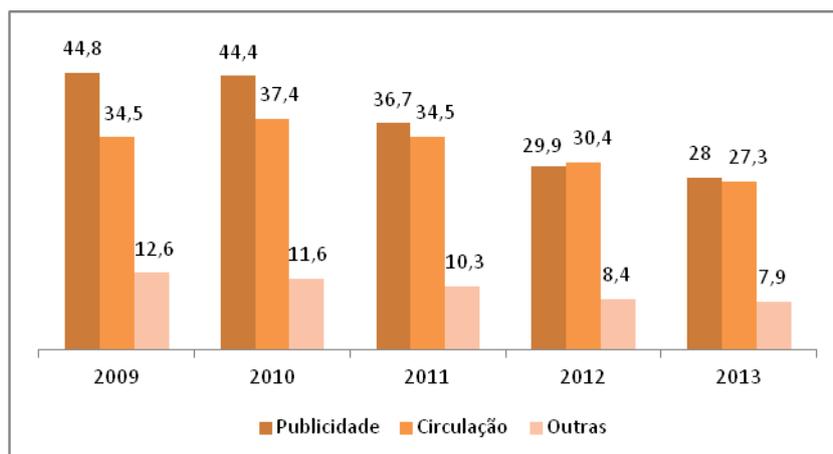
Em 2012, a Impresa Publishing continuou a enfrentar condições de mercado muito desfavoráveis. Nesse ano, as receitas totais atingiram os 68,7M€, o que representou uma descida de 15,8% em relação ao resultado obtido em 2011. A evolução negativa das receitas deveu-se à quebra em todos os tipos de receitas e à decisão da Impresa Publishing em descontinuar as suas marcas na área da decoração (com exceção do título Caras Decoração, líder deste Segmento) e, também, na área automóvel. Foram descontinuadas as revistas Casa Cláudia, Casa Cláudia Ideias e Arquitetura & Construção, do segmento de decoração e os títulos Autosport e Volante, do setor automóvel.

Em 2013, as receitas totais alcançaram os 63,1M€, o que representou uma descida de 8,2% em relação a 2012. Esta evolução negativa das receitas foi transversal a todas as atividades da

Impresa Publishing e foi, também, afetada pela reorganização, em 2012, do portfólio de publicações do Grupo.

Assim, entre 2010 e 2013, o total das receitas da Impresa no Publishing decresceu de 93,5M€ em 2010, para 63,1M€ em 2013, o que se traduziu numa quebra das receitas na ordem dos 32,5%. Entre 2009 e 2013, as receitas do Publishing reduziram a uma média de 9% ao ano.

Em relação à evolução das receitas do Publishing, por categoria, (Gráfico 18), constata-se que, em 2009, as receitas de publicidade representaram 48,7% do total das receitas, alcançando os 44,8M€. Em 2010, estas receitas representaram 47,5% das receitas totais, com uma descida no seu valor em 0,9%, relativamente a 2009 para os 44,4M€. Em 2011, as receitas de publicidade constituíram 45% das receitas e sofreram um decréscimo de 17,3% para os 36,7M€. Em 2012, as receitas representaram 43,5% do total do volume de negócios, ou seja, 29,9M€, um resultado inferior em 18,5% ao ano anterior. Em 2013, a Impresa Publishing reforçou a sua quota no mercado publicitário. Pois, estima-se que o mercado publicitário da imprensa tenha caído cerca de 16%, enquanto para o Grupo as receitas publicitárias, no montante de 28M€, apresentaram uma descida de apenas 6,4% face a 2012. Uma das razões para o ganho de quota neste Segmento deveu-se, principalmente, à realização de vários eventos e conferências, que permitiram angariar um volume de patrocínios muito relevante. As receitas derivadas da publicidade foram as que tiveram maior peso na estrutura de receitas até 2011. Porém, em 2012 e 2013, estas registaram valores muito próximos dos obtidos com a venda de publicações, que em 2012 superaram ligeiramente as receitas de publicidade. O decréscimo verificado nas receitas relativas à publicidade poderá ser explicado pelo contexto socioeconómico do país que tem conduzido ao corte nos gastos com publicidade por parte das empresas. Não tendo a possibilidade de pagar publicidade em vários meios, as empresas geralmente optam por fazê-lo em publicações com elevada audiência de mercado ou nas que se dedicam a um segmento específico e que coincida com o público-alvo que pretendam alcançar, isto se não optarem pela publicidade *on-line*, por ser, geralmente, mais económica e alcançar um público mais vasto. Sendo a Impresa líder em algumas publicações, este facto tem-lhe permitido atenuar os problemas decorrentes do menor investimento realizado em publicidade por parte das empresas.

**Gráfico 18 - Evolução das receitas do Publishing, por categoria<sup>20</sup> (valores em M€)**

Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

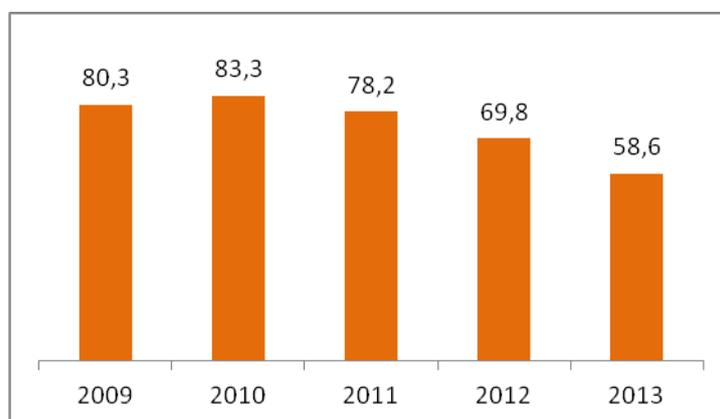
No que respeita à circulação de publicações, a Impresa tem agido de forma a contornar a conjuntura económica desfavorável e ao crescente acesso aos jornais *on-line*. Em 2009, as receitas provenientes da venda de publicações constituíram 37,5% do total das receitas ao atingir os 34,5M€. Em 2010, estas receitas registaram um aumento do seu peso nas receitas totais para os 40% e atingiram os 37,4M€, o que consistiu um aumento de 8,4%. Cerca de metade do portfólio apresentou subidas nas vendas de exemplares. Houve aumento de preços de capa e lançaram-se três revistas (a Volante, a Intelligent life e a My Blitz). Em 2011, a venda de publicações atingiu os 34,5M€, o que representou uma descida de 7,8% em relação ao ano transato. A quebra das receitas de circulação deveu-se, em parte, à descontinuação de várias revistas (a FHM, a Cosmopolitan e a SurfPortugal). Em 2012, as receitas da venda de publicações cifraram nos 30,4M€, o que representou uma descida de 11,9% em relação a 2011. A par do que se verificou no ano transato, em 2012, também se procedeu à descontinuação de várias revistas (a Casa Cláudia, a Casa Cláudia Ideias, ainda, a Arquitetura & Construção, a Autosport e a Volante), o que justifica, em parte, a queda das receitas de circulação. Em 2013, as receitas de circulação alcançaram os 27,3M€, o que traduziu uma descida de 10,2% face a 2012, refletindo a evolução da economia e também a descontinuação de vários títulos em 2012.

Relativamente às outras receitas, estas não possuem um peso muito significativo no total de receitas e têm vindo a registar uma tendência decrescente desde 2009. Entre 2009 e 2013, as receitas desta rúbrica reduziram a uma média de 11% ao ano.

<sup>20</sup> A rúbrica Outras inclui as receitas dos produtos associados.

Relativamente à evolução dos custos operacionais da Impresa no Publishing (Gráfico 19) constata-se que, em 2009, estes atingiram os 80,3M€. Em 2010, os custos operacionais apresentaram um aumento de 3,8% face a 2009, ao registarem 83,3M€. O aumento dos custos operacionais deveu-se, em grande parte, à existência de custos com reestruturação. Em 2011, 2012 e 2013, apesar de terem sido penalizados por custos de reestruturação, os custos operacionais fixaram-se nos 78,2M€, nos 69,8M€ e nos 58,6M€, respetivamente. Ao longo destes três anos os custos desceram consideravelmente, sendo que em 2013 registaram o valor mais baixo do período histórico. De 2010 para 2013, os custos operacionais decresceram cerca de 29,7%, isto é, 24,7M€, o que significa que a política de redução de custos à qual se propôs a Impresa está a ser bem-sucedida no Publishing.

**Gráfico 19 - Evolução dos custos operacionais<sup>21</sup> do Publishing (valores em M€)**



Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

Ao analisar o peso dos gastos operacionais nas receitas do Publishing (Tabela 6), verifica-se que estes tiveram um peso muito elevado no período histórico chegando a superar as receitas em 2012, em cerca de 1,6%. É possível concluir que, apesar da redução notável de 29,7% dos custos operacionais desde 2010, estes ainda possuem um peso muito acentuado face às receitas do Segmento, porque as receitas também reduziram.

**Tabela 6 – Peso dos custos operacionais nas receitas do Publishing**

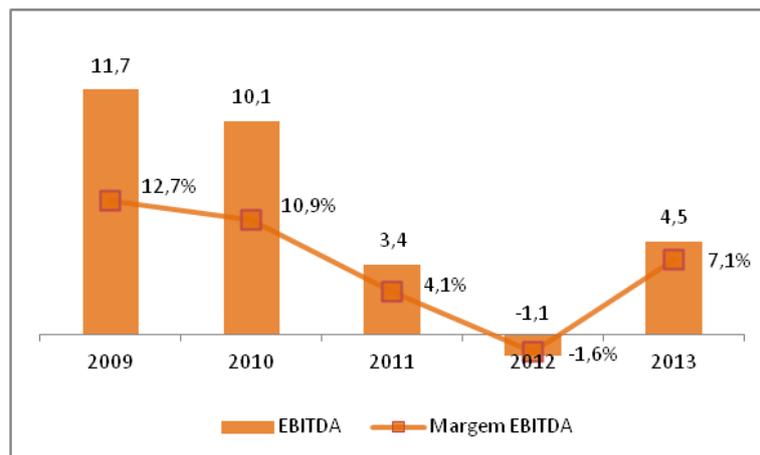
2009	2010	2011	2012	2013
87,3%	89,1%	95,9%	101,6%	92,9%

Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

<sup>21</sup> Os custos operacionais não incluem amortizações e depreciações e perdas de imparidade de *goodwill*.

No que concerne ao EBITDA e à margem EBITDA do segmento do Publishing (Gráfico 20), verifica-se que o EBITDA e a sua margem registaram uma diminuição considerável, desde 2009 até 2012. Note-se que o EBITDA passou de 11,7M€ em 2009 para -1,1M€ em 2012 e a sua margem passou de 12,7% em 2009 para -1,6% em 2012. Em 2009, embora se tenha registado uma quebra nas receitas, esta foi compensada pela descida dos custos operacionais, que permitiu obter um EBITDA de 11,7M€. Em 2010, 2011 e 2012, o EBITDA cifrou-se nos 10,1M€, nos 3,4M€ e nos 1,1M€ negativos, respetivamente. O decréscimo acentuado verificado no EBITDA, nos anos em causa, deveu-se à evolução operacional, que foi prejudicada pela conjuntura económica desfavorável e aos custos de reestruturação em virtude da descontinuação de várias revistas nesses anos. Em 2013, o EBITDA voltou a ser positivo, pois, a evolução operacional permitiu que este indicador atingisse os 4,5M€, o que representou um aumento de 5,6M€ face ao ano transato.

**Gráfico 20 - Evolução do EBITDA (M€) e da margem EBITDA (%) do Publishing**



Fonte: Impresa, Relatórios e Contas

### **Publicações on-line<sup>22</sup>**

Em 2009, a Impresa Publishing instituiu a assinatura digital, permitindo aos seus leitores o acesso às publicações, no ecrã do seu computador, onde quer que estejam. A possibilidade de aceder aos conteúdos noticiosos e de entretenimento, com acesso a todos os formatos de *media* em simultâneo, incluindo o texto, a fotografia e o vídeo, é uma fórmula de sucesso. A aceitação por parte dos leitores e anunciantes tem sido muito positiva. Em 2013, todas as publicações regulares da Impresa Publishing estavam disponíveis no formato digital. E o número total de subscrições digitais representou, nesse ano, cerca de 18,9% do total de assinantes, ultrapassando os 23.000 indivíduos, a que corresponde uma quota de mercado de

<sup>22</sup> Fonte: Relatórios e Contas da Impresa (2009;2011;2013).

48% do total dos assinantes digitais do mercado português. No caso do jornal Expresso, as vendas e assinaturas digitais representaram cerca de 8% do total da circulação paga, sendo o líder destacado entre as versões digitais, com vendas semanais superiores a 8.500 exemplares, no final de 2013.



## 5 Perspetivas macroeconómicas do país e da indústria

### 5.1 Enquadramento macroeconómico do país

A situação económica e financeira de Portugal já se vinha a deteriorar há vários anos e em 2011 o Governo pediu assistência ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira e ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Em virtude da realização de um processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos, acumulados ao longo das últimas décadas, a economia registou uma contração acumulada, de cerca de 6%, no período compreendido entre 2011 e 2013. Porém, as atuais projeções para a economia portuguesa apontam para uma recuperação moderada da atividade. Para os próximos anos é esperado, de acordo com as projeções do FMI para Portugal<sup>23</sup>, um aumento do Produto Interno Bruto (PIB) na ordem dos 1,2%, 1,5% e 1,7%, para 2014, 2015 e 2016, respetivamente, e um aumento de 1,8%, nos anos seguintes, até 2019.

É expectável que o consumo privado, que foi uma das variáveis mais afetadas nos últimos anos, apresente, de acordo com as projeções do FMI para Portugal, um crescimento moderado, de 0,1%, 0,8% e 0,7% em 2014, 2015 e 2016, respetivamente, e um crescimento de 0,8% nos anos seguintes até 2019. Tal crescimento resulta da evolução favorável do rendimento disponível real, bem como, do comportamento favorável da taxa de desemprego que, segundo as projeções do FMI para Portugal, em 2014, deverá atingir os 15,7%, e diminuir, gradualmente, alcançando os 12,9% em 2019. Tais evoluções contribuem para o aumento do nível de confiança das famílias, o que também tem impacte no nível de consumo privado.

Apesar de existirem, para o país, previsões de melhoria do seu contexto económico num futuro próximo, as empresas e as famílias ainda apresentam um poder de compra reduzido que terá inevitavelmente como consequência a manutenção da redução da aquisição de bens não essenciais. Como tal, apresentam-se, ainda, grandes desafios às empresas de *media* e, no caso em concreto, ao Grupo Impresa, cujas principais áreas de negócio são o Publishing e a Televisão que são consideradas bens não essenciais. Ao nível das publicações, atualmente, verifica-se que muita informação já se encontra disponível *on-line*, o que permite aos utilizadores o acesso à mesma a um custo reduzido, ou mesmo sem custo. Para além de que, também existem vários jornais que são distribuídos de forma gratuita. A publicidade que é essencial, sobretudo, à sobrevivência da televisão, também enfrenta um período difícil, com a

---

<sup>23</sup> Previsões para a Economia Portuguesa, divulgadas pelo Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia, a 7 de Maio de 2014.

maioria das empresas a necessitar de racionalizar custos e, como tal, a ponderar efetuar cortes nos gastos com publicidade e só a recuperação económica poderá inverter esta tendência.

A taxa de inflação é, também, uma variável que não pode ser descurada. De acordo com as projeções realizadas pelo FMI para Portugal, o Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHPC) deverá apresentar um crescimento moderado, com a taxa de variação média anual de 0,7% e 1,2% em 2014 e 2015, respetivamente, e a aumentar para 1,5% nos anos seguintes até 2019.

Por fim, no final de 2013, Portugal ainda se encontra perante uma situação económica desfavorável, que tem tido como consequência a manutenção da atribuição, pelas agências de notação, de um *rating* reduzido à dívida soberana e, também, a falta de confiança dos mercados relativamente ao país, implicando que os investidores exijam um prémio de risco mais elevado. Ora, este cenário afeta a generalidade das empresas portuguesas e o Grupo Impresa não é exceção. O facto de os seus acionistas exigirem taxas de retorno mais elevadas para o investimento que realizam tem impacte ao nível do valor da empresa.

## 5.2 Enquadramento da indústria

Segundo o estudo da *PricewaterhouseCoopers (PwC)*<sup>24</sup>, globalmente, a procura por serviços de televisão continua a aumentar, sobretudo nos mercados emergentes, onde a procura por estes serviços se mantém reduzida. A leitura de jornais também está a aumentar pois as perdas de circulação nos jornais impressos e na publicidade, nos principais mercados desenvolvidos da América do Norte e Europa Ocidental, são compensados pelo aumento do número de jornais publicados nos mercados emergentes. O mercado das revistas decresceu nos últimos anos, impulsionado pelo impacte da crise económica global, que atingiu os mercados domésticos e os seus orçamentos de *marketing*.

Em relação ao mercado português no segmento dos jornais, a *PwC* considera que, a presente crise deixou este setor numa posição delicada. As tipografias e editoras debatem-se para obter crédito e apoios estatais, que para este setor estão reduzidos. No que respeita ao segmento das revistas, segundo a *PwC*, este deverá valer 284,63 milhões de euros em 2017. No setor predominam as empresas de pequena dimensão. Assim, quase 90% do total têm menos de 10

---

<sup>24</sup> Estudo global de referência, onde são analisados os dados passados e previsionais, de vários segmentos pertencentes ao setor de *Entertainment & Media*, em 50 países.  
Fonte: PricewaterhouseCoopers, 2013, Portugal *Entertainment and Media Outlook: 2013-2017*.

trabalhadores e pouco mais de dez empregam mais de 100 pessoas. O setor é caracterizado por uma grande concentração empresarial que tem aumentado nos últimos anos, registando, em 2011, as cinco maiores editoras, uma quota de mercado acima de 40%<sup>25</sup>.

### 5.2.1 Televisão

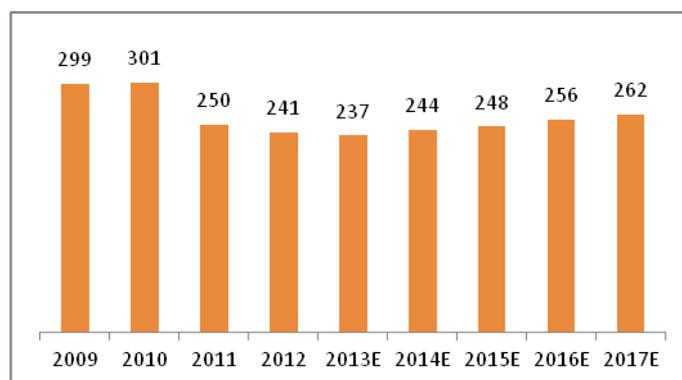
No segmento da Televisão, as receitas provêm, essencialmente, da publicidade (maior parcela de receitas deste segmento) e da subscrição de canais.

De acordo com a *PwC* a publicidade em televisão, a nível global, continua a aumentar e deverá crescer a uma taxa média anual de 5% até 2017.

Em relação a Portugal, o estudo da *PwC* refere que o mercado de publicidade em televisão tem sido afetado pelos problemas estruturais da economia portuguesa e a sua recuperação vai estar, também, muito ligada à evolução futura do ambiente macroeconómico.

De acordo com a *PwC*, o volume de receitas de publicidade, em televisão, em Portugal (Gráfico 21), em 2009, ascendeu aos 299M€ e depois de uma recuperação marginal em 2010, continuou em queda nos dois anos subsequentes. Em 2012, o volume total de receitas de publicidade foi 19,4% menor do que em 2009. A *PwC* estima que o mercado de publicidade em televisão em Portugal tenha atingido a sua pior *performance* em 2013 com receitas de 237M€. Depois de uma recuperação ligeira em 2014, em que se prevê que as receitas atinjam os 244M€, a *PwC* estima que o setor continuará a crescer, anualmente, registando 262M€, em 2017. Ainda assim, os valores de 2017 serão 12,4% inferiores aos atingidos em 2009.

**Gráfico 21 - Evolução das receitas de publicidade em televisão, em Portugal (valores em M€)**



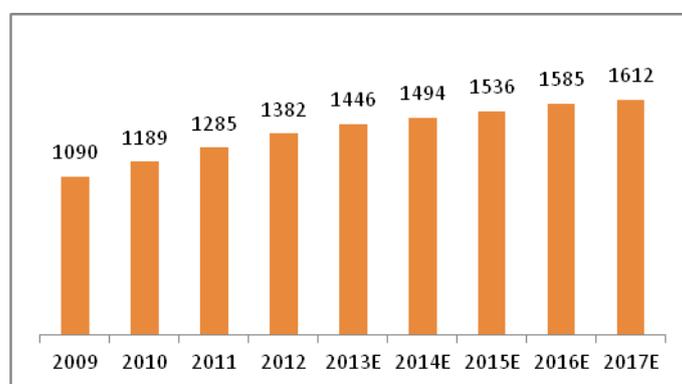
Fonte: *PricewaterhouseCoopers (PwC)*, "Portugal Entertainment and Media Outlook: 2013-2017"

<sup>25</sup> Fonte: Informadb (on-line). Disponível em: [http://www.informadb.pt/estudossetoriais/setores-portugal2013/abr\\_imprensa\\_escrita.pdf](http://www.informadb.pt/estudossetoriais/setores-portugal2013/abr_imprensa_escrita.pdf). Acedido em 10 de Maio de 2014.

O estudo da *PwC*, no que respeita ao mercado televisivo global, prevê que as receitas totais em subscrições de televisão deverão continuar a crescer, passando de 162,891 mil milhões de euros em 2012 para 195,972 mil milhões de euros em 2017, o que traduz uma taxa de crescimento média anual de 3,8%.

Em Portugal, em 2012, a televisão por subscrição ultrapassou a taxa de penetração de 60%. De acordo com os dados da *PwC*, as receitas de subscrição de televisão em Portugal (Gráfico 22), têm aumentando de modo consistente. Em 2009, as receitas foram de 1090M€ e, para 2017, é estimado que estas alcancem os 1612M€, representando um aumento de 47,9% relativamente a 2009.

**Gráfico 22 - Evolução das receitas de subscrição de televisão, em Portugal (valores em M€)**



Fonte: *PricewaterhouseCoopers (PwC)*, "Portugal Entertainment and Media Outlook: 2013-2017"

### 5.2.2 Publishing

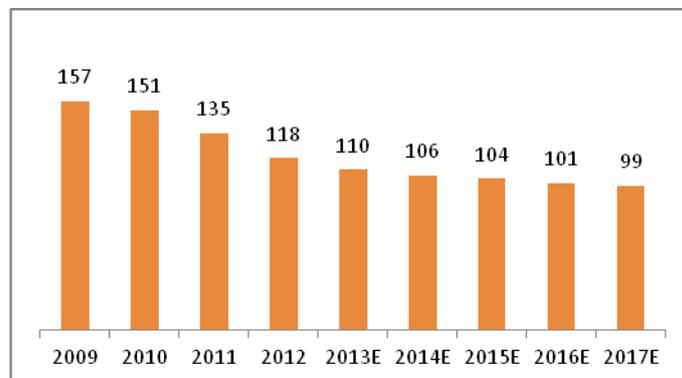
No segmento do Publishing, as receitas provêm, não só da venda de jornais e revistas aos leitores (receitas de circulação) como também da venda de espaço publicitário aos anunciantes (OECD, 2010).

A nível global, as receitas de publicidade nos jornais caíram, segundo o estudo da *PwC*, de 85,54 mil milhões de euros em 2008, para 66,92 mil milhões de euros em 2012. É expectável que a queda das receitas publicitárias se mantenha no futuro, porém, a um ritmo menos acelerado, pelo que em 2017, o total de receitas previsto será, de acordo com a *PwC*, de 64,40 mil milhões de euros.

As receitas de publicidade nos jornais em Portugal (Gráfico 23) têm sofrido um decréscimo, ao longo dos últimos anos, e a previsão da *PwC* é a de que este decréscimo se continue a verificar nos próximos anos. Em 2012, as receitas de publicidade dos jornais foram de 118M€, menos

cerca de 24,8% que em 2009. Para 2017, é estimado que as receitas de publicidade atinjam os 99M€, cerca de 36,9% menos que em 2009 e 16,1% inferiores ao valor de 2012.

**Gráfico 23 - Evolução das receitas de publicidade nos jornais, em Portugal (valores em M€)**

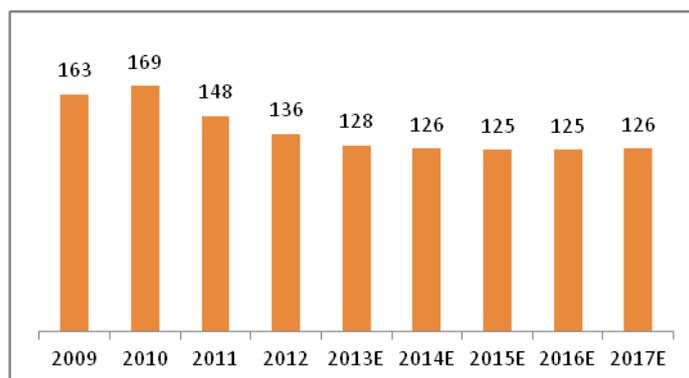


Fonte: PricewaterhouseCoopers (PwC), "Portugal Entertainment and Media Outlook: 2013-2017"

Por sua vez, a consultora salienta que, a nível global, as receitas totais de publicidade em revistas caíram 23,40% no período 2008-2012. Tais receitas decresceram de 34,29 mil milhões de euros em 2008 para 26,28 mil milhões de euros em 2012. De 2008 para 2009, o decréscimo foi de 21% devido ao despoletar da crise mundial, que teve um impacte significativo nos orçamentos de publicidade, para depois recuperar 1% no ano seguinte e recomeçar a trajetória descendente.

As receitas de publicidade nas revistas em Portugal (Gráfico 24), em 2009, de acordo com a PwC, foram de 163M€. Em 2010, registou-se uma ligeira recuperação e, em 2011, as receitas voltaram a decrescer. As previsões da PwC, a partir de 2014 e, até 2017, apontam para uma estabilização deste tipo de receitas, com estas a variar ao longo desse período entre os 125M€ e os 126M€.

Gráfico 24 - Evolução das receitas de publicidade nas revistas, em Portugal (valores em M€)



Fonte: PricewaterhouseCoopers (PwC), "Portugal Entertainment and Media Outlook: 2013-2017"

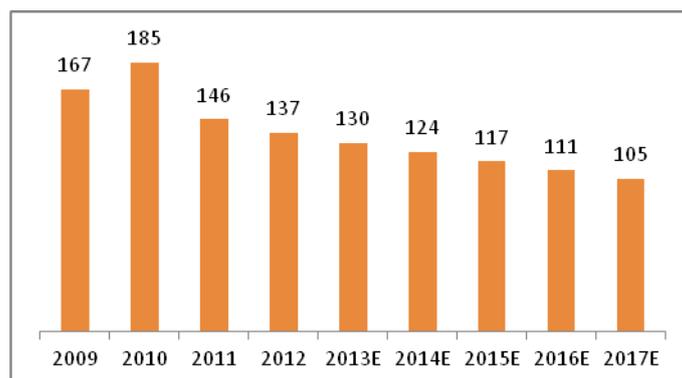
As receitas de publicidade, quer nos jornais quer nas revistas, têm sofrido um declínio ao longo dos últimos anos. A principal razão para este declínio é a mudança dos anúncios de classificados para outros meios publicitários, nomeadamente, para *sites* e cadernos de classificados especializados e também, em virtude do aumento da diversificação de meios de comunicação e da ascensão da *internet* (crescente popularidade da publicidade *on-line* suportada por motores de busca e sites especializados) (OECD, 2010).

As receitas de circulação são geradas através da venda de jornais e revistas e das subscrições *on-line* (com entrega ao domicílio ou por correio). As subscrições das publicações, embora praticadas a um preço inferior ao preço de capa, constituem uma fonte confiável de receita e permitem aumentar o número de leitores para os anunciantes. As publicações são também, frequentemente, vendidas a hotéis e a companhias aéreas a preços muito mais baixos de subscrição, mas beneficiam assim de visibilidade que impulsiona as receitas de publicidade (OECD, 2010).

De acordo com a PwC, a nível global, as receitas de circulação dos jornais têm aumentado, pois, mais de 550 milhões de jornais são distribuídos (contra 517 milhões em 2008).

Em Portugal, segundo os dados da PwC, as receitas de circulação dos jornais (Gráfico 25), tiveram um máximo em 2010, ao atingir os 185M€. Em 2011, as receitas foram de 146M€, uma redução drástica relativamente ao ano anterior, menos 21%. Até 2017, estima-se que as receitas de circulação reduzam, de modo gradual, atingindo os 105M€ nesse ano.

**Gráfico 25 - Evolução das receitas de circulação dos jornais, em Portugal (valores em M€)**

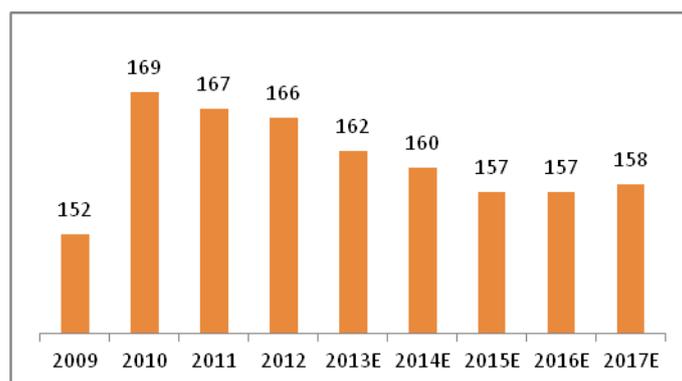


Fonte: PricewaterhouseCoopers (PwC), "Portugal Entertainment and Media Outlook: 2013-2017"

A nível global, segundo o mesmo estudo, as receitas de circulação das revistas totalizaram 36,47 mil milhões de euros em 2008 e caíram 2,3%, sendo de 33,9 mil milhões de euros em 2012. Esta queda deverá continuar, consistentemente, a uma taxa de 1,8% durante os próximos anos, estimando a PwC, que ascenda a 30,4 mil milhões de euros em 2017.

Em Portugal, as receitas de circulação das revistas (Gráfico 26) atingiram em 2010 os 169M€. De 2009 para 2010, registou-se uma evolução das receitas na ordem dos 11,2%. Em 2011 e 2012, decresceram ligeiramente e é esperado que esta tendência se mantenha até 2015. De 2015 a 2017, as receitas deverão estabilizar e manter-se num valor próximo.

**Gráfico 26 - Evolução das receitas de circulação das revistas, em Portugal (valores em M€)**



Fonte: PricewaterhouseCoopers (PwC), "Portugal Entertainment and Media Outlook: 2013-2017"

O principal objetivo de muitas publicações é o aumento da sua base de leitores, muitas vezes alcançado através do aumento do número de suplementos e de outros produtos que são oferecidos ou vendidos aos leitores a preços promocionais (como livros, canetas, entre outros) (OECD, 2010). Pois assim é possível aumentar, não só as receitas de circulação como também

as receitas de publicidade. Note-se que uma publicação que tenha muitos leitores torna-se apelativa para os anunciantes, conseguindo, desta forma, que a sua publicidade chegue a um grande número de pessoas. Para além de que, quanto mais leitores tiver uma publicação, mais esta pode cobrar pela publicidade aos anunciantes.

### **5.2.3 Estrutura de custos**

No que respeita à estrutura de custos da televisão esta integra essencialmente custos relacionados com a produção, com a aquisição e com a distribuição de conteúdos.

A produção de conteúdos é a que tem, geralmente, um maior peso na estrutura de custos das empresas de televisão, pois requer um investimento de capital significativo, uma vez que implica a utilização de muitos meios, não só materiais como humanos. A aquisição de programas consiste na compra de direitos de emissão de conteúdos e a distribuição é o que tem menor peso na estrutura de custos.

Relativamente à estrutura de custos das publicações que incluem jornais e revistas, a OECD (2010) refere que a estrutura de custos relativa à edição de jornais está fortemente dependente dos custos com a impressão (que inclui o papel e a tinta), com a manutenção, e ainda, com a administração, a promoção, a publicidade e a distribuição. Ora, dada a semelhança existente entre os jornais e as revistas, o que foi descrito para os jornais também se aplica às revistas.

A impressão tem um forte peso na estrutura de custos sendo que, por vezes, a indústria dos jornais é até apelidada de indústria transformadora. Atualmente existe a possibilidade de reduzir tais custos, através do recurso à publicação digital. Porém, a publicação digital implica um investimento inicial significativo (OECD, 2010).

No que respeita à distribuição, surgem por vezes acordos entre vários grupos empresariais, no sentido de minimizar este tipo custos (OECD, 2010). Um exemplo disso é a VASP, uma empresa constituída com o intuito de efetuar a distribuição de publicações em Portugal. Esta empresa é detida, em partes iguais, por três grandes grupos económicos, que utilizam o seu serviço de distribuição, designadamente, o Grupo Impresa, o Grupo Cofina e a Controlinveste

A componente editorial apresenta um custo fixo na estrutura de custos. Note-se que este custo mantém-se inalterado, independentemente do número de leitores que se estão a servir e, ao pretender manter uma determinada amplitude, profundidade e qualidade da publicação, em teoria, é difícil comprimir estes custos. Na realidade, o que se verifica é que

frequentemente as empresas recorrem a *freelancers* por lhes ficar mais económico (OECD, 2010).

#### 5.2.4 Principais desafios

De acordo com o estudo da PwC, os principais desafios da indústria, nomeadamente, no que respeita aos jornais, às revistas e à televisão, são os que se apresentam em seguida.

No futuro, os jornais ainda poderão beneficiar, no curto prazo, do baixo nível de penetração da *Internet* e do baixo rendimento disponível. Uma nova população letrada, sem acesso a *tablets* ou *smartphones*, ainda procurará os jornais em papel. No entanto, à medida que os mercados amadurecerem e que os jornais cada vez mais se tornarem em marcas “multiplataforma”, as editoras precisarão de conjugar esforços no sentido de gerar receita através dos seus clientes digitais.

No que respeita ao mercado das revistas, ainda que a edição em papel seja a dominante, o digital é a nova imagem da mudança dentro deste segmento. O crescimento das receitas totais da circulação será assim um fator preponderante para o ligeiro crescimento do mercado e, apesar das revistas em papel permanecerem como o bastião do mercado das revistas generalistas, a estratégia digital será o fator chave para o crescimento.

O modelo de negócio televisivo que se pautava pela oferta limitada de conteúdos aos consumidores está hoje a adaptar-se à alteração de expectativas, também criadas por outros dispositivos e plataformas. A televisão acessível, em qualquer lugar e em segundo ecrã (*smartphones* ou *tablets*), aumentará a atratividade do segmento e permitirá aos operadores de televisão paga aprofundar a ligação com os seus clientes, respondendo à ameaça crescente do abandono das subscrições de televisão, substituindo-a, assim, por outros meios de entretenimento.

De acordo com o relatório *Media Update* do *Millennium investment banking*<sup>26</sup> no futuro, as empresas de *media* continuarão a ter de manter fortes políticas de controlo de custos. Tal necessidade advém de alguns riscos que pairam sobre as receitas, nomeadamente o agravamento do cenário macroeconómico devido às medidas de austeridade e a reação do consumidor a tal cenário. É esperado que as empresas de *media* portuguesas enfrentem um ambiente muito difícil devido ao declínio do mercado publicitário e à inexistência de alternativas para as receitas em Portugal, pois é extremamente difícil entrar no mercado

---

<sup>26</sup> Relatório de avaliação de diversas empresas do setor dos *Media*, incluindo a *Impresa*, divulgado a 8 de Fevereiro de 2013.

brasileiro e os negócios com os países de língua oficial portuguesa, como Angola e Moçambique, apresentam uma escala reduzida.

#### **5.2.5 Análise *SWOT* da Impresa**

A análise *SWOT* consiste em identificar os pontos fortes e fracos relativos à empresa e relacioná-los com as oportunidades e ameaças externas do mercado e da concorrência. A análise da envolvente interna e externa da Impresa permitiu identificar um conjunto de pontos fortes e pontos fracos e antecipar ameaças e oportunidades (Figura 5).

Como pontos fortes do Grupo, podem destacar-se o facto de a Impresa ser um dos maiores Grupo de comunicação social em Portugal bem como a sua liderança nas audiências “*prime time*” e a elevada valorização bolsista em 2013. Relativamente aos pontos fracos, importa destacar a dependência do Grupo do ciclo económico e da publicidade e a elevada competição no segmento do Publishing e da Televisão. A situação socioeconómica desfavorável poderá constituir uma oportunidade de crescimento para a Impresa ao possibilitar a angariação de publicidade e audiência dos concorrentes de pequena dimensão e dos que abandonam o mercado. As principais ameaças para o Grupo prendem-se com a possibilidade de o ambiente económico não evoluir favoravelmente e com isso haver um desempenho inferior ao esperado no mercado publicitário do qual a Impresa é muito dependente.

Figura 5 – Análise SWOT



Fonte: Adaptado de Caixa BI: Banco de Investimento



## 6 Modelo de avaliação

O modelo selecionado para a avaliação da Impresa foi o modelo dos *cash flows*, na ótica da empresa, não só por ser o modelo eleito pelos analistas de *Equity Research* que acompanham a Impresa (CaixaBI, BPI, *Millennium*), como também, porque implica a realização de menos previsões do que o modelo *Adjusted Present Value (APV)*, o que é uma vantagem, pois, as projeções têm de assentar inevitavelmente na assunção de pressupostos que, naturalmente, podem não se concretizar.

Assim, é necessário prever o valor dos *free cash flows to the firm* futuros e atualizá-los ao custo médio ponderado de capital (*WACC*), para o final de 2013, que é a data em relação ao qual se pretende realizar a avaliação.

A previsão dos *free cash flows to the firm* será efetuada por área de negócio e o valor do Grupo será estimado como a soma das partes. Para a previsão dos *free cash flows to the firm*, torna-se necessário estabelecer pressupostos relativamente ao comportamento de certas variáveis, pois a obtenção de valores futuros baseia-se em projeções que têm de assentar inevitavelmente na assunção de pressupostos. Neste capítulo serão abordados os pressupostos assumidos, quer para a estimação dos *free cash flows to the firm* quer para a estimação do *WACC*.

### *Free cash flows to the firm*

$$= EBIT(1 - Tax\ rate) + Depreciation - Capital\ expenditure \\ - \Delta Working\ Capital$$

$$e \\ WACC = Ke \left( \frac{E}{E + D} \right) + Kd(1 - t) \left( \frac{D}{E + D} \right)$$

### 6.1 Principais pressupostos de avaliação

O processo de avaliação requer que seja efetuada, não só uma análise à evolução da *performance* nos últimos anos, como também uma projeção dessa *performance* para o futuro. A definição dos pressupostos será efetuada com base nas previsões da *PwC* relativas às receitas de televisão e das publicações para o mercado nacional, com base na análise do comportamento histórico das diversas variáveis com necessidade de previsão e, também, com base em algumas previsões disponibilizadas pela Impresa nos seus Relatórios e Contas

relativamente às suas principais unidades geradoras de caixa. Em seguida são apresentados os principais pressupostos assumidos para a avaliação.

### **6.1.1 Período histórico, período explícito e valor terminal**

De modo a proceder à análise histórica da atividade do Grupo, foi considerada a informação desde 2009 até 2013. O ano de 2009 correspondeu ao primeiro ano completo de atividade da Impresa Publishing, tendo juntado os jornais e as revistas num único Segmento. O ano de 2013 corresponde ao último ano com informação disponível. A análise histórica é imprescindível neste processo. Repare-se que apenas através do conhecimento do comportamento das diversas áreas de negócio no passado é possível prever a sua evolução no futuro. Para que se possam apurar as tendências de negócio, é necessário eliminar as situações esporádicas e o período histórico utilizado de cinco anos permite-o.

O período explícito das projeções que se vai considerar é de 7 anos, de 2014 até 2020. Ao longo destes 7 anos, admite-se que a melhoria verificada na situação socioeconómica do país elimine as repercussões negativas que no passado teve na Impresa. Assim em 2020, é expectável que o Grupo atinja uma estabilidade que permita o cálculo do valor terminal.

Para obter o valor terminal é necessário identificar uma taxa de crescimento em perpetuidade após o último ano de projeções, sendo neste caso 2020. Nas previsões macroeconómicas relativas a Portugal<sup>27</sup>, o FMI estima que o PIB real português deverá apresentar em 2019 (último ano com divulgação de projeções e cujos valores se assumem constantes em 2020), a uma taxa de crescimento anual de 1,8%. Relativamente ao consumo privado do qual dependem as receitas da Impresa, o FMI prevê, em 2019, uma taxa de crescimento de 0,8%. No que toca à inflação, as estimativas do FMI apontam para 1,5% em 2019. Assim, o crescimento nominal do consumo privado previsto para 2019 é de 2,3%. A taxa máxima que se poderia considerar para o crescimento da Impresa seria os 2,3%. Porém, tal como referido anteriormente, no longo-prazo, não é razoável que as empresas tenham um crescimento superior ao da economia em que estão inseridas (Damodaran, 2012), sendo neste caso a portuguesa.

A Impresa apresenta no seu Relatório e Contas de 2013 projeções financeiras de *cash flows*, para cada unidade geradora de caixa. Relativamente à taxa de crescimento em perpetuidade, as previsões da Impresa para a Televisão são de 2%, para o Publishing são de 0,5% e para o

---

<sup>27</sup> Previsões para a Economia Portuguesa, divulgadas pelo Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia, a 7 de Maio de 2014.

segmento Outras são de 2,5%. As previsões da Impresa para as taxas de crescimento em perpetuidade de cada Segmento serão as adotadas neste estudo.

### 6.1.2 Pressupostos macroeconómicos e fiscais

A avaliação da Impresa será realizada a valores nominais e a taxa de inflação anual considerada é a prevista pelo FMI para Portugal. As previsões são apresentadas até 2019, pelo que para 2020 irá considerar-se o valor previsto para 2019 (Tabela 7).

**Tabela 7 – Evolução da taxa de inflação**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Taxa de Inflação</b>	0,668%	1,119%	1,47%	1,505%	1,482%	1,502%	1,502%

Fonte: IMF, World Economic Outlook Database, April 2014

O cálculo do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC)<sup>28</sup> foi efetuado de acordo com a legislação que se encontra atualmente em vigor. A legislação prevê uma taxa de 23%, acrescida da derrama municipal, que neste caso é de 1,5%, pois, é a derrama municipal praticada em Lisboa, distrito e município onde está estabelecida a sede da Impresa, resultando numa taxa de imposto agregada de 24,5%.

O Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA)<sup>29</sup> considerado foi o que, de acordo com a legislação, se encontra atualmente em vigor. Assim, a taxa considerada é de 23% para a generalidade das rúbricas, à exceção do IVA incidente sobre a circulação de jornais e revistas, em que a taxa é de 6%.

### 6.1.3 Pressupostos operacionais

De modo a proceder à estimação dos *cash flows*, há que assumir pressupostos sobre o comportamento dos resultados operacionais, designadamente, no que respeita à evolução dos rendimentos e dos gastos operacionais, de cada área de negócio, que se apresentam em seguida.

#### 6.1.3.1 Receitas operacionais

Tal como já foi mencionado, as receitas operacionais do Grupo na Televisão provêm de vários componentes, nomeadamente da publicidade, da subscrição de canais e da rúbrica outras, que

<sup>28</sup> Fonte: Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas.

<sup>29</sup> Fonte: Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado.

incluí as receitas de multimédia. No Publishing, as receitas advém da publicidade, da circulação das publicações e da rúbrica outras, que abrange as receitas dos produtos associados.

No que respeita às receitas do segmento Televisão<sup>30</sup>, o estudo da *PwC*, já referido no capítulo anterior, refere que o mercado publicitário televisivo, em Portugal, tem sido afetado pelos problemas estruturais da economia portuguesa e a sua recuperação vai estar, também, muito ligada à evolução futura do ambiente macroeconómico. A conjuntura económica do país exerce, de facto, uma grande influência no mercado publicitário, pois em épocas de crise, as empresas tendem a reduzir substancialmente os seus gastos em publicidade. Assim, a *PwC* estima que o mercado publicitário, em Portugal, tenha atingido a sua pior *performance* em 2013. De 2014 até 2017 (último ano com previsão disponível no estudo), a projeção da *PwC* é a de que, em média, as receitas do mercado publicitário aumentem 2,5% ao ano.

Ao analisar o comportamento das receitas de publicidade da Impresa, no período histórico, constata-se que este foi muito volátil. Pois, em 2010, as receitas de publicidade sofreram um aumento acentuado, na ordem dos 14,2%. Já em 2011 e 2012, estas receitas registaram diminuições consideráveis de 8,5% e 9,8%, respetivamente. Em 2013, verificou-se uma ligeira recuperação com as receitas de publicidade a aumentarem 1%, acompanhando a recuperação do ciclo económico.

A Impresa nas projeções consideradas no seu Relatório e Contas de 2013, para os próximos 5 anos, relativamente às suas principais unidades geradoras de caixa assumiu, quanto à Televisão e nomeadamente à publicidade, a manutenção do atual número de canais televisivos emitidos em sinal aberto, assim como do atual limite de espaço publicitário em cada um desses canais e demais regulação do setor. Assim, relativamente ao mercado publicitário, a Impresa considerou uma taxa composta de crescimento anual, ao longo do período de projeção, de 3,2%.

As projeções da Impresa relativamente às suas receitas de publicidade em Televisão apontam no sentido de crescimento, tal como as previsões da *PwC* para o mercado publicitário em televisão a nível nacional. No entanto, as previsões da Impresa são mais otimistas do que as da *PwC*, o que se justifica com o facto de, nos últimos anos, as receitas publicitárias da SIC terem vindo a registar um desempenho superior ao do mercado, pois, têm beneficiado do facto de a estação ter vindo a ganhar quota de mercado que, por sua vez, se explica com a melhoria verificada na *performance* dos “*targets*” comerciais, principalmente, no horário nobre.

---

<sup>30</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação de Impresa”.

Tal como previsto pela *PwC*, para as receitas de publicidade em televisão a nível nacional, e pela *Impresa* para as suas receitas de publicidade em Televisão, a estimativa adotada neste estudo é a de que as receitas de publicidade em Televisão da SIC irão aumentar, ao longo do período explícito. Assim, assumiu-se um crescimento das receitas na ordem dos 4% em 2014 e uma diminuição para a taxa de crescimento prevista pela *Impresa*, nos seus Relatórios e Contas, de 3,2% ao ano, de 2015 até 2020 (Tabela 8).

**Tabela 8 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de publicidade em Televisão**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Taxas de crescimento</b>	4%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%

Fonte: Elaboração própria

A estimativa da *PwC*, para a evolução das receitas de subscrição de televisão a nível nacional, é a de que estas irão aumentar, a uma média de 2,8% ao ano, de 2014 até 2017.

No período histórico, as receitas de subscrição registaram uma diminuição de 1% em 2010 e um aumento de cerca de 2,4% e 4,6%, em 2011 e 2012, respetivamente. Em 2013, este tipo de receitas caiu 1,5%, o que, de acordo com o relato do Grupo, é explicado pelo facto de o aumento das receitas de subscrição geradas pelos canais da SIC, distribuídos por cabo e satélite no estrangeiro, não ter sido suficiente para compensar a diminuição das receitas de subscrição no mercado nacional.

A *Impresa* não divulga nos seus Relatórios e Contas projeções para as taxas de crescimento das receitas relativas à subscrição de canais. As receitas de subscrição em 2013 registaram uma diminuição. Porém, tal como já foi referido, as previsões da *PwC* para as receitas de subscrição no mercado nacional apontam para o crescimento na ordem dos 2,8% ao ano. Assim, conjugando o comportamento recente das receitas de subscrição da *Impresa* e as previsões da *PwC* para o mercado nacional, assumiu-se de um modo mais conservador que as receitas deverão aumentar 1,5% em 2014 e aumentar 1,8% ao ano, entre 2015 e 2020 (Tabela 9).

**Tabela 9 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de subscrição da Televisão**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Taxas de crescimento</b>	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%

Fonte: Elaboração própria

As receitas que têm sido identificadas como outras são compostas essencialmente pelas receitas de multimédia que, só em 2013 passaram a integrar esta rúbrica.

Ao efetuar uma análise à evolução da rúbrica outras no passado, constata-se que registou um grande crescimento em 2010, rondando os 23,5%. Em 2011, as receitas sofreram uma diminuição na ordem dos 3,4% e, em 2012, voltaram a crescer 8,4%. Em 2013, a rúbrica outras apresentou um enorme crescimento das suas receitas, de 56,2%, que é explicado, em grande parte, pelas receitas de multimédia, nomeadamente pelos programas que incluem iniciativas com chamadas de valor acrescentado.

A Impresa não disponibiliza projeções para esta rúbrica. Mas admite-se que os programas que incluem as iniciativas com chamadas de valor acrescentado que potenciaram as receitas desta rúbrica em 2013, continuem em 2014 e mesmo nos anos seguintes. Estima-se que as receitas aumentem ao longo do período explícito de modo relativamente estável. Num cenário conservador, considerou-se uma pequena redução da taxa, ao longo do período explícito, que poderá vir a resultar de uma saturação do mercado (Tabela 10).

**Tabela 10 – Taxas de crescimento anuais para as receitas da rúbrica outras na Televisão**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Taxas de crescimento</b>	4%	4%	4%	3,5%	3,5%	3,5%	3%

Fonte: Elaboração própria

Em relação ao Publishing<sup>31</sup>, de acordo com a *PwC*, as receitas que provêm da publicidade nos jornais em Portugal, devem continuar a tendência decrescente dos últimos anos. Assim, a previsão da *PwC* para este tipo de receitas é a de que, em média, decresçam 2,6% ao ano, entre 2014 e 2017. No que respeita às revistas, a previsão para o mercado português é a de que as receitas de publicidade também decresçam, embora de forma menos acentuada, em média, 0,4% ao ano, de 2014 a 2017.

Analisando as receitas de publicidade da Impresa no Publishing nos últimos anos, verifica-se que sofreram um decréscimo. Note-se que em 2010 estas receitas diminuíram 1%, sendo que em 2011 a queda foi muito mais acentuada de 17,2%. Em 2012 voltou a verificar-se uma diminuição considerável neste tipo de receitas que rondou os 18,7%. E em 2013 as receitas de publicidade ainda decaíram 6,4%.

<sup>31</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

Por sua vez, as projeções da Impresa divulgadas em 2013 no seu Relatório e Contas, para os próximos cinco anos relativamente às publicações, consideram uma ligeira redução da quota de mercado da publicidade em 2014 e uma ligeira recuperação ao longo do restante período das projeções. A Impresa prevê, para o mercado publicitário no Publishing, uma taxa composta de crescimento anual, ao longo do período de projeção, de 1,8%.

Assim, de um modo global, as previsões da Impresa vão no sentido oposto às da *PwC* para o mercado nacional. Note-se que, enquanto a *PwC* prevê que as receitas publicitárias dos jornais e revistas do mercado nacional decresçam nos próximos anos, a Impresa estima um crescimento nas suas receitas publicitárias nas publicações. A tendência que se tem verificado é a de que as publicações líderes de mercado não são tão afetadas pelos cortes das empresas nos gastos em publicidade, pois por chegarem a um público mais vasto, continuam a ser aposta por parte das empresas. A Impresa detém várias publicações líderes de mercado, o que pode justificar um desempenho superior ao do mercado.

Para a projeção das receitas publicitárias no Publishing, conjugando a sua evolução histórica com as previsões da Impresa, assumiu-se o pressuposto de que, em 2014, as receitas registarão uma diminuição de 2% que, em 2015 será quase nula, de apenas 0,1%. Em 2016, admite-se um crescimento de 1,5% e, a partir de 2017, aceita-se a perspetiva mais otimista da Impresa e admite-se uma taxa de crescimento de 1,8% (Tabela 11).

**Tabela 11 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de publicidade no Publishing**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Taxas de crescimento</b>	-2%	-0,1%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%

Fonte: Elaboração própria

Como já foi referido no capítulo anterior, a *PwC* tem uma visão pessimista sobre a evolução das receitas de circulação. A *PwC* prevê, relativamente a Portugal, que as receitas de circulação dos jornais diminuam consideravelmente a uma média de 5,2% ao ano, entre 2014 e 2017. No que respeita às receitas de circulação das revistas, a previsão é a de que estas decresçam moderadamente de 2014 até 2017, a uma média de 0,6% ao ano.

Ao efetuar uma análise sobre a evolução passada das receitas de circulação da Impresa, constata-se que estas têm vindo a diminuir desde 2011. Pois, em 2010, as receitas registaram

um aumento de 8,5% e, em 2011, 2012 e 2013 registaram uma diminuição de 7,7%, 11,9% e 10,2%, respetivamente.

A Impresa não divulga nos seus Relatórios e Contas previsões relativamente às taxas de crescimento esperadas para as suas receitas de circulação nas publicações. No entanto, no que respeita aos jornais, uma vez que a Impresa apenas detém o Expresso (líder do Segmento) e o Jornal de Letras, que são lidos, maioritariamente, por pessoas da classe média-alta, constata-se que a sua circulação não é tão influenciada pela conjuntura económica do país. Note-se que a conjuntura económica do país não afeta tanto o rendimento disponível da classe média-alta pelo que se espera que a circulação dos jornais da Impresa se mantenha estável ao longo do tempo, contrariando desta forma as previsões mais pessimistas apontadas pela PwC para a circulação de jornais no mercado nacional.

No que respeita à circulação das revistas, constata-se que é extremamente dependente do poder de compra dos consumidores. Note-se que as revistas são consideradas bens não essenciais e como tal, veem a sua circulação aumentar quando o poder de compra dos consumidores aumenta e vice-versa. De acordo com o FMI<sup>32</sup>, o consumo privado deverá aumentar 0,1%, 0,8% e 0,7% em 2014, 2015 e 2016, respetivamente, e 0,8% nos anos seguintes até 2019. Assim, tendo em conta a evolução histórica das receitas é espectável que em 2014 estas reduzam 1%. Mas a partir de 2015 as taxas previstas pelo FMI para o consumo privado constituem a referência para o crescimento, que se supõe moderado, das receitas de circulação das publicações (Tabela 12).

**Tabela 12 – Taxas de crescimento anuais para as receitas de circulação no Publishing**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Taxas de crescimento	-1%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%

Fonte: Elaboração própria

As outras receitas são constituídas, em grande parte, pelos produtos associados que, até 2012, se encontravam numa rúbrica à parte.

<sup>32</sup> Previsões para a Economia Portuguesa, divulgadas pelo Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia, a 7 de Maio de 2014.

No período histórico, as receitas da rúbrica outras revelaram uma tendência decrescente. Repare-se que em 2010 as receitas decresceram 7,4%. Em 2011, a diminuição foi de 11,4% e em 2012 e 2013, as receitas decaíram 18,9% e 6,2%, respetivamente.

A Impresa não divulga nos seus Relatórios e Contas previsões para as para esta rúbrica. Assim, tendo em consideração o comportamento histórico das receitas provenientes da rúbrica outras assumiu-se que esta irá continuar a tendência decrescente dos últimos anos até 2015 e, a partir de 2016 considera-se o seu crescimento marginal (Tabela 13).

**Tabela 13 – Taxas de crescimento anuais para as receitas da rúbrica outras no Publishing**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Taxas de crescimento</b>	-3%	-1%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%

Fonte: Elaboração própria

No que respeita ao segmento Outras<sup>33</sup>, a Impresa não divulga previsões para as suas receitas. Este Segmento apresentou, no período histórico, um peso no total de receitas do Grupo que variou entre os 0,2% e os 2,3%, o que denota a pouca representatividade do Segmento.

Em termos históricos, as receitas do segmento Outras apresentaram um aumento de 6,7% em 2010 e uma diminuição muito significativa de 40,4%, de 56,9% e de 70,7%, em 2011, 2012 e 2013, respetivamente. O volume de receitas obtido em 2013, de 512 mil euros, foi excecionalmente baixo e deveu-se sobretudo ao encerramento e alienação de várias atividades. Como tal, admite-se que em 2014 as receitas registarão um crescimento exponencial, de 242%, que as coloca nos níveis de 2012 e, para 2015, prevê-se um aumento de 10% nas receitas, que decresce para os 7% em 2016 e, a partir de 2017 estima-se um crescimento estável de 5% (Tabela 14).

**Tabela 14 – Taxas de crescimento anuais para as receitas do segmento Outras**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Taxas de crescimento</b>	242%	10%	7%	5%	5%	5%	5%

Fonte: Elaboração própria

<sup>33</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

### 6.1.3.2 Custos operacionais

Os custos operacionais são constituídos pelos custos fixos e pelos custos variáveis. Os custos fixos da Impresa respeitam, entre outros, aos custos com pessoal. Os custos variáveis incluem o custo dos programas emitidos (Televisão) e das mercadorias vendidas (Publishing), o custo com os fornecimentos e serviços externos (FSE), ainda, os outros custos operacionais e, por fim as provisões. Em seguida, apresenta-se a projeção dos custos fixos e dos custos variáveis por Segmento. A previsão dos custos fixos foi realizada com base na análise do seu comportamento no período histórico. A projeção dos custos variáveis foi efetuada em função do seu peso nas receitas, tendo por base a informação sobre o comportamento registado entre 2009 e 2013.

Em relação aos custos operacionais da Televisão<sup>34</sup>, designadamente, aos custos fixos que incluem, entre outros, os custos com pessoal, ao observar o seu comportamento no período histórico, constata-se que estes aumentaram em 2010 e 2011, em cerca de 2,1% e 5,2%, respetivamente. Em 2012 e 2013 ocorreu, ao contrário, uma redução dos custos que, em 2012 foi de 5,9% e, em 2013, de apenas 0,9%. Relativamente ao número médio de pessoal (Tabela 15), verifica-se que tem vindo a reduzir desde 2011. De 2011 para 2013, a Impresa passou a ter menos 15 trabalhadores no segmento da Televisão.

**Tabela 15 – Evolução do número médio de pessoal na Televisão**

2009	2010	2011	2012	2013
541	608	613	604	598

Fonte: Elaboração própria

O Grupo tem divulgado, nos Relatórios e Contas dos últimos anos, o seu objetivo de redução de custos, que já efetuou em relação aos custos com pessoal. Assim, entre 2014 e 2020, admite-se que tais custos se manterão estáveis, aumentando apenas ligeiramente, pois também há que considerar o efeito da inflação nos salários ao longo dos anos (Tabela 16).

**Tabela 16 – Estimativa dos custos com pessoal na Televisão**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Custos com pessoal</b>	1,5%	2%	2%	2%	2,5%	2,5%	2,5%

Fonte: Elaboração própria

<sup>34</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

Em relação aos custos variáveis, designadamente, ao custo dos programas exibidos, verificou-se que o seu peso nas receitas em 2009 ascendeu aos 48,6% e reduziu, progressivamente, fixando-se em 2013 nos 39,7%. Assim, tendo em consideração que o peso do custo dos programas exibidos nas receitas tem revelado uma tendência decrescente, assumiu-se o pressuposto de que, no período explícito se fixará nos 37,7%.

Ao contrário, o peso nas receitas dos fornecimentos e serviços externos aumentou todos os anos do período histórico, fixando-se nos 18,2% em 2009 e nos 26,7% em 2013. Considerando a tendência crescente revelada pelo peso dos fornecimentos e serviços externos nas receitas, adotou-se o pressuposto de que no futuro este se fixará nos 27,2%.

Em relação aos outros custos operacionais constatou-se que, à exceção de 2010 em que o seu peso nas receitas rondou os 1,7%, este tem variado entre os 0,4% e os 0,7%, pelo que se assumiu a média, de 0,5%, como previsão para o peso nas receitas desta rubrica no futuro.

As perdas por imparidade e provisões tiveram um comportamento estável no passado, tendo o seu peso nas receitas variado entre os 0,5% e 1%, pelo que o seu peso médio nas receitas de 0,7% foi assumido como o seu desempenho no futuro (Tabela 17).

**Tabela 17 – Estimativa do peso dos custos variáveis nas receitas de Televisão**

	<b>% das Receitas (2014E - 2020E)</b>
<b>Custo dos programas exibidos</b>	37,7%
<b>Fornecimentos e serviços externos</b>	27,2%
<b>Outros custos operacionais</b>	0,5%
<b>Perdas de imparidade e provisões</b>	0,7%

Fonte: Elaboração própria

Relativamente aos custos operacionais do Publishing<sup>35</sup>, nomeadamente, aos custos fixos verifica-se que os custos com pessoal tiveram um comportamento instável no período histórico. Pois, em 2010 aumentaram 7,7%, em 2011 decresceram 8,2%, em 2012 aumentaram 6,5% e, em 2013 tiveram uma diminuição acentuada de 27,7%. No que respeita ao número médio de pessoal (Tabela 18), constata-se que a Impresa tem vindo a reduzir consideravelmente o seu número de trabalhadores no Publishing, desde 2011. De 2012 para

---

<sup>35</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

2013, os trabalhadores da Impresa no Publishing passaram de 487 para 419, o que constituiu uma diminuição de 68 trabalhadores.

**Tabela 18 – Evolução do número médio de pessoal no Publishing**

2009	2010	2011	2012	2013
605	535	548	487	419

Fonte: Elaboração própria

Conjugando o objetivo de redução de custos que tem sido anunciado pelo Grupo nos últimos anos, nos seus Relatórios e Contas, com o considerável reajustamento já efetuado com redução do número de trabalhadores, admite-se que, entre 2014 e 2020, os custos com pessoal registem diminuições cada vez menos acentuadas (Tabela 19).

**Tabela 19 – Estimativa dos custos com pessoal no Publishing**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Custos com pessoal	-3%	-2,5%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	-0,5%

Fonte: Elaboração própria

No que concerne aos custos variáveis, nomeadamente, ao custo das mercadorias vendidas, verifica-se que o seu peso nas receitas foi instável ao longo do período histórico. Assim, para o futuro foi adotado como pressuposto um peso nas receitas muito próximo do verificado em 2013, isto é, 16%.

O peso dos fornecimentos e serviços externos nas receitas, em termos históricos, aumentou até 2011, ano em que se fixou nos 47% e, a partir desse ano diminuiu e, em 2013, rondou os 45,4%. Tendo em conta a trajetória decrescente do peso da referida rúbrica nas receitas, assumiu-se para o futuro que o peso se manterá nos 44%.

O peso dos outros custos operacionais nas receitas, no passado, variou entre os 0,8% e os 1,4%. Nesse sentido, considerou-se o peso médio nas receitas da referida rúbrica, de 1,1%, como previsão para o período explícito.

As perdas por imparidade e provisões tiveram um comportamento instável no passado. Assim, ao invés da média, foi considerado o peso da rubrica nas receitas em 2013, de 0,2%, como previsão para o futuro (Tabela 20).

**Tabela 20 – Estimativa do peso dos custos variáveis nas receitas do Publishing**

	% das Receitas (2004E – 2020E)
Custo das mercadorias vendidas	16%
Fornecimentos e serviços externos	44%
Outros custos operacionais	1,1%
Perdas de imparidade e provisões	0,2%

Fonte: Elaboração própria

Os custos operacionais do segmento Outras<sup>36</sup>, ao longo do período histórico, registaram um peso no total dos custos da Impresa que variou entre os 1,8% e os 3%. Tal como se verificou com as receitas, também os custos deste Segmento apresentaram um valor reduzido face aos custos totais do Grupo. Para o período explícito assumiu-se que os custos do Segmento irão decrescer. Repare-se que a Impresa manifestou ser sua intenção reduzir os custos do Grupo, para além de que não é sustentável para este Segmento que os custos se mantenham ao nível dos últimos anos (Tabela 21).

**Tabela 21 – Estimativa dos custos do segmento Outras**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Custos Operacionais	-0,5%	-1%	-1,5%	-2%	-2,5%	-3%	-3,5%

Fonte: Elaboração própria

#### 6.1.4 Pressupostos de investimento em capital<sup>37</sup>

No que respeita ao Investimento em Capital (CAPEX) verifica-se que, atualmente, a estratégia da Impresa passa pela consolidação da sua posição no mercado e, como tal, não estão previstos investimentos de expansão. O investimento da Impresa consiste, essencialmente, em investimento de reposição e modernização de imobilizado existente.

Para a previsão do CAPEX e das amortizações/depreciações do Grupo foi seguido de perto o método sugerido por Koller (Koller et al., 2005). A estimativa do CAPEX por segmento de

<sup>36</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

<sup>37</sup> Para mais detalhes consultar o anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

negócio foi efetuada com base na representatividade, em termos históricos, das adições aos ativos fixos tangíveis e das adições aos ativos intangíveis de cada Segmento nas respectivas receitas. Para a previsão das amortizações e das depreciações, numa primeira fase foi analisado o seu comportamento face aos ativos intangíveis e face aos ativos fixos tangíveis, respetivamente, ao longo dos últimos anos:

$$\frac{Depr./amort_n}{Ativo\ líquido_{n-1}}$$

Aquele rácio, no caso das amortizações, aumentou ao longo de todo o período histórico, pelo que foi adotado o valor de 2013, de 75,3% como pressuposto do seu comportamento no futuro. No caso das depreciações, o rácio apresentou um comportamento estável pelo que a média dos valores, de 18,3%, foi assumida para o seu comportamento no período explícito.

As amortizações e as depreciações de cada ano foram depois determinadas:

$$Depr./amort_n = Rácio\ histórico * Ativo\ líquido_{n-1}$$

Os valores do ativo líquido, tangível e intangível, para cada ano foram estimados atendendo a:

$$Ativo\ líquido_n = Ativo\ líquido_{n-1} + CAPEX_n - Depr./amort_n$$

Por fim as amortizações/depreciações foram repartidas por cada Segmento em função da sua representatividade em cada um ao longo do período histórico.

### 6.1.5 Pressupostos de fundo de manei<sup>38</sup>

O fundo de manei, que se obtém através da diferença entre as necessidades e os recursos financeiros de exploração, traduz a capacidade da empresa em solver os seus compromissos de curto-prazo. As necessidades de exploração integram os direitos de transmissão de programas, as existências, a rúbrica dos clientes e contas a receber, ainda, a do Estado e outros entes públicos e a dos outros ativos correntes. Os recursos financeiros de exploração incluem a rúbrica dos fornecedores e contas a pagar, a do Estado e outros entes públicos e, ainda, a dos outros passivos correntes. A projeção das rúbricas do fundo de manei foi efetuada tendo em conta o seu comportamento passado e os montantes para a rúbrica foram

<sup>38</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

calculadas de modo global, na medida em que não se dispunha de informação que permitisse a sua repartição por Segmento. A repartição por cada segmento de negócio foi depois efetuada com base na contribuição de cada um para as receitas totais da Impresa em 2013, que como anteriormente referido foi de 73,17%, de 26,62% e de 0,22% para a Televisão, para o Publishing e para o segmento Outras, respetivamente.

#### **6.1.5.1 Necessidades financeiras de exploração**

##### Direitos de transmissão de programas

Os direitos de transmissão de programas respeitam somente ao segmento Televisão. No passado verificou-se que, em média, o valor desta rubrica reduziu 4% ao ano, pelo que se adotou tal redução anual como pressuposto para o seu comportamento no período explícito.

##### Existências

As existências da Impresa consistem, essencialmente, em matérias-primas, subsidiárias e de consumo. Em termos históricos, o peso das existências nas receitas foi estável e rondou os 0,98%, que foram assumidos como pressuposto para o seu comportamento no futuro.

##### Clientes e contas a receber

Em relação à rubrica de clientes e contas a receber procedeu-se ao apuramento do prazo médio de recebimento verificado no período histórico e os 1,5 meses registados em 2013 foram adotados para estimar o seu valor.

##### Estado e outros entes públicos

A rubrica do Estado e outros entes públicos do ativo integra, essencialmente, valores relativos a IRC e IVA. No passado, a rubrica em causa correspondeu, em média, a 0,45% das receitas da Impresa, pelo que se assumiu a manutenção desse comportamento no futuro.

##### Outros ativos correntes

Os outros ativos correntes, que incluem os adiantamentos a fornecedores, os pagamentos antecipados e os outros devedores tiveram um comportamento estável no passado. Nesse sentido, a média do peso dos adiantamentos a fornecedores na conta de fornecedores da empresa, a média do peso dos pagamentos antecipados nos custos totais e a média do peso dos outros devedores nas receitas totais, de 0,53% de 0,51% e de 1,07%, respetivamente, foi adotada como pressuposto para o seu comportamento no período explícito.

### **6.1.5.2 Recursos financeiros de exploração**

#### Fornecedores e contas a pagar

No que respeita à rubrica de fornecedores e contas a pagar, com vista à projeção do seu valor, procedeu-se à determinação do prazo médio de pagamentos verificado em termos históricos. A média encontrada de 2,47 meses, foi utilizada para estimar as dívidas a fornecedores.

#### Estado e outros entes públicos

A rubrica do Estado e outros entes públicos do passivo inclui valores relativos a IVA, às retenções na fonte de IRS, às contribuições para a Segurança Social e para o Instituto Português de Arte Cinematográfica Audiovisual/Cinemateca Portuguesa, a Imposto do Selo e a IRC. Em média, em termos históricos, a rubrica do Estado e outros entes públicos correspondeu a cerca de 4,22% dos custos da Impresa. Para efeitos de projeção foi considerado esse valor.

#### Outros passivos correntes

Os outros passivos correntes incluem os adiantamentos de clientes, os acréscimos de custos, os proveitos diferidos e, ainda, os outros passivos. No passado todos estes itens apresentaram um comportamento estável. Assim, a média do peso dos adiantamentos de clientes na conta de clientes e contas a receber, de 8,46%, a média do peso dos acréscimos de custos e dos outros passivos nos custos totais, de 7,33% e de 2,36%, respetivamente, e o peso médio dos proveitos diferidos nas receitas da Impresa, de 3,23% foram considerados para efeitos de projeção.

### **6.1.6 Pressupostos de evolução da dívida<sup>39</sup>**

A projeção da dívida financeira da Impresa foi efetuada com base na análise do seu comportamento histórico e tendo também em consideração o objetivo que tem sido divulgado pelo Grupo, nos seus Relatórios e Contas, de redução do passivo remunerado.

Inicialmente começou por se projetar a dívida financeira total. No passado decresceu a uma taxa de cerca de 5% ao ano, o que se adotou como pressuposto do seu comportamento no futuro. A repartição da dívida total em termos correntes e não correntes foi efetuada com base na informação histórica. Nos últimos anos, a dívida não corrente constituiu cerca de 70% da dívida total, enquanto a dívida corrente correspondeu a cerca de 30% do total de dívida, pelo que se assumiu esse comportamento para o período explícito.

---

<sup>39</sup> Para mais detalhes consultar anexo 1: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Impresa”.

### 6.1.7 *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

Após a análise das diversas variáveis necessárias à projeção dos *cash flows* da Empresa é necessário estimar o custo médio ponderado de capital. Pois, tal como já foi referido, no modelo dos fluxos de caixa, designadamente, na ótica da empresa, os *cash flows* são descontados ao custo médio ponderado do capital. A estimativa do WACC implica a previsão do custo do capital próprio e do capital alheio, bem como, do rácio da dívida e do capital próprio.

$$WACC = K_e \left( \frac{E}{E + D} \right) + K_d (1 - t) \left( \frac{D}{E + D} \right)$$

#### 6.1.7.1 Custo do capital próprio

O custo do capital próprio ( $K_e$ ) é determinado com base no modelo *CAPM*, sendo necessário identificar a taxa de juro sem risco, o beta e o prémio de risco, que se apresentam em seguida.

##### Taxa de juro sem risco

Nas atuais condições macroeconómicas, os mercados atribuem maior risco à economia Portuguesa e avaliam os títulos de dívida emitidos pelo Estado Alemão como sendo praticamente isentos de risco. Assim, a taxa de juro sem risco utilizada será a *yield* das 10-year *German Government Bunds*<sup>40</sup> no dia 31 de Dezembro de 2013, que ascendeu aos 1,93%. A justificação para a utilização de uma maturidade a 10 anos prende-se com o facto de a maturidade dos *cash flows*, que neste caso é de 7 anos, (período explícito), dever ser o mais próxima possível do período da taxa de juro sem risco a utilizar (Damodaran, 2012).

##### Beta

O beta de um ativo é uma medida de risco sistemático, que representa o risco que tal ativo adiciona à carteira de mercado. A carteira de mercado constitui o portfólio de todos os ativos (Koller et al., 2005). Um dos métodos mais comuns para estimar o beta de um ativo é utilizar uma regressão entre os retornos históricos do ativo e os retornos do portfólio de mercado (Damodaran, 2012). Assim, começou por se estimar a correlação entre o retorno das ações da Empresa e o dos dois principais índices bolsistas, isto é, o PSI 20 e o PSI Geral, como *proxy* do portfólio de mercado. Porém, apesar de tal correlação ter sido testada quer para horizontes temporais distintos, compreendidos entre 2009 e 2013, quer para diferentes periodicidades

---

<sup>40</sup> Fonte: Bloomberg, *German Government Bonds*, (on-line). <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>. Acedido em 24 de Abril de 2014.

(diárias e mensais), o coeficiente de correlação entre os retornos das ações da Impresa e os retornos dos índices PSI20 e PSI Geral apresentou valores muito baixos.

Perante a impossibilidade de obter um beta adequado através deste método recorreu-se ao beta da indústria. A Impresa atua em duas áreas de negócio distintas, o *Broadcasting* e o *Publishing*. De acordo com Damodaran<sup>41</sup>, o *Levered beta* do *Broadcasting* é de 1,45 e do *Publishing* é de 1,08. O peso do segmento *Broadcasting* e do *Publishing* nas receitas da Impresa, em 2013, foi de 73,17% e 26,62%, respetivamente.

O *Levered beta* ( $\beta_L$ ) da Impresa obteve-se ponderando o *Levered beta* de cada área de negócio, pelo respetivo peso nas receitas do Grupo:

$$\beta_L \text{ da Impresa} = 1,45 * 0,7317 + 1,08 * 0,2662 = 1,35$$

#### Prémio de risco

Tal como foi referido anteriormente, o retorno esperado de um investimento pode ser determinado pela soma da taxa livre de risco com um retorno extra, para compensar o risco (Damodaran, 2012). De acordo com Koller et al. (2005), um dos métodos utilizados para a estimativa do prémio de risco assenta em dados históricos e pode, ou não, incluir o risco-país. Assim, segundo o autor, com base em médias históricas e estimativas sobre o futuro, o prémio de risco de mercado apropriado situa-se, atualmente, entre 4,5% e 5,5%. O prémio de risco de mercado utilizado neste estudo é de 5% que, de acordo com Damodaran (2013), é o prémio de risco de mercados financeiramente saudáveis como a Alemanha que, a nível europeu é o Estado mais próximo de ser considerado sem risco. Seguindo a metodologia proposta por Damodaran, àquele prémio será adicionado o prémio de risco-país. O valor proposto para Portugal é de 5,4%. O prémio de risco é, então, obtido do seguinte modo:

#### *Equity risk premium*

$$= \text{Base premium for mature equity market} + \text{Country risk premium}$$

---

<sup>41</sup> Damodaran, A., 2014, *Levered and Unlevered Betas by Industry*, (on-line), Janeiro de 2014. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 14 de Maio de 2014.

$$\begin{aligned} \text{Equity risk premium} &= \text{Prémio de risco da Alemanha} + \text{Prémio de risco de Portugal} \\ &= 5\% + 5,40\% = 10,40\% \end{aligned}$$

O custo do capital próprio ( $K_e$ ) da Impresa a que se chegou é 14,08%, tal como se apresenta em seguida, (Tabela 22).

$$K_e = 1,93\% + 1,35 * 5\% + 5,4\% = 14,08\%$$

Tabela 22 – Custo do capital próprio

Custo do capital próprio ( $K_e$ )	
Taxa de juro sem risco ( $R_f$ )	1,93%
Beta da Impresa ( $\beta$ )	1,35
Prémio de risco de mercado [ $E(R_m) - R_f$ ]	5%
Prémio de risco-país	5,40%
<b>Custo do capital próprio (<math>K_e</math>)</b>	<b>14,08%</b>

Fonte: Elaboração própria

### 6.1.7.2 Custo do capital alheio

De acordo com Damodaran (2012), o cenário mais favorável à estimativa do custo da dívida verifica-se quando a empresa tem obrigações de longo-prazo em circulação e amplamente transacionadas. Assim, o preço de mercado das obrigações em conjugação com o seu cupão e maturidade permitem calcular uma *yield* que é usada como custo da dívida. No entanto, existem empresas que, apesar de terem obrigações em circulação, não são transacionadas numa base regular. Nestes casos, uma vez que tais empresas são, geralmente, classificadas com a atribuição de um *rating*, é possível estimar o custo da dívida através do seu *rating* e do *spread* de *default* associado. Todavia, há muitas empresas que não têm um *rating* associado, como é o caso da Impresa. Quando não há um *rating* disponível para estimar o custo da dívida, a alternativa pode ser o recurso ao histórico dos empréstimos recentes da empresa. Repare-se que a generalidade das empresas que não possuem notações de *rating* contraem empréstimos junto de instituições financeiras e, através da observação dos empréstimos mais recentes, é possível obter uma noção do valor dos *spreads* exigidos e usar tais *spreads* para obter o custo da dívida. Outra alternativa sugerida por Damodaran (2012) consiste na atribuição de um *rating* à empresa com base nos seus rácios financeiros e que designa por *rating* sintético. Após

a obtenção de um *rating* sintético, este pode ser convertido para estimar um *spread* de *default* que, quando adicionado à taxa de juro sem risco, gera um custo da dívida, antes de benefícios fiscais, para a empresa.

De modo a determinar o custo do capital alheio da Impresa, uma vez que esta não tem nenhum *rating* atribuído, foi estimado um *rating* sintético e o custo da dívida baseado nesse *rating*. De acordo com Damodaran<sup>42</sup> o *rating* sintético é estimado através do *Interest Coverage Ratio*:

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest Expenses}} = \frac{25.091.471}{11.612.855} = 2,16$$

Ainda de acordo com o autor, um *Interest Coverage Ratio* de 2,16 corresponde a um *rating* B com *spread* associado de 5,81%. Ao somar o *spread* de *default* de 5,81% com a taxa de juro sem risco utilizada neste estudo, de 1,93%, obtém-se um custo do capital alheio de 7,7%, como se mostra em seguida:

$$K_d = R_f + \text{spread default}$$

$$K_d = 1,93\% + 5,81\% = 7,7\%$$

### 6.1.7.3 Rácio da dívida e do capital próprio

Em 2013, o rácio contabilístico da dívida ( $\frac{D}{E+D}$ ) e do capital próprio ( $\frac{E}{E+D}$ ) do Grupo foi de cerca de 60% e 40%, respetivamente. Ao analisar o rácio médio da dívida e do capital próprio das duas principais áreas de negócio da Impresa, isto é, o *Broadcasting* e o *Publishing*, verifica-se que, segundo Damodaran<sup>43</sup>, o rácio médio da dívida e do capital próprio do *Broadcasting* foi de 18,42% e 81,58%, respetivamente e o rácio médio da dívida e do capital próprio do *Publishing* foi de 25,28% e 74,72%, respetivamente. Como se pode constatar, os rácios apresentados pela Impresa divergem consideravelmente dos rácios médios das indústrias das suas duas principais áreas de negócio. O Grupo tem manifestado nos seus Relatórios e Contas dos últimos anos o objetivo de redução do passivo remunerado, o que tem cumprido. Pois, de 2009 para 2013 a dívida líquida reduziu 43,1M€, ou seja, 18,6%. Atendendo a que no horizonte

<sup>42</sup> Damodaran, A., 2014, *Country Default Spreads and Risk Premiums*, (on-line), Janeiro de 2014. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 14 de Outubro de 2014.

<sup>43</sup> Damodaran, A., 2014, *Levered and Unlevered Betas by Industry*, (on-line), Janeiro de 2014. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 14 de Maio de 2014.

temporal considerado não é expectável que o Grupo possa alcançar os valores do setor, estabeleceu-se um rácio-alvo para a Impresa, de 40% para o rácio da dívida e de 60% para o rácio do capital próprio.

O custo médio ponderado de capital da Impresa é de 10,8% (Tabela 23).

**Tabela 23 – Custo médio ponderado de capital**

Custo médio ponderado de capital (WACC)	
Custo do capital próprio ( $K_e$ )	14,08%
Custo do capital alheio ( $K_d$ )	7,7%
Taxa de imposto ( $t$ )	24,5%
Rácio da dívida ( $\frac{D}{D+E}$ )	40%
Rácio do capital próprio ( $\frac{E}{D+E}$ )	60%
<b>Custo médio ponderado do capital (WACC)</b>	<b>10,8%</b>

Fonte: Elaboração própria

Para o WACC do valor terminal foi assumido o pressuposto de que, em virtude da estabilização que se prevê que a Impresa atinja em 2020 o custo do capital próprio, isto é, a taxa de retorno requerida pelos acionistas da empresa, irá diminuir para os 10,68%. Assim, o WACC do valor terminal ascendeu aos 8,7%.

## 6.2 Análise de resultados<sup>44</sup>

Tal como referido anteriormente, a Impresa foi avaliada através do método *Sum of the Parts* (SOTP), pois, cada segmento de negócio foi avaliado de modo individual e o valor do Grupo corresponde à soma do valor de todos os Segmentos. Em seguida são apresentados os principais resultados e considerações relativos à avaliação.

Em relação aos segmentos de negócio da Impresa, designadamente, a Televisão (Tabela 24), o Publishing (Tabela 25) e o segmento Outras (Tabela 26), está prevista uma melhoria do desempenho ao longo do período explícito, o que se refletiu no valor dos *free cash flows*, que se prevê que aumentem ano após ano e, conseqüentemente, no valor de cada Segmento.

<sup>44</sup> As demonstrações financeiras previsionais da Impresa estão disponíveis no anexo 2: “Resultados de avaliação da Impresa”.

**Tabela 24 – Valor do segmento Televisão (valores em €)**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>EBIT</b>	<b>30 005 537</b>	<b>31.061.440</b>	<b>32 674 001</b>	<b>34 154 338</b>	<b>35 482 536</b>	<b>36 815 901</b>	<b>38.077.650</b>
(-) Impostos operacionais	7.351.357	7.610.053	8.005.130	8.367.813	8.693.221	9.019.896	9.329.024
(+) Amortizações e depreciações	3.681.370	3.930.140	3.671.269	3.517.544	3.418.909	3.357.121	3.324.039
(+) Provisões e perdas de imparidade	1.255.562	1.293.700	1.333.075	1.372.119	1.412.363	1.453.847	1.494.825
(-) CAPEX	3.846.360	3.962.534	4.082.665	4.201.825	4.324.645	4.451.242	4.576.308
(-) Variação de fundo de manei	5.399.620	-949.986	-1.005.386	-1.004.622	-1.024.416	-1.031.766	-1.009.866
<b>Free Cash Flows</b>	<b>18.345.132</b>	<b>25 662 679</b>	<b>26 595 935</b>	<b>27 478 985</b>	<b>28.320.359</b>	<b>29.187.497</b>	<b>30.001.048</b>
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Free Cash Flow descontado	16.559.148	20.909.147	19.559.905	18.241.868	16.970.105	15.787.007	14.647.264

<b>PV do período explícito</b>	<b>122.674.444</b>
<b>PV do valor terminal</b>	<b>221.484.749</b>
<b>Valor do segmento Televisão</b>	<b>344.159.193</b>

Fonte: Elaboração própria

**Tabela 25 – Valor do segmento Publishing (valores em €)**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>EBIT</b>	<b>5.235.132</b>	<b>5.694.566</b>	<b>6.332.032</b>	<b>6.905.952</b>	<b>7.386.362</b>	<b>7 779 002</b>	<b>8.171.465</b>
(-) Impostos operacionais	1.282.607	1.395.169	1.551.348	1.691.958	1.809.659	1.905.855	2.002.009
(+) Amortizações e depreciações	525.910	561.449	524.467	502.506	488.416	479.589	474.863
(+) Provisões e perdas de imparidade	121.542	121.737	122.973	124.442	125.932	127.444	128.977
(-) CAPEX	52.042	52.275	52.914	53.641	54.381	55.134	55.894
(-) Variação de fundo de manei	1.964.307	-34.592	-365.746	-365.467	-372.668	-375.342	-367.375
<b>Free Cash Flows</b>	<b>2.583.628</b>	<b>5.275.899</b>	<b>5.740.956</b>	<b>6.152.769</b>	<b>6.509.338</b>	<b>6.800.387</b>	<b>7.084.777</b>
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Free Cash Flow descontado	2.332.100	4.298.637	4.222.170	4.084.503	3.900.521	3.678.210	3.458.966

<b>PV do período explícito</b>	<b>25.975.108</b>
<b>PV do valor terminal</b>	<b>42.159.591</b>
<b>Valor do segmento Publishing</b>	<b>68.134.698</b>

Fonte: Elaboração própria

**Tabela 26 – Valor do segmento Outras (valores em €)**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>EBIT</b>	<b>-4.194.294</b>	<b>-4.082.305</b>	<b>-3.771.818</b>	<b>-3.517.831</b>	<b>-3.263.147</b>	<b>-3.001.117</b>	<b>-2.729.645</b>
(-) Impostos operacionais	-1.027.602	-1.000.165	-924.095	-861.869	-799.471	-735.274	-668.763
(+) Amortizações e depreciações	1.577.730	1.684.346	1.573.401	1.507.519	1.465.247	1.438.766	1.424.588
(+) Provisões e perdas de imparidade	1.138.061	1.138.061	1.138.061	1.138.061	1.138.061	1.138.061	1.138.061
(-) CAPEX	115.463	126.227	134.599	141.062	147.843	154.958	162.411
(-) Variação de fundo de manei	15.931	-2.803	-2.966	-2.964	-3.022	-3.044	-2.979
<b>Free Cash Flows</b>	<b>-582.295</b>	<b>-383.158</b>	<b>-267.893</b>	<b>-148.481</b>	<b>-5.189</b>	<b>159.070</b>	<b>342.335</b>
WACC	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%
Free Cash Flow descontado	-525.606	-312.185	-197.021	-98.569	-3.110	86.038	167.137

<b>PV do período explícito</b>	<b>-883.316</b>
<b>PV do valor terminal</b>	<b>2.743.024</b>
<b>Valor do segmento Outras</b>	<b>1.859.708</b>

Fonte: Elaboração própria

Importa destacar o facto de o segmento Outras apresentar, ao longo de todo o período explícito, um EBIT negativo que, ainda assim, revela melhorias ano após ano e, a partir de 2019, os *free cash flows* passam a valores positivos. A melhoria verificada não foi suficiente para que o valor do Segmento no período explícito fosse positivo, ao ascender aos -883.316€. O valor global do Segmento é positivo, com o valor de 1.859.708 €, em virtude do valor terminal de 2.743.024€.

É ainda possível constatar que, tal como referido anteriormente, o segmento da Televisão é o mais representativo para a Impresa. Pois, o Segmento apresenta o valor de 344.159.193€, seguindo-se o segmento do Publishing com um valor de 68.134.698€ e, por fim, o segmento Outras com valor de 1.859.708€.

Com base na avaliação (Tabela 27), é possível constatar que o segmento da Televisão, o do Publishing e o segmento Outras representam cerca de 83,1%, 16,45% e 0,45%, respetivamente, do valor do Grupo que ascende aos 414.153.599€.

Depois do cálculo do *Enterprise value* da Impresa, e com o intuito de obter o valor do capital próprio do Grupo, foi necessário subtrair ao *Enterprise value* o valor da dívida financeira líquida e dos interesses minoritários e adicionar o valor dos investimentos financeiros e das propriedades de investimento.

#### Dívida financeira líquida

O valor da dívida financeira líquida, de 199.315.505€, resultou da soma dos empréstimos obtidos e locações financeiras, correntes e não correntes, aos quais foi subtraído o valor de caixa e seus equivalentes. Os valores de todas as rubricas que entraram no cálculo da dívida financeira líquida foram retirados das Demonstrações Financeiras (DF) do Grupo em 2013. Pois, considera-se que o valor de mercado da dívida não diverge grandemente do valor contabilístico.

#### Interesses minoritários

Os interesses minoritários apresentam nas DF de 2013 um valor nulo, porque nesse ano o Grupo adquiriu uma participação adicional da Olhares.com, que correspondia aos únicos interesses minoritários do Grupo em 2012.

#### Investimentos Financeiros e Propriedades de investimento

Os investimentos financeiros no valor de 6.736.787€ e as propriedades de investimento no valor de 6.151.963€ foram valorizados pelo seu valor contabilístico.

O valor do capital próprio da Impresa ascendeu a 227.726.844€ e, tendo o Grupo 168.000.000 ações em circulação, o *price target* da Impresa, a 31/12/2013 é de 1,36€. No final do ano, as ações estavam a ser transacionadas a 1,09€, o que traduz um potencial de valorização das ações de 24,8%.

Tabela 27 – Avaliação da Empresa - *Sum of the Parts* (valores em €)

		Metodologia	% Enterprise Value (EV)
Televisão	344.159.193	DCF	83,1%
Publishing	68.134.698	DCF	16,45%
Outras e Holding	1.859.708	DCF	0,45%
<b>Empresa Enterprise Value</b>	<b>414.153.599</b>		<b>100%</b>
(-) Dívida financeira líquida	199.315.505	Book Value	
(-) Interesses minoritários	-00	Book Value	
(+) Investimentos financeiros	6.736.787	Book Value	
(+) Propriedades de investimento	6.151.963	Book Value	
<b>Valor do Capital Próprio</b>	<b>227.726.844</b>		
Número de ações	168.000.000		
<b>Price Target</b>	<b>1,36</b>		
Preço das ações (31/12/2013)	1,09		
<b>Potencial de valorização</b>	<b>24,8%</b>		

Fonte: Elaboração própria

### 6.3 Análise de sensibilidade

As projeções elaboradas neste estudo foram efetuadas, essencialmente, com base no histórico da Impresa e em previsões existentes relativamente ao futuro do Grupo e da indústria dos *media*, na qual este se insere. Tal como o próprio nome indica, as projeções assentam em pressupostos em relação aos quais a incerteza está, inevitavelmente, associada. Nesse sentido é fundamental a realização de uma análise de sensibilidade às variáveis macroeconómicas e operacionais com maior impacte na avaliação e, conseqüentemente, no *price target* da Impresa (Tabela 28). A análise foi realizada numa base *ceteris paribus*.

Com esta análise é possível constatar que as variáveis com maior impacte no *price target* do Grupo são os proveitos e os custos operacionais, o custo do capital próprio e alheio e, ainda, a taxa de crescimento em perpetuidade. As variáveis com menos impacte no *price target* do Grupo são o CAPEX e o fundo de maneio, em relação às quais uma variação de mais ou menos 4% mantém o preço das ações da Impresa praticamente inalterado.

A análise de sensibilidade ao *price target* da Impresa vem reforçar a consistência da avaliação realizada ao Grupo. Note-se que mesmo a variável cuja variação causou maior impacte no valor das ações, isto é, os custos operacionais cujo aumento de 2p.p. coloca as ações em 1,10€,

revela que estas estavam a ser transacionadas a desconto no final de 2013, apresentando assim um potencial de valorização.

Tabela 28 – Análise de sensibilidade ao *price target* da Impresa

	Variação +/- (%)	Price Target (€)
Proveitos operacionais	+2% / -2%	1,48€ / 1,24€
Custos operacionais	+2% / -2%	1,10€ / 1,62€
Taxa de imposto	+2% / -2% <sup>45</sup>	1,30€ / 1,42€
CAPEX	+4% / -4%	1,35€ / 1,37€
Varição de Fundo de Maneio	+4% / -4%	1,36€ / 1,36€
Custo do Capital Próprio	+2% / -2%	1,21€ / 1,52€
Custo do Capital alheio	+1% / -1%	1,26€ / 1,48€
Taxa de crescimento em perpetuidade	+1% / -1%	1,64€ / 1,15€

Fonte: Elaboração própria

<sup>45</sup> A taxa de imposto sobre as empresas vai baixar em 2015 para 21%.

Santos, A., 2014, *IRC desce para os 21%*, Jornal Expresso (*on-line*), 15 de Outubro. Disponível em: <http://m.expresso.sapo.pt/inicio/modal/destaques/artigo/893875>. Acedido em 4 de Novembro de 2014.

## 7 Avaliação relativa

Os múltiplos são muito úteis numa segunda fase da avaliação (Fernández, 2005). Assim, tendo sido efetuada a avaliação com base nos *cash flows* descontados segue-se a realização da avaliação relativa e a comparação dos resultados obtidos com cada modelo. Para a concretização desta avaliação foi utilizada a base de dados de Damodaran<sup>46</sup>, mas apenas na seleção do *Peer Group*. Pois, a informação mais recente disponibilizada pelo autor respeita a Janeiro de 2014 que, para empresas como a Impresa, cujo ano económico coincide com o ano civil, corresponde à informação financeira relativa ao ano de 2012<sup>47</sup>. A moeda utilizada pelo autor é o dólar. Como se pode constatar, os valores de Damodaran diferem um pouco dos restantes apresentados neste trabalho, quer na periodicidade, quer na moeda. Ainda assim, tais valores foram utilizados neste estudo, para a seleção do *Peer Group*. Note-se que as assunções efetuadas por Damodaran são comparáveis em todas as empresas da sua base de dados. Para a obtenção dos valores dos múltiplos das empresas comparáveis recorreu-se a informação disponibilizada pela *Reuters*<sup>48</sup>.

### 7.1 Seleção do *Peer Group*

Para a obtenção do *Peer Group*, numa primeira fase, foram selecionadas as empresas europeias a operar na área do *Broadcasting* (onde Damodaran inclui a Impresa).

De modo a assegurar a compatibilidade entre a Impresa e as empresas do *Peer Group* foram selecionadas as empresas mais próximas do Grupo no que respeita à capitalização de mercado (< \$ 1 700 M), ao crescimento das receitas nos últimos 5 anos (-3,5% a 8%) e à rentabilidade (10% até 57%)(Tabela 29).

---

<sup>46</sup> Damodaran, A., 2014, *Individual Company Information, on-line*, Outubro de 2014. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 21 de Outubro de 2014.

<sup>47</sup> Em Janeiro de 2014 as Demonstrações Financeiras de 2013 ainda não estavam disponíveis.

<sup>48</sup> Reuters. Disponível em: [www.reuters.com](http://www.reuters.com).

Tabela 29 – *Peer Group*<sup>49</sup>

Company Name	Country	Market Cap (in US \$)	Historical growth in Revenues - Last 5 years	Return on Capital (ROC or ROIC)
Impresa-Sociedade Gestora de Participações Sociais SA	Portugal	\$252,20	-2,95%	39,78%
Societe d'Edition de Canal Plus SA	France	\$1 081,30	0,99%	45,42%
NRJ Group SA	France	\$772,50	3,66%	17,99%
TVN Spolka Akcyjna	Poland	\$1 696,20	-3,23%	10,15%
NextRadioTV SA	France	\$461,90	7,94%	56,11%
UTV Media plc	United Kingdom	\$341,60	-0,66%	13,88%
STV Group plc	United Kingdom	\$193,10	-2,44%	51,34%

Fonte: Elaboração própria

## 7.2 Comparação da Impresa com o *Peer Group*

Os múltiplos utilizados nesta avaliação são o PER, que de acordo com Fernandez (2013b) é um dos múltiplos mais utilizados e apropriados para a avaliação das empresas do setor dos *media* e o *Price to Book Value* (PBV). São ainda apresentados indicadores relevantes como o preço das ações e o valor de mercado das empresas (Tabela 30).

O PER da Impresa é de 16,14x face a 24,23x da média do *Peer Group*. Tal significa que os investidores estão dispostos a pagar menos pelas ações da Impresa do que pelas ações das empresas comparáveis. O PBV do Grupo, de 1,16 também é inferior à média do *Peer Group*, que ascende aos 4,64. O valor de mercado da Impresa de 183,12M€ é substancialmente inferior à média das suas comparáveis, de 534,02 M€.

Tal como se verificou pela análise baseada nos *cash flows*, a análise aos valores do *Peer Group*, nomeadamente a média, revela que a Impresa se encontra subavaliada apresentando, assim, potencial de valorização.

<sup>49</sup> Para mais detalhes consultar anexo 3: “Breve descrição das empresas constituintes do *Peer Group*”.

Tabela 30 – Múltiplos do *Peer Group*

Company Name	Trailing PER	PBV	Preço ação (€)	Valor de Mercado (M€)
<b>Impresa S.G.P.S., S.A.</b>	<b>16,14</b>	<b>1,16</b>	<b>1,09</b>	<b>183,12</b>
Societe d'Edition de Canal Plus SA	35,05	2,56	6,20	785,54
NRJ Group SA	30,42	1,08	7,05	571,61
TVN Spolka Akcyjna	22,38	4,79	3,54	1124,44
NextRadioTV SA	32,55	3,23	21,20	339,62
UTV Media plc	12,40	2,34	2,57	247,23
STV Group plc	12,60	13,84	3,58	135,7
<b>Mínimo</b>	<b>12,40</b>	<b>1,08</b>	<b>2,57</b>	<b>135,70</b>
<b>Média</b>	<b>24,23</b>	<b>4,64</b>	<b>7,36</b>	<b>534,02</b>
<b>Mediana</b>	<b>26,40</b>	<b>2,90</b>	<b>4,89</b>	<b>455,62</b>
<b>Máximo</b>	<b>35,05</b>	<b>13,84</b>	<b>21,20</b>	<b>1124,44</b>

Fonte: Elaboração própria



## 8 Conclusão

O objetivo da presente dissertação consistiu na avaliação do Grupo Impresa S.G.P.S., S.A., de modo a apurar o valor intrínseco das suas ações, reportado a 31/12/2013, com recurso a informação publicamente disponível.

A avaliação de empresas processa-se com base em métodos e modelos quantitativos, que assentam em pressupostos. Como tal, não pode existir uma comprovação absoluta dos resultados. Os pressupostos adotados, ao estarem na base da avaliação, são cruciais. Uma boa avaliação depende da pertinência/coerência dos pressupostos adotados.

Na revisão bibliográfica foram abordados os principais modelos de avaliação, sendo que o selecionado para a avaliação do Grupo Impresa, S.G.P.S., S.A., foi o modelo de *Discounted Cash Flows*. Este modelo foi escolhido, não só por ser o modelo eleito pelos analistas de *Equity Research* que acompanham a Impresa (CaixaBI, BPI, *Millennium*), como também, porque requer a realização de um menor número de previsões comparativamente ao modelo *Adjusted Present Value (APV)*, o que é uma vantagem. As projeções, inevitavelmente assentes em pressupostos, podem vir a não se concretizar.

A metodologia utilizada neste trabalho foi a do estudo de caso, que compreendeu quatro fases. A primeira fase consistiu na análise do contexto interno e enquadramento do negócio do Grupo. A segunda fase correspondeu à análise do contexto externo e dos seus impactes, com o objetivo de conhecer o setor e as suas perspetivas futuras. A terceira fase respeitou à avaliação económico-financeira do Grupo Impresa através do modelo dos *cash flows*, na ótica da empresa. Foi necessário estimar o valor dos *free cash flows to the firm* futuros e determinar o custo médio ponderado de capital (*WACC*). Para a concretização desta fase as duas anteriores foram cruciais, pois, o processo de avaliação requer que seja efetuada, não só uma análise à evolução da *performance* nos últimos anos (fase 1), como também uma projeção dessa *performance* para o futuro (fase 2). Por fim, foi efetuada a avaliação económico-financeira do Grupo Impresa, com base na avaliação relativa, com o intuito de comparar os resultados obtidos com os da avaliação pelo modelo dos *cash flows*.

A Impresa foi avaliada através do método *sum of the parts*, pois, o valor do segmento da Televisão (344.159.193€), do Publishing (68.134.698€) e de Outras (1.859.708€) foi apurado de

modo individual e o valor da Impresa (414.153.599€) corresponde à soma do valor de todos os Segmentos. O *price target* das ações do Grupo, reportado a 31/12/2013, é de 1,36€, pelo que se conclui que o valor de mercado da Impresa não reflete o seu valor intrínseco existindo, assim, um potencial de valorização, face à cotação de 1,09€ naquela data, de 24,8%.

A análise de sensibilidade às variáveis macroeconómicas e operacionais com maior impacte na avaliação e, conseqüentemente, no *price target* da Impresa, bem como, a avaliação com base em múltiplos conferem a consistência dos valores obtidos ao revelarem que a cotação do Grupo à data da avaliação é inferior ao seu valor intrínseco.

## Referências bibliográficas

- Benninga, S. Z., & Sarig, O. H. (1997). *Corporate finance: a valuation approach*. McGraw-Hill Companies, Inc.
- Brandão, E. (2008). *Finanças*. (E. Brandão, Ed.) (5th ed.).
- Damodaran, A. (2001). *Corporate finance: theory and practice* (2nd ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2006). *Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence*. Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2013). Equity Risk Premiums (ERP): determinants, estimation and implications. *Stern School of Business*.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fernandez, P. (2013a). *Company valuation methods. The most common errors in valuation*. IESE Business School, University of Navarra.
- Fernandez, P. (2013b). *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?* IESE Business School, University of Navarra.
- Fernandez, P. (2013c). *Valuing real options: frequently made errors*. IESE Business School, University of Navarra.
- Fernández, P. (2005). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor* (Tercera ed.). Ediciones Gestión 2000.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas*. (M. Robalo, Ed.). Sílabo gestão.
- Ferreira, L. F. (2008). *Modelos de avaliação de empresas e utilidade da informação contabilística*. Lisboa: Universidade Lusíada Editora.
- Fuller, R. J., & Hsia, C.-C. (1984). A simplified common stock valuation model. *Financial Analysts Journal*, 40(5), 49–56.
- Hull, J. C. (2003). *Options, futures and other derivatives* (5th ed.). New Jersey: Prentice Hall.
- Jr, J. D. (2011). Market value, fair value, and duress. *Journal of Property Investment & Finance*, 29(4/5), 428–447. doi:10.1108/146357811111150321

- Kathleen M. Eisenhardt. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, 14-4, 532–550.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation-measuring and managing the value of companies* (4th ed.). John Wiley & Sons, Inc.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37.
- Malkiel, B. G. (1963). Equity yields, growth, and the structure of share prices. *The American Economic Review*, 53(5), 1004–1031.
- Marrelli, A. F. (2007). Collecting data through case studies. *Performance Improvement*, 46(7), 39–44. doi:10.1002/pfi.148
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768–783.
- Mota, A. G., & Custódio, C. (2008). *Finanças da empresa* (4th ed.). Lisboa: bnomics.
- Myers, S. C. (1974). Interactions of corporate financing and investment decisions - implications for capital budgeting. *The Journal of Finance*, 29(1), 1–25.
- Neves, J. C. das. (1997). *Análise financeira: métodos e técnicas* (10th ed.). Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. C. das. (2002). *Avaliação de empresas e negócios: fundamentos, técnicas e aplicações*. Lisboa: McGraw-Hill.
- OECD. (2010). *News in the internet age: new trends in news publishing*. OECD Publishing.
- Parrino, R., & Kidwell, D. (2009). *Fundamentals of corporate finance*. John Wiley & Sons, Inc.
- Perez, M. M., & Famá, R. (2004). Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. *Administração Em Diálogo*, 6, 101–112.
- Pike, R., & Neale, B. (2006). *Corporate finance and investment: decisions & strategies* (5th ed.). Pearson Education Limited.
- Pinheiro, A. C. A. (2005). *Avaliação de património*. (M. Robalo, Ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Ponte, J. P. da. (1994). O estudo de caso na investigação em educação matemática. *Quadrante*, 3(1), 3–18.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Steiger, F. (2008). *The validity of company valuation using discounted cash flow methods*. European Business School.
- Stulz, R. M. (1999). Globalization, corporate finance and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8–25.

Vernimmen, P., Quiry, P., Dallochio, M., Fur, Y. Le, & Salvi, A. (2009). *Corporate finance: theory and practice* (2nd ed.). John Wiley & Sons, Ltd.

Yin, R. K. (2005). *Estudo de caso: planeamento e métodos* (3rd ed.). Bookman.

### Equity Research

- BPI (25 de Novembro de 2013), Impresa, Equity Research.
- CaixaBI (17 de Janeiro de 2014), Impresa, Company Update.
- Millennium investment banking (8 de Fevereiro de 2013), Media Sector, Valuation Update.

### Impresa ([www.Impresa.pt](http://www.Impresa.pt))

- Deliberações da Assembleia Geral (19 de Abril de 2011)
- Comunicado da Impresa à CMVM e ao mercado (17 de Janeiro de 2014)
- Apresentação Institucional, 2013
- Relatórios e Contas – Exercício de 2009, 2010, 2011, 2012 e 2013

### Outros Recursos

- Santos, A., 2014, *IRC desce para os 21%*, Jornal Expresso (*on-line*), 15 de Outubro. Disponível em: <http://m.expresso.sapo.pt/inicio/modal/destaques/artigo/893875>. Acedido em 4 de Novembro de 2014
- Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação, [www.apct.pt](http://www.apct.pt)
- Atelevisão, <http://www.atelevisao.com/>
- Bloomberg, *German Government Bonds*, (*on-line*). Disponível em: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>. Acedido em 24 de Abril de 2014
- Bolsa de Lisboa, [www.bolsadelisboa.com.pt](http://www.bolsadelisboa.com.pt)
- Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas, 2013
- Código do Imposto sobre o Valor Acrescentado, 2013
- CMVM, <http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>
- Damodaran, A., 2014, *Country Default Spreads and Risk Premiums*, *on-line*, Janeiro de 2014. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 14 de Outubro de 2014.

- Damodaran, A., 2014, *Individual Company Information*, (on-line), Outubro de 2014. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 21 de Outubro de 2014
- Damodaran, A., 2014, *Levered and Unlevered Betas by Industry*, (on-line), Janeiro de 2014. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 14 de Maio de 2014
- Euronext, <https://www.euronext.com/>
- Financial Times, [www.ft.com](http://www.ft.com)
- Informa, [www.informabd.pt](http://www.informabd.pt)
- International Monetary Fund, 2014, *World Economic Outlook Database*
- Jornal Expresso, 2014, *Impresa distinguida pela bolsa de Lisboa*, Jornal Expresso (on-line), 31 de Janeiro. Disponível em: <http://expresso.sapo.pt/impresa-distinguida-pela-bolsa-de-lisboa=f853564>. Acedido em 4 de Fevereiro de 2014
- Portal das finanças, <http://www.portaldasfinancas.gov.pt/at/html/index.html>
- PricewaterhouseCoopers, 2013, *Portugal Entertainment and Media Outlook: 2013-2017*. 14th anual edition
- Reuters, [www.reuters.com](http://www.reuters.com)

## Anexos

## Anexo 1 - Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Empresa

Tabela 31 – Resultados operacionais do segmento Televisão (valores em milhares de €)

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TCMA 14-20E
<b>Proveitos Operacionais</b>	<b>173.535</b>	<b>179.366</b>	<b>184.814</b>	<b>190.439</b>	<b>196.016</b>	<b>201.766</b>	<b>207.692</b>	<b>213.546</b>	<b>2,9%</b>
Taxa de crescimento anual	9,4%	3,4%	3,0%	3,0%	2,9%	2,9%	2,9%	2,8%	
Publicidade	88.250	91.780	94.716	97.747	100.875	104.103	107.435	110.873	3,2%
Taxa de crescimento anual	1,0%	4,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	
Subscrição de canais	44.427	45.093	45.905	46.731	47.572	48.429	49.300	50.188	1,8%
Taxa de crescimento anual	-1,5%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Outras	40.857	42.492	44.191	45.959	47.568	49.233	50.956	52.484	3,6%
Taxa de crescimento anual	56,2%	4,0%	4,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	
<b>Custos Operacionais</b>	<b>143.798</b>	<b>145.679</b>	<b>149.822</b>	<b>154.094</b>	<b>158.345</b>	<b>162.864</b>	<b>167.519</b>	<b>172.144</b>	<b>2,8%</b>
Custo dos programas exibidos	68.888	67.616	69.670	71.790	73.893	76.060	78.294	80.501	2,9%
Fornecimentos e serviços externos	46.272	48.787	50.269	51.799	53.316	54.880	56.492	58.084	2,9%
Custos com o pessoal	26.722	27.123	27.665	28.218	28.783	29.502	30.240	30.996	2,2%
Provisões e perdas de imparidade	1.100	1.255	1.293	1.333	1.372	1.412	1.453	1.494	2,9%
Outros custos operacionais	815	896	924	952	980	1.008	1.038	1.067	2,9%
<b>EBITDA</b>	<b>29.736</b>	<b>33.686</b>	<b>34.991</b>	<b>36.345</b>	<b>37.671</b>	<b>38.901</b>	<b>40.173</b>	<b>41.401</b>	<b>3,5%</b>
Margem EBITDA	17,1%	18,8%	18,9%	19,1%	19,2%	19,3%	19,3%	19,4%	0,5%
Amortizações e depreciações	3.832	3.681	3.930	3.671	3.517	3.418	3.357	3.324	-1,7%
<b>EBIT</b>	<b>25.904</b>	<b>30.005</b>	<b>31.061</b>	<b>32.674</b>	<b>34.154</b>	<b>35.482</b>	<b>36.815</b>	<b>38.077</b>	<b>4,1%</b>
Margem EBIT	14,9%	16,7%	16,8%	17,2%	17,4%	17,6%	17,7%	17,8%	1,1%

Tabela 32 – Resultados operacionais do segmento Publishing (valores em milhares de €)

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TCMA 14- 20E
<b>Proveitos Operacionais</b>	<b>63.129</b>	<b>62.061</b>	<b>62.161</b>	<b>62.792</b>	<b>63.542</b>	<b>64.303</b>	<b>65.075</b>	<b>65.858</b>	<b>1,0%</b>
Taxa de crescimento anual	-8,1%	-1,7%	0,2%	1,0%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Publicidade	27.951	27.392	27.378	27.789	28.289	28.798	29.316	29.844	1,4%
Taxa de crescimento anual	-6,4%	-2,0%	-0,1%	1,5%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Publicações	27.322	27.048	27.238	27.428	27.648	27.869	28.092	28.317	0,8%
Taxa de crescimento anual	-10,2%	-1,0%	0,7%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
Outras	7.856	7.620	7.544	7.574	7.605	7.635	7.666	7.696	0,2%
Taxa de crescimento anual	-6,2%	-3,0%	-1,0%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
<b>Custos Operacionais</b>	<b>58.639</b>	<b>56.300</b>	<b>55.905</b>	<b>55.936</b>	<b>56.134</b>	<b>56.428</b>	<b>56.816</b>	<b>57.212</b>	<b>0,3%</b>
Custo dos das mercadorias vendidas	10.268	9.929	9.945	10.046	10.166	10.288	10.412	10.537	1,0%
Fornecimentos e serviços externos	28.635	27.307	27.350	27.628	27.958	28.293	28.633	28.977	1,0%
Custos com o pessoal	18.824	18.259	17.802	17.446	17.185	17.013	16.928	16.843	-1,3%
Provisões e perdas de imparidade	180	121	121	122	124	125	127	128	1,0%
Outros custos operacionais	732	682	683	690	698	707	715	724	1,0%
<b>EBITDA</b>	<b>4.489</b>	<b>5.761</b>	<b>6.256</b>	<b>6.856</b>	<b>7.408</b>	<b>7.874</b>	<b>8.258</b>	<b>8.646</b>	<b>7,0%</b>
Margem EBITDA	7,1%	9,3%	10,1%	10,9%	11,7%	12,2%	12,7%	13,1%	5,9%
Amortizações e depreciações	377	525	561	524	502	488	479	474	-1,7%
<b>EBIT</b>	<b>4.112</b>	<b>5.235</b>	<b>5.694</b>	<b>6.332</b>	<b>6.905</b>	<b>7.386</b>	<b>7.779</b>	<b>8.171</b>	<b>7,7%</b>
Margem EBIT	6,5%	8,4%	9,2%	10,1%	10,9%	11,5%	12,0%	12,4%	6,6%

Tabela 33 – Resultados operacionais do segmento Outras e Inter-segmentos (valores em milhares de €)

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TCMA 14-20E
<b>Proveitos Operacionais</b>	<b>511</b>	<b>1.749</b>	<b>1.924</b>	<b>2.059</b>	<b>2.162</b>	<b>2.270</b>	<b>2.383</b>	<b>2.502</b>	<b>6,2%</b>
<b>Custos Operacionais</b>	<b>4.387</b>	<b>4.366</b>	<b>4.322</b>	<b>4.257</b>	<b>4.172</b>	<b>4.068</b>	<b>3.946</b>	<b>3.807</b>	<b>-2,3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-3.875</b>	<b>-2.616</b>	<b>-2.397</b>	<b>-2.198</b>	<b>-2.010</b>	<b>-1.797</b>	<b>-1.562</b>	<b>-1.305</b>	<b>-10,9%</b>
Margem EBITDA	-757,0%	-149,6%	-124,6%	-106,8%	-93,0%	-79,2%	-65,5%	-52,1%	-16,1%
Amortizações e depreciações	1.049	1.577	1.684	1.573	1.507	1.465	1.438	1.424	-1,7%
<b>EBIT</b>	<b>-4.924</b>	<b>-4.194</b>	<b>-4.082</b>	<b>-3.771</b>	<b>-3.517</b>	<b>-3.263</b>	<b>-3.001</b>	<b>-2.729</b>	<b>-6,9%</b>
Margem EBIT	-961,9%	-239,7%	-212,1%	-183,2%	-162,7%	-143,7%	-125,9%	-109,1%	-12,3%

**Tabela 34 – Evolução das rubricas de imobilizado da Impresa e respetivas amortizações (valores em milhares de €)**

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Investimento de reposição</b>								
Ativos fixos tangíveis	3.704	3.900	4.024	4.150	4.274	4.401	4.532	4.662
Ativos intangíveis	110	113	116	119	122	125	128	131
<b>Total do CAPEX</b>	<b>3.815</b>	<b>4.013</b>	<b>4.141</b>	<b>4.270</b>	<b>4.396</b>	<b>4.526</b>	<b>4.661</b>	<b>4.794</b>

<b>Amortizações do exercício</b>								
Ativos fixos tangíveis	4.922	5.366	5.097	4.901	4.763	4.674	4.624	4.607
Ativos intangíveis	336	248	146	123	120	121	124	127
<b>Total das amortizações do exercício</b>	<b>5.259</b>	<b>5.614</b>	<b>5.244</b>	<b>5.025</b>	<b>4.884</b>	<b>4.795</b>	<b>4.748</b>	<b>4.734</b>

<b>Ativo</b>								
Ativos fixos tangíveis	29.291	27.824	26.751	26.001	25.512	25.239	25.148	25.203
Ativos intangíveis	329	195	164	160	161	165	169	173
<b>Total do Ativo</b>	<b>29.620</b>	<b>28.020</b>	<b>26.916</b>	<b>26.161</b>	<b>25.673</b>	<b>25.404</b>	<b>25.317</b>	<b>25.377</b>

**Tabela 35 – Evolução do CAPEX por Segmento (valores em milhares de €)**

		2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>Ativos fixos tangíveis</b>	Televisão	3.749	3.863	3.981	4.097	4.218	4.341	4.464
	Publishing	45	45	45	46	46	47	47
	Outras e Inter-segmentos	105	115	123	130	136	143	150
	<b>Total AFT</b>	<b>3.900</b>	<b>4.024</b>	<b>4.150</b>	<b>4.274</b>	<b>4.401</b>	<b>4.532</b>	<b>4.662</b>

<b>Ativos intangíveis</b>	Televisão	96	98	101	103	106	109	112
	Publishing	6	6	7	7	7	7	7
	Outras e Inter-segmentos	10	10	10	11	11	11	11
	<b>Total AI</b>	<b>113</b>	<b>116</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>125</b>	<b>128</b>	<b>131</b>

Tabela 36 – Evolução das rubricas de fundo de maneiio da Impresa (valores em milhares de €)

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Direitos de transmissão de programas	17.106	16.422	15.765	15.134	14.529	13.947	13.390	12.854
Existências	2.197	2.381	2.437	2.500	2.563	2.628	2.694	2.761
Clientes e contas a receber	37.456	36.069	36.947	37.916	38.889	39.890	40.921	41.943
Estado e outros entes públicos	50	1.096	1.122	1.151	1.180	1.210	1.241	1.271
Outros ativos correntes	4.070	3.855	3.940	4.035	4.132	4.232	4.335	4.438
<b>Total dos ativos correntes</b>	<b>60.881</b>	<b>59.826</b>	<b>60.213</b>	<b>60.738</b>	<b>61.294</b>	<b>61.909</b>	<b>62.583</b>	<b>63.269</b>
Fornecedores e contas a pagar	40.964	39.849	40.761	41.782	42.814	43.875	44.968	46.050
Estado e outros entes públicos	14.380	8.703	8.859	9.038	9.222	9.420	9.628	9.834
Outros passivos correntes	32.551	30.907	31.526	32.225	32.938	33.693	34.477	35.255
<b>Total dos passivos correntes</b>	<b>87.895</b>	<b>79.460</b>	<b>81.146</b>	<b>83.046</b>	<b>84.974</b>	<b>86.990</b>	<b>89.074</b>	<b>91.140</b>
<b>Total do Fundo de Maneio</b>	<b>-27.014</b>	<b>-19.634</b>	<b>-20.933</b>	<b>-22.307</b>	<b>-23.680</b>	<b>-25.080</b>	<b>-26.490</b>	<b>-27.870</b>
% das receitas	-11,4%	-8,1%	-8,4%	-8,7%	-9,0%	-9,3%	-9,6%	-9,9%
<b>Investimento em Fundo de Maneio</b>	<b>-6.238</b>	<b>7.379</b>	<b>-1.298</b>	<b>-1.374</b>	<b>-1.373</b>	<b>-1.400</b>	<b>-1.410</b>	<b>-1.380</b>

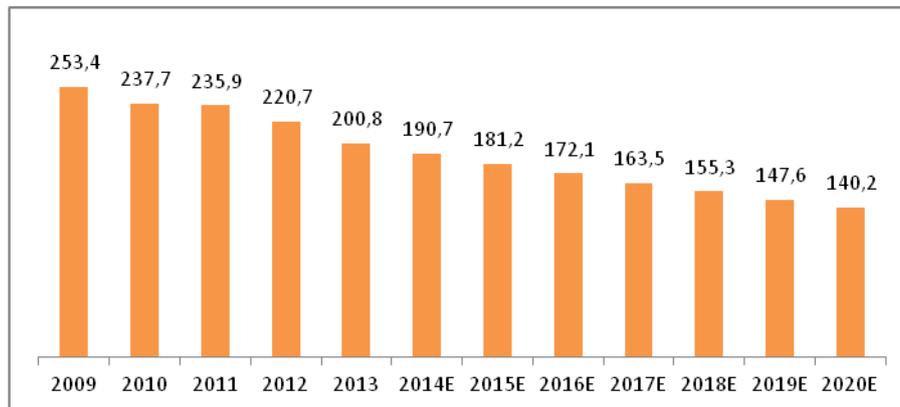
Tabela 37 – Evolução do fundo de maneiio por Segmento (valores em milhares de €)

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Televisão	5.399	-949	-1.005	-1.004	-1.024	-1.031	-1.009
Publishing	1.964	-345	-365	-365	-372	-375	-367
Outras	15	-2	-2	-2	-3	-3	-2
<b>Total</b>	<b>7.379</b>	<b>-1.298</b>	<b>-1.374</b>	<b>-1.373</b>	<b>-1.400</b>	<b>-1.410</b>	<b>-1.380</b>

Tabela 38 – Evolução da dívida financeira da Impresa durante o período histórico e explícito (valores em M€)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TCMA 09-20E
Dívida não Corrente	201,6	172,9	163,6	157,1	134,7	133,5	126,8	120,5	114,5	108,7	103,3	98,1	-6,3%
Dívida Corrente	51,8	64,8	72,3	63,6	66,1	57,2	54,4	51,6	49,1	46,6	44,3	42,1	-1,9%
<b>Dívida Financeira total</b>	<b>253,4</b>	<b>237,7</b>	<b>235,9</b>	<b>220,7</b>	<b>200,8</b>	<b>190,7</b>	<b>181,2</b>	<b>172,1</b>	<b>163,5</b>	<b>155,3</b>	<b>147,6</b>	<b>140,2</b>	<b>-5,2%</b>
Juros e outros custos financeiros	13,0	11,6	13,6	13,7	12,1	11,4	10,9	10,3	9,8	9,3	8,9	8,4	-3,9%

**Gráfico 27 – Evolução da dívida financeira da Impresa durante o período histórico e explícito (valores em M€)**



## Anexo 2 – Resultados de avaliação da Impresa

Tabela 39 – Demonstração dos Resultados previsional da Impresa (valores em milhares de €)

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TCMA 14- 20E
<b>PROVEITOS OPERACIONAIS</b>									
Televisão	173.535	179.366	184.814	190.439	196.016	201.766	207.692	213.546	2,9%
Publishing	63.129	62.061	62.161	62.792	63.542	64.303	65.075	65.858	1,0%
Outras	511	1.749	1.924	2.059	2.162	2.270	2.383	2.502	6,2%
<b>Total de proveitos operacionais</b>	<b>237.176</b>	<b>243.177</b>	<b>248.899</b>	<b>255.291</b>	<b>261.721</b>	<b>268.339</b>	<b>275.151</b>	<b>281.907</b>	<b>2,5%</b>
<b>CUSTOS OPERACIONAIS</b>									
Custo dos programas emitidos e das mercadorias vendidas	79.157	77.546	79.615	81.837	84.059	86.348	88.706	91.038	2,7%
Fornecimentos e serviços externos	71.657	77.471	78.983	80.770	82.590	84.456	86.369	88.262	2,2%
Custos com o pessoal	52.385	48.059	48.118	48.275	48.526	49.010	49.587	50.174	0,7%
Provisões e perdas de imparidade	1.280	1.377	1.415	1.456	1.496	1.538	1.581	1.623	2,8%
Outros custos operacionais	2.346	1.892	1.917	1.948	1.978	2.007	2.037	2.065	1,5%
<b>Total de custos operacionais</b>	<b>206.826</b>	<b>206.345</b>	<b>210.050</b>	<b>214.287</b>	<b>218.651</b>	<b>223.361</b>	<b>228.282</b>	<b>233.164</b>	<b>2,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>30.350</b>	<b>36.831</b>	<b>38.849</b>	<b>41.003</b>	<b>43.070</b>	<b>44.978</b>	<b>46.869</b>	<b>48.742</b>	<b>4,8%</b>
Margem EBITDA	12,8%	15,1%	15,6%	16,1%	16,5%	16,8%	17,0%	17,3%	2,2%
Amortizações e depreciações	5.259	5.785	6.175	5.769	5.527	5.372	5.275	5.223	-1,7%
<b>EBIT</b>	<b>25.091</b>	<b>31.046</b>	<b>32.673</b>	<b>35.234</b>	<b>37.542</b>	<b>39.605</b>	<b>41.593</b>	<b>43.519</b>	<b>5,8%</b>
Margem EBIT	10,6%	12,8%	13,1%	13,8%	14,3%	14,8%	15,1%	15,4%	3,2%
<b>RESULTADOS FINANCEIROS</b>									
Ganhos (perdas) em empresas associadas	260	260	260	260	260	260	260	260	0,0%
Juros e outros custos financeiros	12.120	11.442	10.870	10.327	9.810	9.320	8.854	8.411	-5,0%
Outros proveitos financeiros	58	58	58	58	58	58	58	58	0,0%
<b>Total dos resultados financeiros</b>	<b>11.801</b>	<b>11.123</b>	<b>10.551</b>	<b>10.008</b>	<b>9.491</b>	<b>9.001</b>	<b>8.535</b>	<b>8.092</b>	<b>-5,2%</b>
Resultados antes de impostos	13.289	19.922	22.121	25.225	28.050	30.604	33.058	35.426	10,1%
Imposto sobre o rendimento do exercício	6.691	4.880	5.419	6.180	6.872	7.498	8.099	8.679	10,1%
<b>Resultado consolidado líquido das operações em continuação</b>	<b>6.597</b>	<b>15.041</b>	<b>16.702</b>	<b>19.045</b>	<b>21.178</b>	<b>23.106</b>	<b>24.959</b>	<b>26.747</b>	<b>10,1%</b>
Resultado do exercício por ação	0,0393	0,090	0,099	0,113	0,126	0,138	0,149	0,159	10,1%

**Pressupostos adicionais subjacentes à construção da DR previsional:**

**Ganhos (perdas) em empresas associadas:** Dada a imaterialidade desta rubrica considerou-se que se manteria constante nos valores de 2013.

**Outros proveitos financeiros:** Dada a imaterialidade desta rubrica considerou-se que se manteria constante nos valores de 2013.

Tabela 40 – Balanço previsional da Impresa (valores em milhares de €)

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TCMA 14-20E
<b>ATIVO</b>									
<b>ATIVOS NÃO CORRENTES</b>									
<i>Goodwill</i>	300.892	300.892	300.892	300.892	300.892	300.892	300.892	300.892	0,0%
Ativos intangíveis	329	195	164	160	161	165	169	173	-1,9%
Ativos fixos tangíveis	29.291	27.824	26.751	26.001	25.512	25.239	25.148	25.203	-1,6%
Investimentos financeiros	6.736	7.055	7.389	7.738	8.104	8.488	8.889	9.309	4,7%
Propriedades de investimento	6.151	6.151	6.151	6.151	6.151	6.151	6.151	6.151	0,0%
Direitos de transmissão de programas	8.591	7.174	7.392	7.617	7.840	8.070	8.307	8.541	2,9%
Outros ativos não correntes	7.568	8.303	9.109	9.994	10.965	12.030	13.198	14.480	9,7%
<b>Total de ativos não correntes</b>	<b>359.562</b>	<b>357.598</b>	<b>357.852</b>	<b>358.557</b>	<b>359.629</b>	<b>361.038</b>	<b>362.757</b>	<b>364.754</b>	<b>0,3%</b>
<b>ATIVOS CORRENTES</b>									
Direitos de transmissão de programas	17.106	16.422	15.765	15.134	14.529	13.947	13.390	12.854	-4,0%
Existências	2.197	2.381	2.437	2.500	2.563	2.628	2.694	2.761	2,5%
Clientes e contas a receber	37.456	36.069	36.947	37.916	38.889	39.890	40.921	41.943	2,5%
Estado e outros entes públicos	50	1.096	1.122	1.151	1.180	1.210	1.241	1.271	2,5%
Outros ativos correntes	4.070	3.855	3.940	4.035	4.132	4.232	4.335	4.438	2,4%
Caixa e equivalentes de caixa	1.434	1.022	9.233	19.889	32.762	47.684	64.567	83.319	108,2%
<b>Total de ativos correntes</b>	<b>62.315</b>	<b>60.848</b>	<b>69.446</b>	<b>80.628</b>	<b>94.057</b>	<b>109.593</b>	<b>127.150</b>	<b>146.589</b>	<b>15,8%</b>
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>421.877</b>	<b>418.447</b>	<b>427.299</b>	<b>439.185</b>	<b>453.686</b>	<b>470.632</b>	<b>489.908</b>	<b>511.343</b>	<b>3,4%</b>
<b>CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>									
<b>CAPITAL PRÓPRIO</b>									
Capital	84.000	84.000	84.000	84.000	84.000	84.000	84.000	84.000	0,0%
Prémio de emissão de ações	36.179	36.179	36.179	36.179	36.179	36.179	36.179	36.179	0,0%
Reserva Legal	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050	1.050	0,0%
Resultados transitados e outras reservas	-962	5.635	21.449	38.907	58.738	80.725	104.663	130.479	68,8%
Resultado consolidado líquido do exercício	6.597	15.814	17.457	19.831	21.986	23.938	25.815	27.627	9,7%
Capital próprio atribuível aos acionistas da empresa mãe	126.865	142.679	160.137	179.968	201.955	225.893	251.709	279.336	11,8%
Capital próprio atribuível aos interesses sem controlo	-00	-00	-00	-00	-00	-00	-00	-00	0,0%
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO</b>	<b>126.865</b>	<b>142.679</b>	<b>160.137</b>	<b>179.968</b>	<b>201.955</b>	<b>225.893</b>	<b>251.709</b>	<b>279.336</b>	<b>11,8%</b>
<b>PASSIVO</b>									
<b>PASSIVOS NÃO CORRENTES</b>									
Empréstimos obtidos	134.658	133.498	126.823	120.482	114.458	108.735	103.298	98.133	-5,0%
Outros passivos não correntes	6.366	6.366	6.366	6.366	6.366	6.366	6.366	6.366	0,0%
<b>Total de passivos não correntes</b>	<b>141.025</b>	<b>139.865</b>	<b>133.190</b>	<b>126.849</b>	<b>120.825</b>	<b>115.102</b>	<b>109.665</b>	<b>104.500</b>	<b>-4,7%</b>
<b>PASSIVOS CORRENTES</b>									
Empréstimos obtidos	66.091	57.213	54.353	51.635	49.053	46.600	44.270	42.057	-5,0%
Fornecedores e contas a pagar	40.964	39.849	40.761	41.782	42.814	43.875	44.968	46.050	2,4%
Estado e outros entes públicos	14.380	8.703	8.859	9.038	9.222	9.420	9.628	9.834	2,1%
Outros passivos correntes	32.551	30.907	31.526	32.225	32.938	33.693	34.477	35.255	2,2%
<b>Total de passivos correntes</b>	<b>153.987</b>	<b>136.674</b>	<b>135.499</b>	<b>134.681</b>	<b>134.028</b>	<b>133.591</b>	<b>133.345</b>	<b>133.197</b>	<b>-0,4%</b>
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>295.012</b>	<b>276.540</b>	<b>268.690</b>	<b>261.531</b>	<b>254.853</b>	<b>248.693</b>	<b>243.010</b>	<b>237.698</b>	<b>-2,5%</b>
<b>TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO</b>	<b>421.877</b>	<b>418.447</b>	<b>427.299</b>	<b>439.185</b>	<b>453.686</b>	<b>470.632</b>	<b>489.908</b>	<b>511.343</b>	<b>3,4%</b>

Pressupostos adicionais subjacentes à construção do Balanço previsional:

**Ativo:**

**Goodwill e propriedades de investimento:** foram mantidas constantes, não favorecendo nem prejudicando a avaliação da Impresa.

**Investimentos financeiros:** foi considerada a taxa de variação (2009-2013) de 4,7% como pressuposto do seu comportamento no futuro.

**Direitos de transmissão de programas:** no que respeita à parte não corrente foi considerado um peso de 4% nas receitas de TV.

**Outros ativos não correntes:** foi considerada a taxa de variação (2009-2013) de 9,7% como pressuposto do seu comportamento no futuro.

**Caixa e equivalentes de caixa:** o seu valor é elevado porque se considerou que a totalidade do RL do exercício passa para resultados transitados. Se a empresa optar pela distribuição de dividendos este valor poderá diminuir consideravelmente.

**Capital Próprio:**

**Capital, prémio de emissão de ações e reserva legal:** à semelhança do que se verificou histórico, estas rubricas foram mantidas constantes. Em relação à reserva legal a Impresa já cumpre o mínimo requerido pela legislação.

**Passivo:**

**Outros passivos não correntes:** foram mantidos constantes nos valores de 2013, não favorecendo nem prejudicando a avaliação da Impresa.

### Anexo 3 - Breve descrição das empresas constituintes do *Peer Group*<sup>50</sup>

#### **Societe d'Édition de Canal Plus SA**

A Societe d'Édition de Canal Plus SA, também conhecida como Canal +, está sediada em França. É uma empresa especializada na edição, produção e difusão de um canal generalista (Canal +) e de vários canais temáticos (Canal + cinema, Canal + Sport, Canal + Series, Canal + e Canal + Família Decale, Cine + Premier, Cine + Frisson, Cine + Emotion, entre outros).

#### **NRJ Group SA**

A NRJ Group SA, com sede em França, é um grupo de multimédia que atua na rádio, na televisão, na Internet, nas telecomunicações móveis e no entretenimento.

#### **TVN Spolka Akcyjna**

A TVN SA é um grupo de *media* com sede na Polónia, que opera em três segmentos, designadamente, na televisão, na rádio e na produção de conteúdos.

#### **NextRadioTV SA**

A NextRadioTV SA está sediada em França e opera na rádio, na televisão e na área das publicações.

#### **UTV Media plc**

A UTV Media plc tem como principais áreas de atividade a rádio, a televisão e as *new media*.

---

<sup>50</sup> Financial Times. Disponível em: [www.ft.com](http://www.ft.com). Acedido em 24 de Novembro de 2014.

**STV Group plc**

A STV Group plc concentra o seu negócio em duas áreas de negócio, nomeadamente, a televisão e os digital *media*.