

QUANTO VALE O GRUPO TAP? QUE FUTURO?

Diogo Gaspar Vieira dos Santos

Projecto de Mestrado
em Gestão

Orientador:

Prof. Doutor António Freitas Miguel, ISCTE Business School, Departamento
de Finanças

Abril 2014

QUANTO VALE O GRUPO TAP? QUE FUTURO?

Diogo Gaspar Vieira dos Santos

Projecto de Mestrado
em Gestão

Orientador:

Prof. Doutor António Freitas Miguel, ISCTE Business School, Departamento
de Finanças

Abril 2014

RESUMO

O presente trabalho tem como objectivo a elaboração de um Projecto de Mestrado em Gestão, tendo como tema a Avaliação Financeira do Grupo TAP, onde se pretende apresentar um valor para o Grupo e levar à discussão possíveis cenários para o seu futuro. Sendo que o Grupo TAP é detido a 100% pelo Estado Português e a sua privatização é cada vez mais uma realidade, este trabalho surge como referência para apurar o valor de um futuro negócio.

Avaliação foi feita através de dois métodos: o modelo de fluxo de caixa descontado (DCF) e avaliação por múltiplos, onde este último teve como referência um grupo de empresas comparáveis ao Grupo TAP, através das quais se estimou os multiplicadores de valor, drivers EBITDAR e vendas, através de uma análise de regressão estatística.

Aplicação do DCF ditou um valor de empresa para o Grupo TAP de 399,656,997€ e um valor disponível para o accionista de -914,506.003€. Relativamente avaliação por múltiplos, foram utilizados os *drivers* típicos da indústria da aviação, o EV/vendas e EV/EBITDAR, tendo resultado um valor de empresa do Grupo TAP entre 733,054,000€ e os 1,269,946,800€.

Relativamente ao futuro do Grupo TAP, este deverá passar pela sua total privatização, onde o Estado português deverá garantir um encaixe financeiro e salvaguardar os interesses nacionais com a manutenção em território português da sede fiscal e do *HUB* operacional do Grupo TAP.

Palavras-chave

Indústria da aviação, fluxo de caixa descontado, múltiplos, valor da empresa

JEL Classification System

JEL: G31 – Análise de Investimentos

JEL: L93 – Transporte aéreo

ABSTRACT

The present work aims at preparing a work project for my Master Degree in Management, has as it's theme the valuation of TAP Group, which goals is to provide a value for the group discussion and lead to possible scenarios for it's future. Once the TAP Group is 100% owned by the Portuguese State and its privatization is becoming a reality, this work project appears as a reference to determine the future value of a business.

Valuation was performed by two methods: the model of discounted cash flow (DCF) and multiples valuation, where the latter had reference to a group of comparable firms to TAP Group, which through estimated the value of multipliers of the drivers EBITDAR and sales proceeds through a statistical regression analysis.

Application of DCF outcome an enterprise value for TAP Group of 399,656,997€ and an equity value -914,506.003€. The multiple based valuation refers to the mostly used multiples in the aviation industry, the EV/sales and EV/EBITDAR, the respective multiples result in an enterprise value for TAP Group between 733,054,000€ and 1,269,946,800€.

Regarding the TAP Group future, should be through it's full privatization, where the Portuguese State should guarantee a cash inflow and safeguard national interests with maintenance in Portuguese territory the tax residence and the operational HUB of TAP Group.

Key words

Airline industry, discounted cash flow, multiples, enterprise value

JEL Classification System

JEL: G31 – Fixed Investment

JEL: L93 – Air transportation

INDICE

RESUMO	Pág. I
INDICE DE FIGURAS	Pág. V
LISTA DE ABREVIATURAS	Pág. VI
SUMÁRIO EXECUTIVO	Pág. VII
1.INTRODUÇÃO	Pág. VIII
2.DESAFIOS/ADVERSIDADES	Pág. IX
3.REVISÃO DA LITERATURA	Pág. 1
4.AVALIAÇÃO DO GRUPO TAP	Pág. 5
4.1 Apresentação da Empresa	Pág. 5
4.1.1 História	Pág. 5
4.1.2 Modelo de Negócio	Pág. 7
4.1.3 Indicadores de Performance	Pág. 8
4.1.4 Enquadramento do Grupo TAP, no contexto actual do país	Pág. 9
4.1.5 Contexto Macroeconómico	Pág. 11
4.1.6 Análise do Mercado e da Concorrência	Pág. 12
4.2 Plano de Negócios	Pág. 13
4.2.1 Prossupostos do Modelo de avaliação	Pág. 13
4.2.2 Receitas	Pág. 14
4.2.3 Custos Operacionais	Pág. 15
4.2.4 CAPEX	Pág. 17
4.2.5 Working Capital	Pág. 18

4.2.6 Impostos	Pág. 20
4.3 Estrutura e custo de capital	Pág. 20
4.3.1 Estrutura de Capital	Pág. 20
4.3.2 Custo da Dívida	Pág. 21
4.3.3 Custo dos Capitais Próprios	Pág. 22
4.3.4 Custo do Capital (WACC)	Pág. 24
4.4 Modelos de Avaliação	Pág. 24
4.4.1 DCF	Pág. 24
4.4.2 Múltiplos	Pág. 26
4.4.3 Comparação dos modelos utilizados	Pág. 30
5. CENÁRIOS POSSÍVEIS PARA O GRUPO TAP	Pág. 31
6. CONCLUSÃO	Pág. 34
REFERÊNCIAS	Pág. 36
ANEXOS	Pág. 37

INDICE DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura accionista do Grupo TAP	Pág. 7
Figura 2: Capacidade de operação	Pág. 8
Figura 3: Tráfego de passageiros	Pág. 9
Figura 4: Variação de EBITDAR	Pág. 10
Figura 5: Detalhe dos Activos e Passivos financeiros do Grupo TAP	Pág. 25
Figura 6: Avaliação pelo DCF	Pág. 26
Figura 7: Mercado geográfico das comparáveis	Pág. 27
Figura 8: Múltiplo EV/vendas das comparáveis	Pág. 27
Figura 9: Múltiplo EV/EBITDAR das comparáveis	Pág. 28
Figura 10: Regressão linear para apurar o EV/vendas do Grupo TAP	Pág. 28
Figura 11: Regressão linear para apurar o EV/EBITDAR do Grupo TAP	Pág. 29
Figura 12: Avaliação por múltiplos	Pág. 29
Figura 13: Balanço simplificado do Grupo TAP por segmentos, em 2012	Pág. 32

LISTA DE ABREVIATURAS

ASK – *Available Seat Kilometre*

CAGR – *Compound Annual Growth Rate*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CMVMC - Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

DCF – *Discounted cash flow*

DMS - Duração média de stocks

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EBITDAR – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Rent*

EV – *Enterprise value*

FCFF – *Free cash flows to the firm*

FSE – Fornecimento de serviços externos

IRC – Imposto sobre o rendimento colectável

IRS – Imposto sobre o rendimento de pessoas singulares

IVA – Imposto sobre o valor acrescentado

PIB – Produto interno bruto

PMR – Prazo médio de recebimento

RPK - *Revenue Passenger Kilometre*

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

SUMÁRIO EXECUTIVO

O presente trabalho tem como finalidade a avaliação financeira do Grupo TAP, com objectivo de se chegar a um valor de referência, à volta do qual se possa lançar uma discussão de possíveis cenários para o futuro do grupo, escolhendo a melhor opção. Esta avaliação embora tenha como base o transporte aéreo, actividade *core*, também contempla os restantes negócios do grupo (Manutenção e Engenharia, TAP Serviços)

A primeira parte do trabalho tem por base a apresentação do Grupo TAP, onde será feito um resumo da história da empresa, descrito o actual modelo de negócios e analisados os indicadores de performance, padrão da indústria, dos últimos anos do Grupo TAP. Serão ainda realizadas análises à situação actual da empresa, à conjuntura da economia portuguesa e ao mercado do sector da aviação.

Numa segunda fase será elaborado um plano de negócios para um período de 4 anos, este plano de negócios será traçado com base em vários pressupostos, nomeadamente, em previsões de receitas e adjacentes custos operacionais, em futuros investimentos em activos fixos tangíveis e na estimação de um fundo de maneio operacional necessário para o bom funcionamento do negócio, serão ainda consideradas as taxas de impostos aplicadas em Portugal, actuais e futuras.

A terceira fase do trabalho, está relacionada com a estrutura e custo de capital do grupo, foram estimados os custos da presente dívida, dos capitais próprios e dos capitais alheios.

A quarta fase é a mais importante, uma vez que é aqui que se determinará o valor do Grupo TAP. Para tal, serão utilizados dois modelos de avaliação de empresas, o *Discounted Cash Flow* (DCF) e avaliação por múltiplos, que após determinarem um valor e um intervalo de valor, respectivamente, serão contrastados por forma a apurar do valor final.

Por fim, será lançada uma discussão sobre qual o melhor futuro para o Grupo TAP, para tal serão analisados alguns possíveis cenários, para que este possa seguir um caminho de crescimento e que a empresa continue a ser uma referência no sector da aviação europeu e mundial. Será ainda lançado um valor de referência para um possível negócio de privatização.

1.INTRODUÇÃO

O Grupo TAP, é gerido pela holding TAP – Transportes Aéreos Portugueses, SGPS, S.A., tendo esta como objecto a gestão de participações sociais que contribuem para o resultado do grupo, sendo constituída pela TAP, S.A. (TAP Portugal) e subsidiárias, cuja actividade principal é o transporte aéreo de passageiros e carga, desenvolvendo também actividade no serviço a terceiros, através do negócio de Manutenção em Portugal e no Brasil, e actividades em áreas ligadas aos negócios principais do grupo, no sentido de controlar a cadeia de serviço.

Actualmente, o Grupo TAP vive um período conturbado com o processo da sua privatização lançado pelo Estado português, depois de uma tentativa falhada em 2013 a intenção de privatizar o Grupo TAP continua, havendo a possibilidade de lançamento de um novo concurso de privatização em 2014.

Neste contexto, o presente trabalho surge com a necessidade de apurar o valor global do Grupo TAP para se perceber qual o seu verdadeiro potencial e qual será o caminho a seguir.

2.DESAFIOS/ADVERSIDADES

O maior desafio deste trabalho relaciona-se com o facto do Grupo TAP, embora seja uma empresa pública e publique anualmente os seus relatórios e contas, estar envolvido em um ambiente de pouca abertura para o exterior. O acesso à informação é extremamente limitado e as constantes tentativas de estabelecer contacto com a empresa foram completamente ignoradas, neste sentido foi um enorme desafio elaborar projecções futuras de vendas, estabelecer estratégias operacionais e elaborar modelos financeiros para o Grupo TAP.

Assim, todo o trabalho foi realizado sem qualquer contacto directo com o Grupo TAP, tendo sido necessário encontrar alternativas para a obtenção de informação credível, por forma a sustentar a qualidade e o rigor dos dados apresentados.

3. REVISÃO DA LITERATURA

Um método de avaliação pressupõe que o valor da empresa está directamente relacionado com a sua capacidade de gerar riqueza, ou seja, quanto maior for a sua capacidade de gerar riqueza maior será o valor da empresa.

Segundo Damodaran (2002), se a função das Finanças Empresarias é maximizar o valor da empresa então deve ser traçada uma relação entre as decisões financeiras, estratégicas e o valor da empresa, assim as decisões tomadas estão implicitamente ligadas ao valor de uma empresa. O mesmo autor defende que o processo de estimativa de valor de uma empresa tem por base um modelo matemático aplicado num determinado momento e que tem em consideração certas premissas e hipóteses comportamentais, o contexto em que se realiza a avaliação e quais os factores envolvidos, nomeadamente o mercado em que actua e quais as expectativas futuras de resultados.

Existem vários modelos de avaliação de empresas e investimentos, sendo que o presente trabalho terá por base o modelo de Fluxos de Caixa Descontados (*Discounted Cash Flow* – DCF) e o método de avaliação por múltiplos, em termos gerais o DCF relaciona o valor de um activo ao valor presente dos seus futuros fluxos de caixas (*cash flows*) esperados, já o segundo utiliza valores múltiplos, de um determinado grupo de empresas do mesmo sector cotadas em bolsa, para apurar o valor de uma empresa.

Discounted Cash Flow (DCF)

Este modelo baseia-se essencialmente na geração de *cash flows* futuros, o valor da empresa depende dos *cash flows* futuros que a empresa poderá gerar, a estes será aplicado uma taxa de desconto apropriada que reflecta os riscos associados aos fluxos estimados, uma vez que a empresa não tem um prazo de vida finito, aplica-se o princípio da continuidade e o apuramento do seu valor tem por base a estimativa de *cash flows* infinitos. Neste modelo o valor da empresa é apurado de acordo com a expressão abaixo.

$$Valor = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \quad (1)$$

onde:

n – Tempo de vida útil da empresa

CF – *Cash flow* do período t

r – Taxa de desconto que reflecte o risco dos *cash flows* estimados

A taxa de desconto a aplicar, o custo de capital, divide-se em custo dos capitais próprios e custo da dívida, ou seja, a taxa de desconto será obtida através da média ponderada entre estes dois custos.

Para o apurar o custo dos capitais próprios, considerando introdução de capital alheio nos mesmos, o modelo mais recomendado por Damodaran (2002) é o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que através de uma equação relaciona o retorno esperado e o beta, apurando o preço dos capitais próprios.

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (2)$$

onde:

r_e – Custo do capital próprio

β – Medida de risco

r_f – taxa de juro sem risco

$(r_m - r_f)$ – Prémio de risco do mercado

Considerando que o prémio de risco é o prémio exigido pelos investidores para investir num determinado portfólio de mercado, que inclui todos activos de risco do mercado, em vez de investir em um activo sem risco, sendo o beta, no caso de empresas cotadas, definido por:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_a, r_m)}{\text{Var}(r_m)} \quad (3)$$

onde:

r_a – Retorno do activo

r_m – Retorno do mercado

Uma vez que as empresas não são exclusivamente financiadas através de capitais próprios, é necessário apurar o custo da dívida financeira. Neste sentido o custo da dívida financeira (r_d) é apurado através da divisão dos gastos com os juros pelo valor da dívida bancária total da empresa.

Assim, a taxa de desconto será obtida através do cálculo do WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), que segundo Damodaran (2002) é “a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, património líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras”.

$$WACC = r_e \times \frac{E}{E+D} + r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E+D}, \quad (4)$$

onde:

r_e – Custo do capital próprio

r_d – Custo da dívida financeira

t – Taxa de IRC

E – Capital próprio

D – Dívida

Koller, Goedhart, Wessels (2010) baseando-se em princípios económicos universais e na sua vasta experiencia financeira e de negócios, e tal como Damodaran (2002), constroem o DCF através da junção do plano expectável de *cash flow* com o custo de capital apurado, calculando o Valor da Empresa (*Enterprise Value* - EV) descontando os *Free Cash Flows to the Firm* (FCFF) futuros, do período e da continuidade, gerados pela actividade da empresa, através da seguinte expressão:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (5)$$

Onde o *Free Cash Flow to the Firm* representa o *cash flow* disponível para todos aqueles que financiam a empresa (accionistas e credores).

Por fim, por forma a perceber qual o valor disponível, exclusivamente, para os accionistas, o *Equity Value*, soma-se ao EV o valor dos activos extra-exploração e deduz-se o valor da dívida financeira, conforme a expressão abaixo.

$$\text{Equity Value} = EV + \text{Activos Extra} - \text{Dívida Financeira} \quad (6)$$

Avaliação por Múltiplos

Após apurar o valor da empresa do ponto de vista interno, procede-se a um novo cálculo do valor expectável da empresa através da visão do mercado, obtendo um intervalo de valor para a empresa, podendo assim contrastar com o valor obtido através do DCF.

Neste método o objectivo é a comparação de empresas semelhantes do mercado, cotadas em bolsa, com aquela que se pretende avaliar, a comparação de valores é feita com padronização de valores, como receitas ou lucros por exemplo. O valor de mercado da empresa é apurado através do seu Mercado de Capitais (*Market Capital*), subtraindo a este a Dívida (*Debt*) e somando os Leases operacionais (*Operating Leases*), que por motivos contratuais têm de ser contabilizados.

$$\text{Market Capitalization} = \text{Total Acções} * V_A \quad (7)$$

$$\text{EV} = \text{Market Capitalization} + \text{Debt} - \text{Cash\&Cash Eq.} + \text{Operating Leases}, \quad (8)$$

Após apurar o valor do EV, iremos dividi-lo pelos valores da comparação, que diferem de indústria para indústria, mas neste caso serão as vendas e o EBITDAR (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Rent*) que são os comuns para o sector da Aviação:

$$\frac{\text{EV}}{\text{Vendas}} \quad (10) \qquad \frac{\text{EV}}{\text{EBITDAR}} \quad (11)$$

São estes dois múltiplos que irão ditar o valor da empresa, ao serem multiplicados pelo valor das vendas e do EBITDAR da empresa que queremos avaliar.

4. AVALIAÇÃO DO GRUPO TAP

4.1 Apresentação da Empresa

4.1.1 História

A 14 de Março de 1945 são fundados os Transportes Aéreos Portugueses (TAP), pela mão do director do Secretariado da Aeronáutica Civil, General Humberto Delgado, um ano depois abrem a sua primeira linha comercial (Lisboa-Madrid) e a “Linha Aérea Imperial” (Lisboa-Luanda-Lourenço Marques), com 12 escalas, 15 dias de duração (ida e volta) e 24.540 Km, a maior linha a nível mundial operada pelo DC-3¹. Tornando-se membro da IATA (*International Air Transport Association*) em 1948.

Em 1953, dá-se a passagem de serviço público para sociedade anónima de responsabilidade limitada (SARL), passando a ser detidos por capitais mistos mas sendo a maioria dos capitais detidos pelo Estado, e em 1958 a TAP atinge o número de 1,009 colaboradores, 14,539 Km de extensão de rede, as 10,000 horas voadas e os 64,553 passageiros.

Na década de 1970, aumenta a sua frota com a compra de quatro Boeing 747-200 e torna-se a primeira companhia europeia a operar exclusivamente com jactos. Ultrapassa os 1.5 milhões de passageiros transportados, atinge as 68,210 horas voadas, cerca de 103,000 Km de rede e ultrapassa os 9,000 trabalhadores.

Após a revolução de 25 de Abril de 1974, a TAP é atingida pela onda de nacionalizações e passa a ser uma empresa pública, as reivindicações de princípios democráticos por parte dos seus funcionários tornam-se muito mais intensas e marcam a vida da companhia durante anos. Já no final da década dá-se início à implementação do programa de modernização da companhia e o nome é alterado para TAP Air Portugal.

No início da década de 1980, a TAP introduz uma nova imagem e um novo logotipo, mas esta década inicia-se de uma forma conturbada para as companhias aéreas que registam prejuízos na ordem dos 2,000 milhões de dólares, devido ao aumento do preço do petróleo e à concorrência agressiva e desregulada dos *charters*. A TAP atinge em 1984, pela primeira vez, a marca de mais de 2 milhões de passageiros transportados num ano,

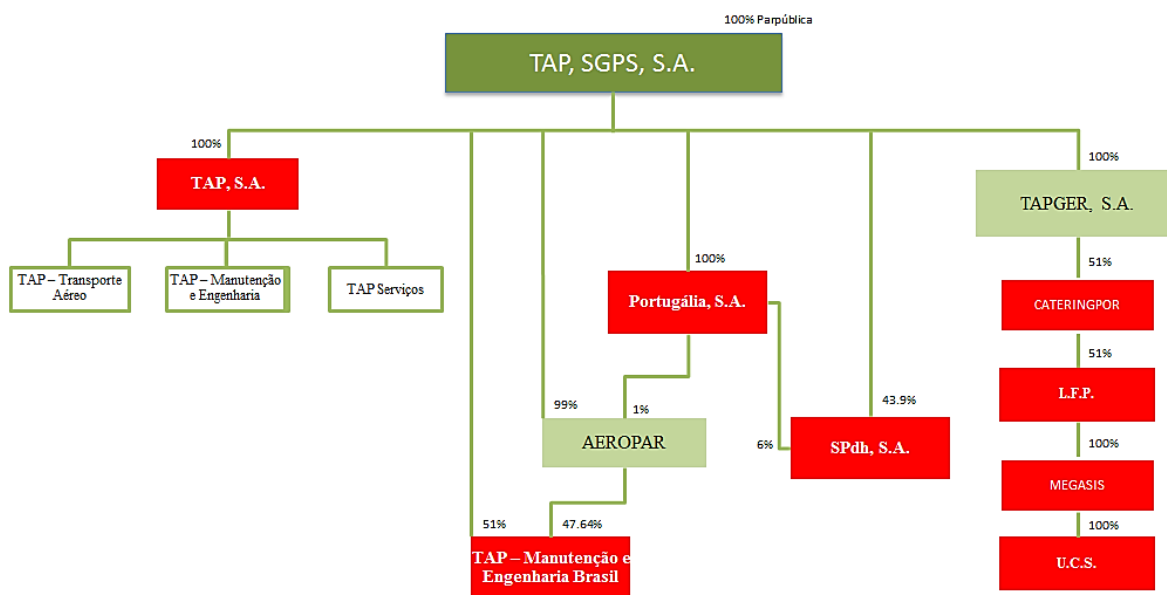
¹ DC-3 é um avião bimotor, do fabricante americano *Douglas Aircraft*, de uso civil e militar, que revolucionou o transporte de passageiros nas décadas de 1930 e 1940

constitui a sua própria operadora turística, a Air Portugal Tours, cria a subsidiária Air Atlantis, para operações *charter*, e cria as Linhas Aéreas Regionais (LAR). No final da década, a companhia introduz um sistema automático de cálculo de tarifas e emissão de bilhetes e torna-se a primeira companhia aérea a estabelecer ligações terra-ar via satélite, a TAP recebe então os seus primeiros Airbus A310-300.

A década de 1990, chega com mais um marco histórico, pois a TAP supera os 3 milhões de passageiros transportados em um só ano e entra na era Airbus, A320, A340 e o A319, aviões mais económicos e versáteis. A TAP adquire o estatuto de Sociedade Anónima (TAP, S.A.), de capitais maioritariamente públicos, quatro anos mais tarde, a TAP enfrenta vários problemas financeiros e decide lançar o Plano Estratégico e de Saneamento Económico-financeiro (PESEF) e também o projecto de modernização TAP2000. No ano de 1998 a TAP torna-se membro fundador do *Qualify Group*, alarga a sua rede para o Brasil e vê a *Federal Aviation Administration* (FAA), dos EUA, renovar a certificação da sua unidade de Manutenção e Engenharia como *Repair Statio*.

Com a viragem do milénio, a TAP aumenta o número de passageiros transportados para 5 milhões de passageiros. No ano de 2003, assina um acordo de “code-share” com a Portugaláia, surge assim o Grupo TAP, que tem como holding a TAP SGPS, S.A e é criada a SPdH – Serviços Portugueses de *Handling* S.A. Esta é a década da recuperação da TAP, pois pela primeira vez nos últimos anos apresenta lucros, com o ano de 2003 a fechar com 19.7 milhões de euros positivos. Com a celebração, em 2005, de 60 anos de existência a TAP altera a sua imagem, cria um novo logotipo e altera o nome para TAP Portugal, passando ainda a fazer parte da *Star Alliance*. Em 2006, a TAP assume o controlo da Varig Engenharia e Manutenção (VEM), o maior centro de Manutenção na América do Sul, onde em 2007 passa a deter 90% do capital da VEM. Em 2007, concretiza-se a integração operacional da TAP e PGA. No ano de 2009, a TAP é a primeira companhia área, a nível mundial, a lançar o programa de compensação de emissões de CO₂, e é ainda distinguida como a Companhia Aérea Líder Mundial para a América do Sul, na 16ª edição dos *World Travel Awards*, o mais prestigiado galardão da indústria.

Actualmente, o Grupo TAP é detido a 100% pela Parpública, sendo que o grupo de empresas que se encontram no perímetro de consolidação da *holding* TAP são a TAP – Transportes Aéreos Portugueses, SGPS,S.A. e subsidiárias, conforme a estrutura a seguir apresentada.

Figura 1 – Estrutura accionista do Grupo TAP²

4.1.2 Modelo de Negócio

Depois de um modelo de negócios passado, assente em uma estratégia de crescimento e implementação em larga escala das iniciativas de reestruturação, apesar de exposto a um período de forte crise na indústria, o Grupo TAP conseguiu sustentar o seu bom desempenho operacional, reflectido na sua margem de EBITDAR. Mesmo com este perfil competitivo o Grupo TAP enfrenta ainda alguns desafios, particularmente nos níveis elevados e crescente volatilidade do preço dos combustíveis, no relançamento da oferta no conjunto da indústria, pós crise, ou até o desconhecimento sobre a evolução dos preços, representam incertezas, com impacto no desempenho do grupo.

No sentido de identificar meios necessários à consolidação do desempenho financeiro e operacional e em criar valor nos vários negócios do grupo, o Grupo TAP traçou um Plano Estratégico a 4 anos, para o período de 2012 a 2016, com objectivos bem claros, nomeadamente, na aposta do crescimento continuo da Rede e exploração de oportunidades de expansão, na renovação da capacidade operacional visando a manutenção de ganhos no custo unitário, na orientação do desempenho comercial para melhorar a receita unitária, no foco de garantir um consistente custo unitário via crescimento continuo da sensibilização, na retoma do negócio da manutenção para terceiros na TAP - Manutenção e Engenharia

² Fonte: Grupo TAP, Relatório Anual 2012

Portugal e alcançar o *turnaround* completo da TAP – Manutenção e Engenharia Brasil, visando assim, não só prosseguir um programa de crescimento, mas também contribuir para o reforço da TAP como companhia de referência entre a Europa e o Atlântico Sul.

4.1.3 Indicadores de Performance

A medida mais utilizada na indústria da aviação para medir a capacidade de operação de uma companhia é o indicador de lugares disponíveis por quilómetro³ (ASK – *Available Seat Kilometre*), onde a TAP teve uma taxa de crescimento anual composta (CAGR – *Compound Annual Growth Rate*) de 2.03% entre 2008 e 2012.

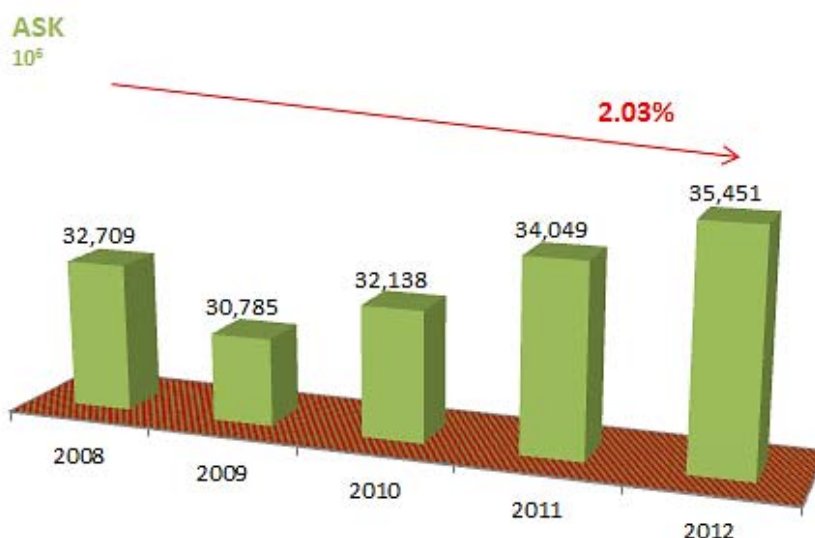


Figura 2 – Capacidade de operação

Relativamente à produtividade, esta é medida de acordo com a procura, ou seja, pela receita do volume de passageiros transportados⁴ (RPK – *Revenue Passenger Kilometre*), onde a TAP teve um CAGR de 5.58% entre 2008 e 2012.

³ ASK é obtido multiplicando o número total de lugares disponíveis para passageiros pelo do número total de quilómetros voados desses lugares.

⁴ RPK é o produto do número total de passageiros pagantes pela quantidade de quilómetros percorridos.

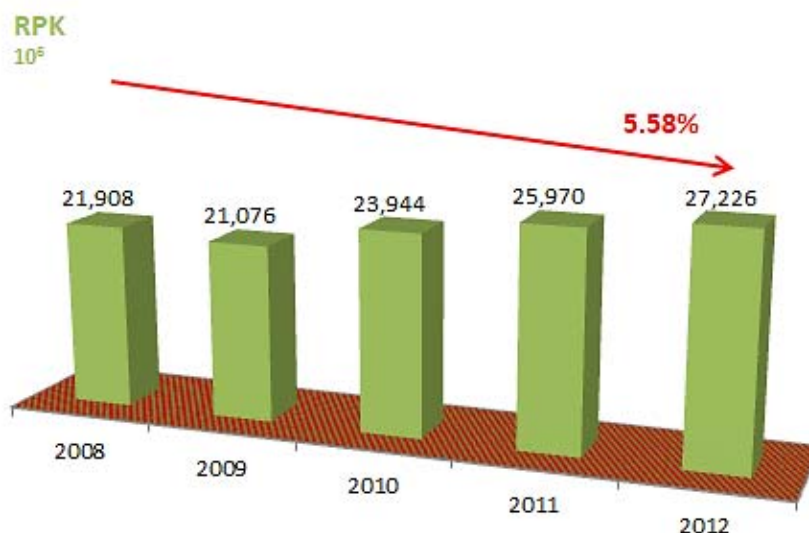


Figura 3 – Tráfego de passageiros

Por forma a comparar a capacidade operacional e a produção, é utilizado o indicador *Load Factor*, que através do rácio RPK/ASK determina o coeficiente de ocupação global, que em 2012 foi de 76.80%, estando ligeiramente abaixo dos 79.91%, valor médio do sector de aviação europeu na mesma data.

Por forma a medir o custo de voo de um lugar (seja um lugar vazio ou ocupado) por quilómetro, é utilizado o C/ASK⁵ (*Cost per Available Seat Kilometre*), excluindo os custos com combustível, onde a TAP teve um CAGR de 0.92% entre 2008 e 2012.

4.1.4 Enquadramento do Grupo TAP, no contexto actual do país

Com uma profunda alteração registada ao longo da última década, o Grupo TAP teve a necessidade de desenvolver e implementar iniciativas específicas, para se ajustar ao respectivo contexto económico do país, sendo que este processo de implementação foi dividido, essencialmente, em três fases distintas.

Uma primeira fase, no período entre 2000 e 2005, onde se deu uma inversão de ciclo, como tal foram necessárias medidas de redução agressiva de custos, alienação de negócios

⁵ C/ASK é o quociente da divisão dos custos operacionais totais pela quantidade de assentos disponíveis por quilómetros

não *core*, encerramento de rotas não rentáveis, melhoramento da comunicação interna e externa, culminando com a entrada na *Star Alliance*.

A segunda fase, entre 2005 e 2008, teve como grande foco o crescimento sustentado, este foi conseguido através do início da operação Regional (PGA), do aumento significativo de capacidade de operação (uma nova frota de A330), com a introdução de novas rotas, através de uma expansão do negócio da manutenção e com a transformação do processo de comercialização.

A terceira e última fase, compreendida entre 2008 e 2011, teve como fundo o cenário de crise, nacional e internacional, mas que já apresentava alguns sinais de retoma, como tal o Grupo TAP ajustou a sua capacidade de oferta às suas necessidades, consolidou a sua performance comercial, optimizou a sua estrutura de custos, fez o *turnaround* no desempenho das suas participadas e reduziu de uma forma gradual a sua dívida consolidada.

Consequentemente, no final de 2012 os proveitos do grupo duplicaram face ao início da última década, registando mesmo um aumento do valor de EBITDAR em aproximadamente 164%.

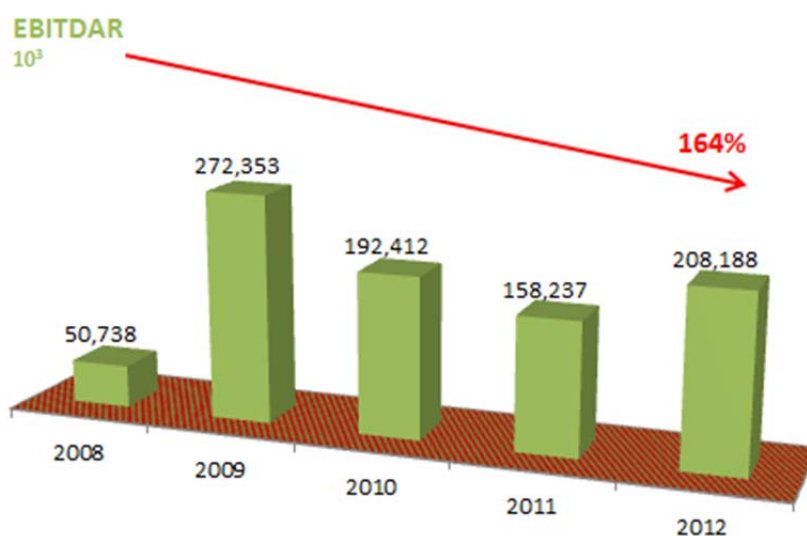


Figura 4 – Variação do EBITDAR

4.1.5 Contexto Macroeconómico

O desenvolvimento da actividade económica em Portugal depois de em 2011 ter contabilizado uma diminuição de 1.7%, volta em 2012 a registar uma contracção, só que desta vez mais acentuada, na casa dos 3.2%⁶. Este aumento caracterizou-se pela diminuição expressiva e generalizada da procura interna, por oposição ao crescimento das exportações no decorrer do ano. Na esfera da procura interna, foi registado uma contracção de 5.5% do consumo privado, que se reflectiu em uma queda significativa dos bens correntes e duradouros. Por outro lado, a formação bruta do capital fixo registou uma contracção em cerca de 14%, representando uma redução em todas as suas variáveis dependentes, nomeadamente, no investimento público, empresarial e residencial, sendo este um factor de enorme preocupação, uma vez que da falta de investimento resulta a inibição do potencial crescimento da economia.

Embora se tenha registado um significativo aumento das exportações, existiu uma contracção da procura global, que contribuiu para uma queda das importações, reflectindo-se em uma expressiva redução dos componentes da procura. Associando a este cenário uma restritiva orientação política orçamental, acaba por se verificar um ajustamento considerável das balanças corrente e de capital, que evidenciou um excedente na ordem dos 0.8% do PIB. Este ajustamento acabou por afectar, consideravelmente, o mercado de trabalho, levando a uma taxa de desemprego de 15.7%⁷ em 2012, atingindo assim um novo marco histórico, sendo ainda que o volume de emprego no mesmo ano se situou ao nível do observado em 1997.

No que se refere à execução orçamental, esta visa a implementação de medidas adicionais de austeridade, por consequência do cumprimento das metas acordadas no âmbito do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), embora estas apenas tenham aplicação em 2013, já em 2012 se reflectiram num desfavorável crescimento económico, mais visível na retracção do consumo, que deriva da redução do rendimento disponível das famílias portuguesas.

A 31 de Dezembro de 2012, a dívida externa líquida representou 99.1% do PIB, quer isto dizer, que esta aumentou em 12.8% em relação ao mesmo período de 2011.

⁶ Fonte: Banco de Portugal

⁷ Fonte: Instituto Nacional de Estatística

4.1.6 Análise do Mercado e da Concorrência

Apesar do conturbado período económico negativo em que nos encontramos, em 2012 a procura do tráfego de passageiros teve um crescimento acentuado, demonstrando assim que o transporte aéreo, no seu global, é parte integrante de um mundo actual cada vez mais interligado. Outro facto a registar, são os índices de ocupação se terem situado próximos dos níveis máximos históricos, o que demonstra uma preocupação cada vez maior das transportadoras aéreas com a gestão eficiente das suas respectivas capacidades. Relativamente à procura de carga aérea, esta permaneceu em terrenos de depressão durante a maior parte do ano de 2012, sendo que no final deste começou já apresentar alguns sinais de estabilização.

As companhias europeias transportaram mais de 369 milhões de passageiros em 2012, mais 2.2% que em 2011, o que significa um aumento em cerca de 8 milhões de passageiros transportados, o que em passageiro por quilómetro (medida convencional da Indústria) representa um acréscimo de 4.1%, de acordo com a AEA (*Association of European Airlines*). Neste sentido, houve uma evolução positiva na generalidade das ligações, nomeadamente, um aumento de 2.9% na Europa, 3.6% no Atlântico Norte, 1.8% no Atlântico Médio e de 8.8% no Atlântico Sul. No mesmo sentido evoluíram as ligações da Europa com a África Sub-Saariana e com o Extremo Oriente, com acréscimos de tráfego de passageiros na ordem dos 4.1% e 5.4%, respectivamente, já no caso da ligação ao Norte de África este crescimento foi ainda mais acentuado, situando-se nos 14.2%. No que diz respeito ao coeficiente de ocupação global, este ficou situado nos 79.1%, mais 1.7% que em 2011, nas diversas regiões, há excepção do Atlântico Sul, onde a eficiência na gestão da capacidade é uma das mais elevadas, que se manteve ao nível dos valores de 2011.

A nível mundial, a procura de passageiros (passageiro-quilómetro) registou um aumento de 5.3%, valor inferior aos 5.9% registados em 2011 mas ligeiramente superior à média dos últimos 20 anos (5%). No que à carga aérea diz respeito, depois de uma queda de 0.6% em 2011, voltou a apresentar uma nova contracção, mas desta vez de 1.5%. Os níveis de capacidade oferecida, no transporte de passageiros e carga, verificaram um acréscimo de 3.9% e 0.2%, respectivamente, sendo que os seus respectivos coeficientes de ocupação se situaram nos 79.1% e 45.2%. Para estes factos, muito contribuíram o acréscimo de tráfego de passageiros nas 3 maiores regiões, a Ásia-Pacífico (5.2%), a Europa (5.3%) e a América do Norte (1.3%), onde nesta última o baixo valor registado prende-se com o facto terem

sido desenvolvidos esforços de consolidação nos EUA. Sendo que os maiores níveis de crescimento foram verificados nas regiões da América Latina (8.4%), Médio Oriente (15.4%) e em África (7.5%)⁸.

A Indústria da aviação no respeito ao desempenho financeiro, apesar da envolvente de baixo crescimento económico e de elevados preços de combustíveis para avião, obteve, a nível global, um resultado positivo na ordem dos USD 6.7 mil milhões, sendo que este é inferior aos USD 8.8 mil milhões registados em 2011, devido às diferentes condicionantes recessivas nas diversas regiões do globo. Para este resultado positivo, foram determinantes factores como o aumento do tráfego e as persistentes melhorias de eficiência atingidas pelas companhias aéreas, de referir ainda o impacto positivo das reestruturações que se têm vindo a verificar na indústria, e que em parte contribuíram para este resultado.

4.2 Plano de Negócios

4.2.1 Pressupostos do modelo de avaliação

Para o presente trabalho, foi elaborado um plano de negócios para o período de 2013 a 2016, sendo que este se prolongará na perpetuidade, tendo por base as condições macroeconómicas, as tendências da indústria, o crescimento da actividade do Grupo TAP nos últimos anos e a evolução dos indicadores de performance, para a média da indústria. Na sua construção, foram ainda realizados cenários previsionais, no sentido de apurar uma maior consistência e de acordo com a realidade espectável de evolução de actividade do grupo nos próximos anos. Com base neste plano de negócios, construiu-se um modelo de fluxos de caixa com o intuito de apurar o valor presente da empresa.

Em seguida, serão apresentados, em resumo, os principais *drivers* chave e as principais premissas assumidas no plano de negócios e no modelo de avaliação, com os detalhes a serem apresentados em anexo (Anexos, A1)

Foram consideradas as previsões do Banco Portugal para a inflação do período em estudo, de, aproximadamente, 0.2% em 2013, 0.5% em 2014, 1% em 2015 e 1.1% em 2016, foi ainda assumido que os preços da economia em geral seguem a inflação.

⁸ Fonte: IATA –*International Air Transport Association*

No que diz respeito ao período de perpetuidade, foi assumida uma taxa de crescimento de 2%, em linha com as previsões de crescimento anual composto do Produto Interno Bruto (PIB) da Europa para os próximos vinte anos⁹.

4.2.2 Receitas

Como base de projecção das vendas e serviços prestados, para o Transporte Aéreo e Outras Vendas e Serviços Prestados, estiveram as previsões da IATA (*International Air Transport Association*) para o crescimento do mercado da aviação mundial, com maior incidência de análise nos mercados *core* da TAP (Europa, Portugal, Brasil e África), e ainda o aumento previsto para a rede de rotas da companhia.

Relativamente à Manutenção, no caso da subsidiária Portuguesa esta segue as projecções do Grupo TAP, onde as perspectivas de crescimento são ligeiramente positivas devido ao conjunto de negociações de possíveis novos clientes, em novas áreas geográficas. No caso da Manutenção Brasil, que se encontra no seu terceiro ano do seu plano de Reestruturação a 5 anos, esta prevê que os próximos anos sejam de aumento muito ligeiro das receitas entre os actuais clientes e a possível entrada de novos, nomeadamente na tentativa de penetração no mercado de manutenção do sector aeronáutico militar, sendo que o crescimento comercial está directamente ligado à presente transformação da actividade operacional que a empresa atravessa.

No ano 2013, as receitas relativas a vendas e serviços prestados deverão exceder 2.7 biliões de euros, o que representa um CAGR de 3 % entre 2008 e 2013. Relativamente ao período entre 2014 e 2016, o crescimento previsto será de 6%, ficando este a dever-se à previsão do aumento do tráfego aéreo para o Brasil nesse mesmo período, por ocorrência de dois grande eventos à escala mundial, organizados naquele país, o Mundial de Futebol FIFA 2014 e aos Jogos Olímpicos 2016.

As receitas oriundas da rubrica Subsídios à Exploração são relativas a subsídios a receber do Estado, relativamente à comparticipação no preço de venda dos bilhetes para passageiros com origem ou destino no arquipélago dos Açores, desde que abrangidos pelo regime legal aplicável. Este valor é normalmente apurado por estimativa do valor a receber pelo valor de bilhetes voados e por passageiros abrangidos pelo benefício, mas por falta de

⁹ IHS Global Insight 2012

dados é praticamente impossível fazê-lo através destes valores, assim, foram estimadas médias dos valores passados e da percentagem dos voos para o arquipélago, por forma a garantir a fiabilidade dos valores desta rubrica.

No que respeita aos Ganhos e Perdas em Associadas, esta rubrica é apenas constituída por uma única empresa associada do grupo, a SPdH, detida em 49.90%. O resultado líquido da SPdH embora ainda negativo tem vindo apresentar uma evolução positiva dos resultados, prevendo atingir terrenos positivos já em 2013. As perspectivas futuras são de um crescimento moderado, pressupondo um crescimento do resultado líquido, no período em análise, de 4%, sendo este ajustado ao correspondente valor que o Grupo TAP absorverá.

Os Outros Rendimentos e Ganhos, são essencialmente relativos à venda de milhas, publicidade, material de armazém recuperado, entre outras, após a sua análise passada verificou-se que esta rubrica tem um comportamento em tudo semelhante às vendas, assim foi assumido que o valor desta rubrica acompanha o crescimento das vendas.

4.2.3 Custos operacionais

Setenta e sete por cento dos custos operacionais são custos variáveis, dos quais 44.22% são custos com o combustível. Relativamente aos custos fixos este representam 23% dos custos operacionais, onde a maior fatia corresponde a gastos com o pessoal, 70.80%, de referir ainda, que os custos com a locação operacional de aeronaves e respectivos seguros, têm um peso de 8.82%, nos custos fixos.

O apuramento dos valores previsionais do CMVMC (Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas), teve por base o apuramento do valor da DMS (Duração Média de Stocks) em cada um dos últimos anos, por forma a obter um valor médio da DMS que permitiu estimar o valor do CMVMC para cada um dos períodos em análise, através da expressão abaixo:

$$\text{Stocks} = \frac{CMVMC}{12} \times DMS \quad \Leftrightarrow \quad CMVMC = \frac{\text{Stocks} \times 12}{DMS} \quad (12)$$

Relativamente aos FSE (Fornecimento e Serviços Externos), estes dividem-se em custos fixos e custos variáveis, sendo que os variáveis acompanham o crescimento das vendas, já

os fixos crescem conforme a taxa de inflação, à excepção da locação operacional de aeronaves que tem por base não só os custos da actual frota mas também o custo de novas aquisições de frota, previstas para o ano de 2014.

Para o apuramento dos futuros custos com os combustíveis, teve-se por base o consumo médio anual por avião e as perspectivas de evolução do preço do Jet Fuel para os próximos anos, onde este terá um crescimento médio de 3.5%¹⁰ ao ano. Foi ainda considerado, que já em 2013 será contabilizada uma redução de 0.70% do custo com o combustível devido a implementação de uma ferramenta de controlo e monitorização do consumo de combustíveis, que consequentemente levará a uma redução de emissões de CO₂, em cerca de 10 toneladas.

Os Gastos com o Pessoal, foram previstos tendo por base as perspectivas de evolução desta rubrica nos próximos anos, incluindo entradas e saídas de colaboradores, e o valor da inflação prevista para cada período. Sendo que não estão previstos aumentos muito significativos desta rubrica, uma vez que o Estado português decretou o congelamento da admissão de novos postos de trabalho para o Grupo TAP, à excepção do período entre 2013 e 2014, onde está prevista a entrada de 700 novos colaboradores, dos quais 500 representaram a abertura de novos postos de trabalho, devido ao aumento previsto em 10 rotas para 2014.

As rubricas Outros e Outros Gastos e Perdas, representam a variação de produção, provisões, imparidades, diferenças cambiais, impostos, multas, entre outras. Por falta de informação, foi assumido que estas variavam de acordo com média dos últimos anos.

De referir ainda, que a margem de EBITDAR do Grupo TAP está abaixo da média das suas principais concorrentes em aproximadamente 5%, tendo em conta a política de programas de melhoria continua e de redução de custos que o grupo tem vindo a implementar, assim o presente plano de negócios foi traçado com base na recuperação da rentabilidade operacional.

¹⁰ Fonte: IATA / Airbus

4.2.4 CAPEX

Nas empresas do sector do transporte aéreo, é normal estas apresentarem um pesado valor em activos fixos tangíveis, devido ao grande custo de aquisição e manutenção das suas frotas aéreas, por forma a baixarem este valor algumas empresas preferem utilizar o arrendamento de aeronaves, na totalidade ou em parte, normalmente através de contractos de *leasing* operacional.

A frota do grupo é actualmente composta por 69 aeronaves, dividida entre a TAP, S.A. e a PGA (Portugália, S.A.). No que diz respeito à TAP, S.A., esta é detentora de 55 aeronaves *Airbus*, 39 de médio curso (A319, A320, A321) e 16 de longo curso (A340 e A330), que no final de 2012 apresentava uma média de idade de 11.5 anos. A estrutura desta frota é formada por 37 aeronaves em regime de propriedade própria e 18 em regime de *leasing* operacional, sendo que para o ano de 2013 não se prevêem quaisquer alterações estruturais da mesma, mas já em 2014 está previsto um aumento desta frota, com a chegada de 6 novos aviões *widebody* (aviões com cabine de dupla coxia, de maior capacidade) da *Airbus*, para o reforço da operação de longo e médio curso, sendo que estes serão adquiridos em regime de *leasing* operacional, logo apenas serão considerados na demonstração de resultados como custo operacionais. Para os restantes anos, do período em análise não estão previstas mais alterações da estrutura de frota da TAP, S.A. Relativamente à frota da PGA, esta é constituída por 14 aeronaves, 6 Fokker100 e 8 Embraer145, não estando previstas quaisquer alterações estruturais desta frota para o período em análise.

As restantes despesas de capital da empresa (CAPEX) são investimentos em equipamentos de transporte, restante equipamento básico (Sobressalentes, Reactores de reserva e Máquinas e aparelhos diversos), terrenos, edifícios, ferramentas e utensílios, equipamento administrativo e outros activos fixos tangíveis, e seguem a tendência de investimento dos últimos anos, conforme está demonstrado nos anexos (Anexos, A2).

4.2.5 Working Capital

No que respeita ao fundo de maneio necessário de exploração, *Working Capital* (capital circulante indispensável para o funcionamento normal da actividade), o mesmo foi obtido confrontando as necessidades financeiras de exploração com os recursos financeiros de exploração, conforme pode ser consultado em anexo (Anexo, A3).

A rubrica Inventários, corresponde ao material técnico utilizado na reparação de aeronaves e em serviços realizados para outras companhias, foi estimada recorrendo á fórmula anteriormente referida (12), com base no CMVMC, anteriormente calculado, para o período em análise, e no DMS médio do Grupo TAP.

Para a estimar o valor de Divida de Clientes, foi considerado o PMR (prazo médio de recebimento) médio dos últimos anos, no valor de 0.94 meses, e a taxa de IVA actualmente em vigor, o facto da venda de bilhetes *online* já corresponder a 13.7% das receitas globais faz com que o PMR seja relativamente baixo em relação a outros negócios, esta rubrica foi calculada através da expressão abaixo.

$$\text{Clientes} = \frac{\text{Vendas} \times (1 + \text{IVA})}{12} \times \text{PMR} \quad (13)$$

No que respeita à rubrica Divida a Fornecedores, esta foi calculada considerando um PMP (Prazo médio de Pagamento) médio dos últimos anos, no valor de 0.75 meses, assumindo um valor para as compras, de acordo com as informações de inventários e de CMVMC, e considerando os valores apurados anteriormente dos FSE, incluindo custos com os combustíveis, e da taxa de IVA, através da expressão abaixo.

$$\text{Fornecedores} = \frac{(\text{Compras} + \text{FSE}) \times (1 + \text{IVA})}{12} \times \text{PMP} \quad (14)$$

Relativamente às rubricas, Adiantamento a Cliente e Adiantamento a Fornecedores, e devido a falta de informação disponibilizada, ambas foram estimadas com base no rácio histórico, que determina o peso que ambas têm sobre o respectivo saldo de clientes e fornecedores, de 0.45% e 0.40% respectivamente.

A rubrica Estado e outras Entidades Publicas, quer seja a receber ou a pagar, é constituída essencialmente pelos valores de IVA, IRS, Segurança Social, IRC e Estado Brasil. O facto de a informação disponibilizada pelo Grupo TAP em relação a estas premissas ser bastante limitada, dificultou o apuramento das mesmas, assim, foram assumidos alguns pressupostos com base em valores históricos, por forma a apurar rácios que permitissem chegar aos valores pretendidos, excepção feita ao IVA uma vez que o seu valor é conhecido e sabendo que o mesmo é entregue ao Estado um mês após a sua liquidação e recebido três meses após a sua dedução.

As rubricas, Outras Contas a Receber e Outras Contas a Pagar, são constituídas essencialmente pelos *items* acréscimos de ganhos e acréscimos de gastos, respectivamente. Tal como anteriormente, teve de se assumir alguns pressupostos com base em valores histórico, por forma a apurar rácios que permitissem chegar aos valores destas.

No que respeita aos Diferimentos, na componente de Activo diz respeito às depreciações dos activos fixos tangíveis, como tal foi apurado um rácio sobre as depreciações passadas que permita determinar estes valores no futuro. Relativamente à componente de Passivo, estes diferimentos são relativos, essencialmente, a trabalhos de manutenção para companhias de aviação, sendo que estes já se encontram facturados provisoriamente mas ainda se encontram em curso no final de cada ano, e ao programa de fidelização de clientes, utilizou-se em ambas a determinação de rácios que possam ser multiplicados pelas vendas da Manutenção e Transporte aéreo, respectivamente, por forma a apurar o seu valor final.

A rubrica Documentos Pendentes de Voo, diz respeito a bilhetes emitidos mas não utilizados, sendo que estes ainda podem vir a ser utilizados mediante o pagamento de um determinado valor, ou então ainda a ser reembolsados ao cliente mediante as condições em vigor. Após um levantamento histórico desta rubrica, conclui-se que o seu valor no final de cada ano corresponde, em média, a 9.5% do valor das receitas do Transporte aéreo. Devido ao facto do seu valor em 2012 ter atingido um número “atípico”, comparativamente a anos passados, as suas projecções para os períodos em análise foram estimadas com base em um valor médio dos anos anteriores.

Finalmente, temos a rubrica Caixa e Depósitos Bancários, onde o seu volume resulta, principalmente, das disponibilidades da TAP, S.A., estando o seu valor directamente ligado ao valor das vendas do transporte aéreo. Tal como no *item* anterior, no ano 2012 está

rubrica teve um ano “atípico” comparativamente a anos passados, sendo que as projecções tiveram necessariamente de ser estimadas com base no valor médio dos anos anteriores.

De referir, que no caso de ocorrer um excedente de tesouraria, o mesmo será investido em aplicações financeiras de curto prazo, vencendo juros a taxas normais de mercado, esta acaba por ser uma estratégia de financiamento para o Grupo TAP, uma vez que devido ao contexto financeiro da empresa é cada vez mais difícil esta ter acesso a fontes de financiamento.

4.2.6 Impostos

Em Portugal, a taxa de imposto aplicar sobre os rendimentos, o IRC (Imposto sobre o Rendimento de pessoas Colectivas), é actualmente de 25% acrescido de uma taxa de derrama Municipal e outra Estatal, que no total varia entre os 1.5% e os 6.5%¹¹. Sabendo que esta previsto um abaixamento gradual, nos próximos anos, da actual taxa de IRC, esse factor foi tido em consideração, resultando em uma redução do IRC para os 23% em 2014, para os 21% em 2015 e para os 19% em 2016¹². Existindo ainda a possibilidade de uma redução das derramas municipal e estadual a partir do ano 2018, mas esta redução não foi considerada, no período de perpetuidade, uma vez que não é um facto consumado.

Neste sentido e de acordo com a facturação média anual do Grupo TAP, foi assumido que a taxa de IRC, total, utilizada será de 31.5% em 2013, de 29.5% em 2014, de 27.5% em 2015 e 25.5% em 2016, foi ainda assumindo que nos próximos o IRC se manterá nos 25.5%.

4.3 Estrutura e custo do capital

4.3.1 Estrutura de capital

De acordo com o balanço do Grupo TAP, no final de 2012, a sua dívida ascendia a 2.03 biliões de euros, correspondendo a 123% do valor patrimonial do grupo, este valor é a consequência de capitais próprios negativos no valor de 380.8 milhões de euros, perante este cenário, conclui-se que a estrutura de capital do grupo está claramente dependente de

¹¹ Fonte: Guia Fiscal PwC 2013

¹² Fonte: Orçamento de Estado e Reforma do IRC, Deloitte

capitais alheios, podendo mesmo afirmar-se que o grupo se encontra em situação de falência técnica.

Mais de metade do passivo, cinquenta e um por cento, corresponde a dívida de financiamento, dos quais 75% correspondem a passivo não corrente. A segunda maior fatia de passivo total do grupo é referente a dívida não bancária, que se divide entre os documentos pendentes de voo, 14%, e outras contas a pagar, 13%, estas últimas referentes, na sua maioria, a acréscimos de gastos relacionados com reservas de manutenção, remunerações e combustíveis de avião.

É consensual, que a estrutura de capital do grupo tem obrigatoriamente de evoluir, é fundamental que os capitais próprios evoluam não só para terrenos positivos, mas também para valores que permitam ao grupo ter um rácio de dívida sobre capital (D/E) mais próximo da média da Indústria. Por outro lado, ao privatizar a empresa, o Estado Português irá certamente assegurar o pagamento de uma parte significativa do valor da dívida.

Neste sentido, para calcular o valor do grupo tendo em conta o crescimento previsto no plano de negócios traçado, foi considerado um D/E de 52/48, valor médio para a estrutura de capital do sector da aviação na Europa.¹³

4.3.2 Custo da dívida

Uma vez que o Grupo TAP não está cotado em bolsa, consequentemente não tem classificação de crédito nem dívida de grau de investimento, o que torna bastante difícil apurar com total exactidão o custo marginal da dívida. Assim, optou-se por calcular o custo da dívida com base nos gastos com juros suportados em 2012 (incluindo outros gastos similares) sobre a dívida bancária à mesma data, obtendo assim um valor de 5.55% e assumindo que este se mantém constante ao longo do período do plano de negócios traçado.

¹³ Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/>

4.3.3 Custo dos capitais próprios

Mais um vez, o facto de o Grupo TAP não estar cotada em bolsa, dificultou o apuramento do custo de oportunidade dos capitais próprios. Assim, o mais correcto foi medir o custo de capital próprio, através do CAPM, com base nos betas (medida de risco) médios do sector da aviação europeu.

Após análise dos betas *levered* de todos os sectores europeus, conclui-se que o beta do Grupo TAP será igual ao do sector da aviação europeu, e terá um valor era de 0.94. (Anexo, A4)

Para calcular o beta *unlevered* do Grupo TAP foi usada a equação de Hamada.

$$\beta_l = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) \times (1 - T) \times \frac{D}{E} \quad (15)$$

onde:

β_l – Beta *levered*

β_u – Beta *unlevered*

β_d – Beta do risco associado aos capitais alheios;

T – IRC;

D/E – Estrutura de capital;

Mas antes foi preciso apurar o risco associado ao capitais alheios, ou seja, o risco que corre o credor ao introduzir capital neste negócio, para tal usamos o CAPM com base no custo da dívida, calculado anteriormente.

$$r_d = r_f + \beta_d (r_m - r_f) \Leftrightarrow \beta_d = \frac{r_d - r_f}{(r_m - r_f)} \Leftrightarrow \beta_d = 0.36 \quad (16)$$

onde:

r_e – Custo do capital próprio

β – Medida de risco

r_f – taxa de juro sem risco

$(r_m - r_f)$ – Prémio de risco do mercado

Para a taxa de juro sem risco, foi utilizado o valor de 1.78% referente às *yields* das obrigações alemãs (*Bunds*) em Janeiro de 2014¹⁴, uma vez que Alemanha tem um *rating* de

¹⁴ Fonte: Banco de Portugal, Banco Central Europeu, NYSE Euronext, Reuters e MSCI

AAA (*Standard & Poor's rating*) e Portugal não. Já no que refere ao prémio de risco do mercado, foi utilizado o valor de 10.40%, risco de Portugal¹⁵ (Anexo, A5).

Usando a expressão (15), podemos agora apurar o valor para o beta *unlevered* do Grupo TAP.

$$0.94 = \beta_u + (\beta_u - 0.36) \times (1 - 31.5\%) \times \frac{52}{48} \Leftrightarrow \beta_u = 0.69$$

Podemos agora proceder ao cálculo do custo do capital próprio, sem introdução de dívida financeira, através da expressão (2) do CAPM.

$$r_u = r_f + \beta_u (r_m - r_f)$$

$$r_u = 1.78\% + 0.69 \times 10.40\% \Leftrightarrow r_u = 8.96\%$$

Este seria o custo dos capitais próprios no caso do Grupo TAP estar apenas sujeito ao risco operacional, ou seja, no caso de os rendimentos operacionais gerados serem suficientes para fazer face a todos os gastos operacionais. Mas, o Grupo TAP tem a necessidade de recorrer a capitais alheios para fazer face aos seus gastos operacionais, e ao fazê-lo vai automaticamente introduzir um risco financeiro na sua actividade, assim este risco tem de ser contabilizado no apuramento do custo dos capitais próprios do grupo, neste sentido foi necessário recalcular o custo dos capitais próprios, mas agora em função do beta *levered*.

$$r_e = r_f + \beta_l (r_m - r_f)$$

$$r_e = 1.78\% + 0.94 \times 10.40\% \Leftrightarrow r_l = 11.56\%$$

O custo dos capitais próprios do Grupo TAP é de 11.56%.

¹⁵ Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/>

4.3.4 Custo do capital (WACC)

O custo de capital do grupo foi obtido através do custo médio ponderado do capital, ou seja, através do WACC, pela expressão (4).

$$WACC = r_1 \times \frac{E}{E + D} + r_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D} \Leftrightarrow$$

$$WACC = 11.56\% \times 48\% + 5.5\%(1 - 31.5\%) \times 52\% \Leftrightarrow WACC = 7.50\%$$

4.4 Modelos de Avaliação

4.4.1 DCF

Para avaliar o Grupo TAP de acordo com modelo DCF, após apurar o valor do EBIT (1-T), para os períodos em análise, foi deduzido a este o valor do CAPEX, incluído o respectivo investimento e depreciação, e o valor do investimento em *Working Capital*, conforme a expressão abaixo.

$$FCFF = EBIT (1 - T) + \text{Depreciação} - \Delta \text{Working Capital} - \text{CAPEX} \quad (17)$$

Após apurados os *free cash flows to the firm* (FCFF) gerados para o período em análise e para o período da continuidade (Anexo A6), estes foram descontados de acordo com a taxa do custo de capital anteriormente apurada, o WACC, por forma a se chegar ao valor da empresa, o EV, de acordo com a expressão (5).

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} \Leftrightarrow$$

$$EV = \frac{FCFF_{2013}}{(1+WACC)^1} + \frac{FCFF_{2014}}{(1+WACC)^2} + \frac{FCFF_{2015}}{(1+WACC)^3} + \frac{FCFF_{2016}}{(1+WACC)^4} + \frac{FCFF_{PERP.}}{(1+WACC)^4}$$

Chegando assim a um EV de 399,656,997€, este é o valor do Grupo TAP de acordo com o modelo de avaliação DCF.

Por forma a perceber não só o valor do grupo mas também qual o valor que está disponível para o accionista, procedeu-se ao cálculo do *Equity Value*, que se obtém adicionando ao EV, anteriormente calculado, o valor dos activos extra-exploração, que neste caso são os investimentos financeiros detidos pelo grupo, e deduzindo o valor do passivo de financiamento, assumindo que o valor contabilístico é igual ao valor de mercado, conforme a expressão (6).

$$\text{Equity Value} = \text{EV} + \text{Activos Extra} - \text{Passivo de Financiamento}$$

O valor dos activos extra-exploração é de 2,848,000€.

Relativamente à dívida financeira do Grupo TAP, após uma análise detalhada à reconciliação das posições financeiras consolidadas do grupo a 31 de Dezembro de 2012, conclui-se que o seu valor é de 1,317,011,000€, conforme se pode ver na figura seguinte.

Valores em milhares €	INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS	CRÉDITOS E VALORES A RECEBER	OUTROS PASSIVOS FINANCEIROS	ATIVOS E PASSIVOS NÃO FINANCEIROS	TOTAL
ACTIVOS					
Outros Activos não correntes	256	20,183	-	-	20,439
Valores a receber correntes	444	293,080	-	274,433	567,957
TOTAL ACTIVOS	700	313,263	-	274,433	588,396
PASSIVOS					
Financiamentos obtidos não correntes	-	-	775,390	-	775,390
Outros passivos não correntes	2,380	-	-	76,557	78,937
Financiamentos obtidos correntes	-	-	258,674	-	258,674
Valores a pagar correntes	-	-	430,661	361,745	792,406
TOTAL PASSIVOS	2,380	-	1,464,725	438,302	1,905,407
				SALDO	1,317,011

Figura 5 – Detalhe dos Activos e Passivos financeiros do Grupo TAP

Assim, obteve-se um *Equity Value* de -914,506,003€.

Valores em Milhares €	2013	2014	2015	2016	2017 (PERPETUIDADE)
Receitas	2,804,171	3,001,571	3,171,585	3,367,597	
Gastos	2,629,413	2,881,700	3,023,328	3,204,571	
EBITDA	174,758	119,871	148,256	163,026	
Depreciação	135,325	139,183	143,647	147,728	
EBIT	39,432	(19,312)	4,610	15,298	
Imposto s/ Rendimento	12,421	(5,697)	1,268	3,901	
EBITx (1-T)	27,011	(13,615)	3,342	11,397	11,625
CAPEX	(85,575)	(79,905)	(73,808)	(75,579)	(93,003)
Δ Working Capital	(3,780)	(14,889)	(8,126)	(10,109)	(1,984)
FCFF	113,366	81,179	85,276	97,085	106,612
FCFF (WACC)	105,456	70,245	68,642	72,695	79,828
EV	399,657				
(+) ACT. EXTRA- EXPL.	2,848				
(-) DÍVIDA FINANCEIRA	1,317,011				
EQUITY VALUE	(-914,506)				

Figura 6 – Avaliação pelo DCF

4.4.2 Múltiplos

Como propósito de contrastar aquela que é a percepção interna do valor da empresa, pretende-se agora proceder ao cálculo do valor expectável através da visão do mercado, no sentido de obter um intervalo de valor para a empresa.

Neste método, o objectivo foi comparar o Grupo TAP com um grupo de empresas comparáveis do mercado, cotadas em bolsa, a comparação foi feita com padronização de valores, nomeadamente vendas e EBIDTAR, que são os mais utilizados na avaliação de empresas do sector da aviação não cotadas em bolsa.

A escolha do grupo de comparáveis não foi fácil, devido ao facto de na Europa não existirem muitas empresas que sejam totalmente comparáveis ao Grupo TAP, o critério utilizado para a escolha das comparáveis, foi assim, um pouco limitado em relação ao inicialmente previsto, focando-se essencialmente nas rotas de voo e nos mercados geográficos de cada companhia, ou seja, deste que estes sejam similares aos do Grupo TAP, estas companhias tornam-se automaticamente comparáveis, uma vez que concorrem com o Grupo TAP nos mesmos mercados, foi assim que se chegou a um grupo de 11 empresas.

	Europa	África-Médio Oriente	América do Norte	América Latina	Ásia-Pacífico
LUFTHANSA	63%	5%	15%	5%	12%
AIR BERLIN	90%	3%	2%	3%	2%
AIR FRANCE-KLM	49%	21%	9%	11%	10%
IAG	19%	17%	30%	25%	9%
FINNAIR	45%	4%	5%	-	46%
TURKISH AIRLINES	34%	11%	3%	1%	51%
SAS AB	89%	1%	5%	1%	4%
NORWEGIAN AIR SHUTTLE AS	94%	4%	1%	-	1%
AEROFLOT - RUSSIA AIRLINES	38%	8%	1%	-	53%
RYANAIR	100%	-	-	-	-
EASYJET	100%	-	-	-	-
TAP	66%	17%	3%	13%	1%

Figura 7 – Mercado geográfico das comparáveis

Após apurar o EV de cada comparável (no período de 2012),¹⁶ foi preciso proceder ao ajustamento deste valor, somando-lhe os *Leases* operacionais (*Operating Leases*), que por motivos contratuais e por forma a eliminar o efeito de capitalização de mercado e da estrutura de capital têm de ser contabilizados, conforme a expressão abaixo.

$$\text{EV ajustado} = \text{EV} + \text{Operating Leases} \quad (18)$$

Após ajustar o valor do EV, procedeu-se à sua divisão pelos valores da comparação, vendas e EBITDAR, obtendo assim os múltiplos de EV/vendas e EV/EBITDAR, de cada uma das empresas comparáveis.

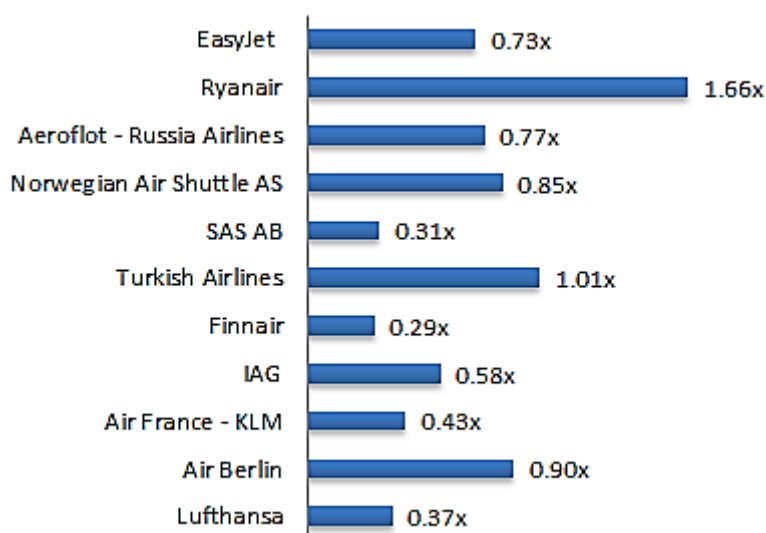


Figura 8 – Múltiplo EV/vendas das comparáveis

¹⁶ Fonte: Bloomberg

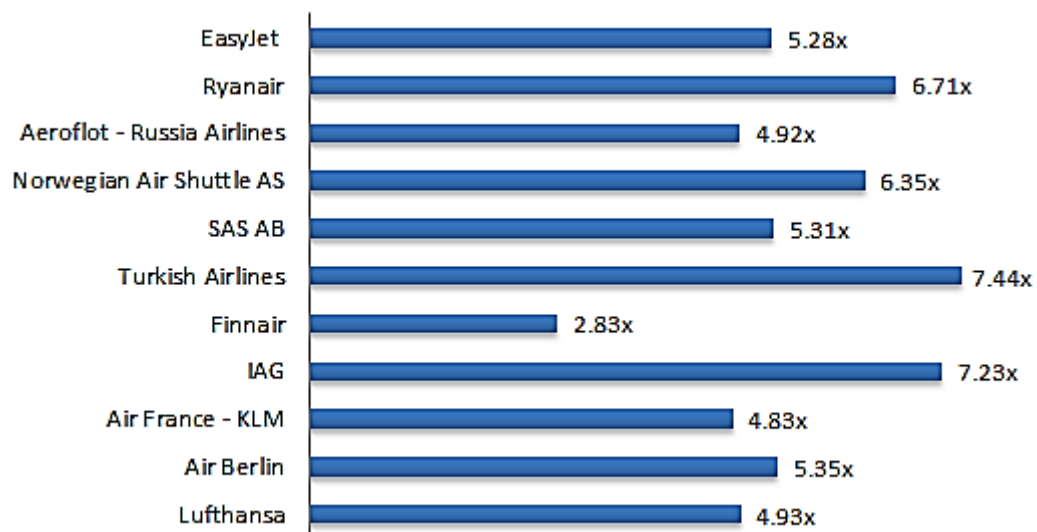


Figura 9 – Múltiplos EV/EBITDAR das comparáveis

Por forma a obter estes dois múltiplos para Grupo TAP, procedeu-se à realização de uma regressão linear estatística ajustado o EV das comparáveis versus os respectivos *drivers* de valor, vendas e EBITDAR. Resultando, nos múltiplos de 0.28x para as Vendas e de 6.10x para o EBITDAR.

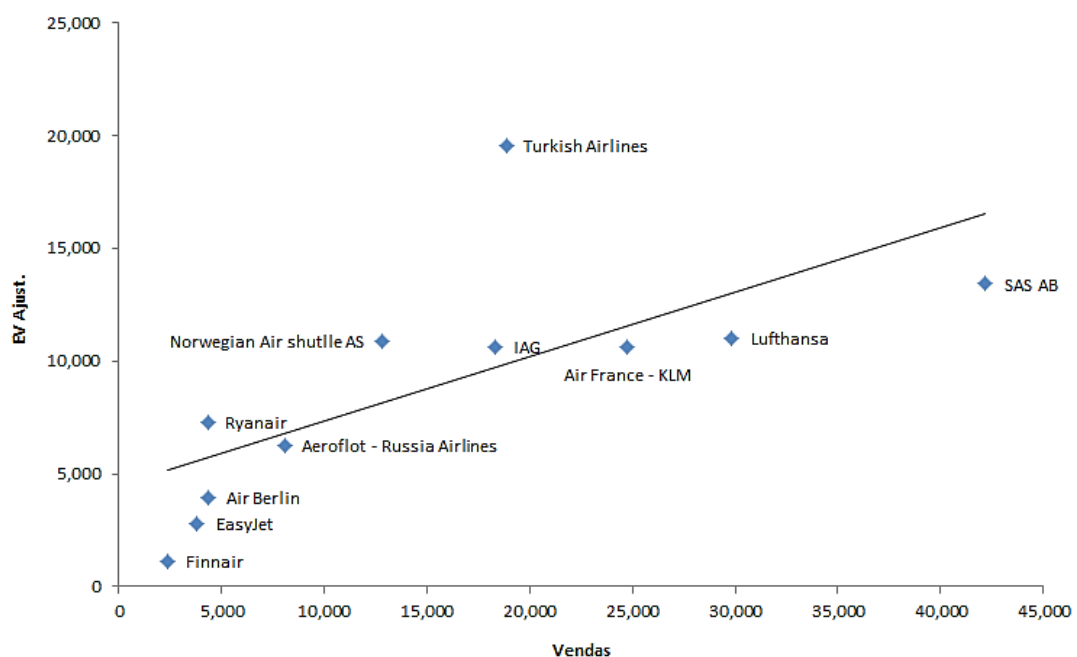


Figura 10 – Regressão Linear para apurar o EV/Vendas do Grupo TAP

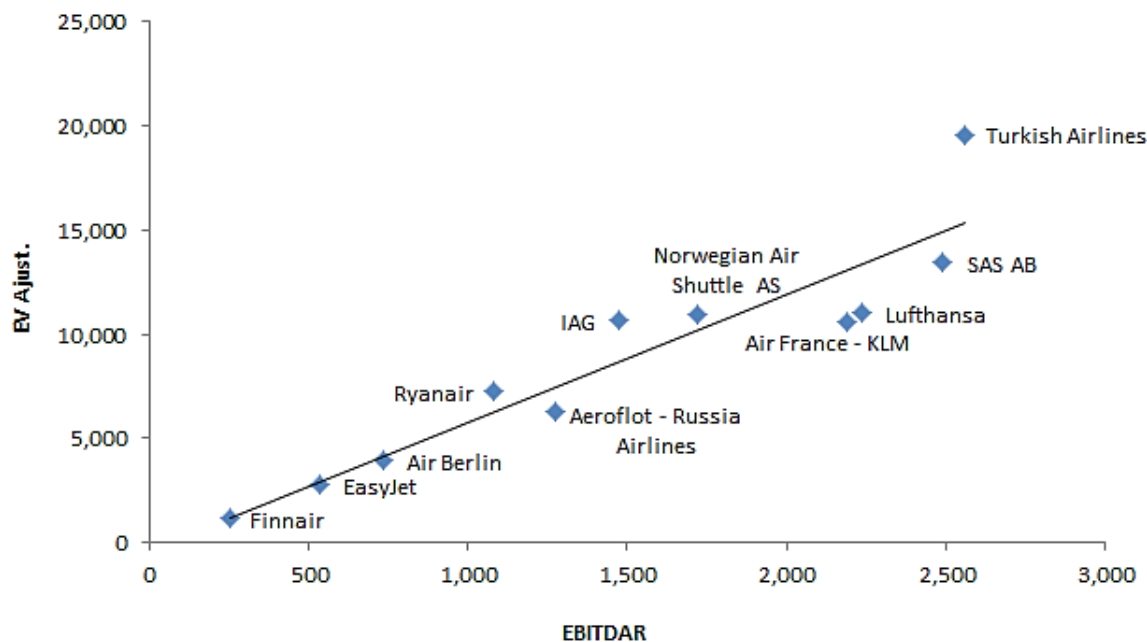


Figura 11 – Regressão Linear para apurar o EV/EBITDAR do Grupo TAP

Ao multiplicar estes dois múltiplos pelos, respectivos, valores de vendas e de EBITDAR do grupo, em 2012, resultou em um intervalo de valor para o Grupo TAP entre os 733,054,000€ e os 1,269,946,800€.

Valores em Milhões €							
COMPANHIA	VENDAS	EBITDAR	EV	EV Ajustado (Incluido os Leases Operacionais)	EV Ajustado / Vendas	EV Ajustado / EBITDAR	MARGEM EBITDAR
Lufthansa	29,836	2,238	8,951	11,033	0.37	4.93	7.50%
Air Berlin	4,389	736	1,053	3,936	0.90	5.35	16.78%
Air France - KLM	24,715	2,192	9,639	10,596	0.43	4.83	8.87%
IAG	18,311	1,473	6,409	10,645	0.58	7.23	8.04%
Finnair	2,432	251	462	1,137	0.47	4.53	10.31%
Turkish Airlines	18,869	2,561	19,058	19,583	1.04	7.65	13.57%
SAS AB	42,192	2,490	13,080	13,422	0.32	5.39	5.90%
Norwegian Air Shuttle AS	12,816	1,719	8,843	10,912	0.85	6.35	13.41%
Aeroflot - Russia Airlines	8,109	1,272	3,487	6,260	0.77	4.92	15.69%
Ryanair	4,382	1,083	6,660	7,266	1.66	6.71	24.72%
EasyJet	3,827	532	2,373	2,808	0.73	5.28	13.90%
GRUPO TAP	2,618	208	733,054 - 1,270	-	0.28	6.10	7.95%

Figura 12 – Avaliação por múltiplos

4.4.3 Comparação dos modelos utilizados

A análise do fluxo de caixa descontado (DCF) é o método mais fiável para avaliar o valor de uma empresa, uma vez que tem por base a previsão dos fluxos de caixas futuros subjacentes. Mas uma comparação cuidadosa entre múltiplos de uma empresa e suas comparáveis (empresas concorrentes) pode fornecer um *benchmarking* de grande utilidade, uma vez que não se baseia no potencial económico e financeiro da empresa a avaliar, mas sim na sua comparação com outras empresas.

Avaliação pelo DCF foi fortemente influenciada quer pelo crescimento previsto no plano de negócios quer pelo custo de capital, ou seja, se por um lado as previsões favoráveis de crescimento das vendas do grupo potenciam o aumento do valor da empresa, por outro o facto do custo de capital do Grupo TAP ser um pouco alto, nomeadamente o custo dos capitais próprios, acaba por diminuir o potencial valor da empresa.

No caso da avaliação por múltiplos, através da utilização dos múltiplos de EBITDAR e vendas, facilmente se comprova que o Grupo TAP em relação às suas comparáveis tem um valor mais baixo, exceptuando a Finnair, o que em parte se deve ao facto da dimensão do valor de vendas que as comparáveis possuem, relativamente maior que o do Grupo TAP, e que consequentemente se reflecte num maior valor da empresa.

Comparando os valores da empresa apurados pelo DCF e pela avaliação por múltiplos, podemos ver que esta ultima aponta para valores superiores ao DCF, esta diferença pode ser vista como uma potencialização de valor para o Grupo TAP.

5. CENÁRIOS POSSÍVEIS PARA O GRUPO TAP

Após análise da estrutura de capital do Grupo TAP, facilmente se percebe que este necessita urgentemente de uma injeção imediata de capital, para que possa não só dar continuidade ao seu crescimento mas também para que não corra o risco de bancarrota. Sendo que Estado português é o accionista, a 100%, do Grupo TAP e sabendo que este não tem condições financeiras necessárias, nem a curto nem a médio prazo, para investir na empresa, o cenário mais provável, e o mais razoável também, é a da privatização da empresa.

Tendo como base a privatização, é preciso analisar a melhor forma de esta se processar, ou seja, qual será a melhor opção para o processo de privatização do Grupo TAP:

- Privatização através da dispersão de capital do grupo através de uma oferta pública em bolsa de valores (IPO)?
- Privatização parcial do Grupo TAP?
- Privatização total do grupo TAP?

Em seguida serão analisados cada um destes 3 processos de privatização.

IPO (Initial Public Offering)

De acordo com actual situação financeira do Grupo TAP, a grande vantagem deste processo de privatização prende-se com facto de estando o grupo cotado em bolsa de valores mobiliários terá um acesso facilitado a um financiamento de longo prazo e a baixo custo, o que ajudaria o Grupo TAP a ultrapassar as suas dificuldades actuais de financiamento. Mas por outro lado, preparar uma operação deste tipo requer um elevado custos financeiro para o grupo, nomeadamente, custos de produção de informação para o mercado de acordo com os requisitos da CMVM, custos financeiros de taxas e comissões para a cotação em bolsa, custos de manutenção da empresa cotada em bolsa (comissões da bolsa de valores, equipa de gestão, informação, relatórios, etc.), significando assim um aumento do passivo do grupo. Outro facto bastante relevante, é a diluição do controlo da empresa, que poderá levantar problemas de liderança e estratégia, ou seja, a pressão normalmente exercida pelos investidores na obtenção de resultados a curto prazo esbarra totalmente com o facto de o Grupo TAP precisar de um plano a médio prazo, aliando ainda

o factor de contexto económico adverso que a economia nacional atravessa, que poderá levar a variações negativas do preço das acções. Neste sentido o processo de privatização através de IPO não é uma boa opção, de acordo com actual situação do Grupo TAP.

Privatização parcial do Grupo TAP

Relativamente a uma privatização parcial, uma vez que o grupo é constituído por várias empresas, a alienação de uma ou mais empresas poderia ser uma opção a considerar, à excepção da TAP S.A uma vez que o transporte aéreo é o negócio *core* do Grupo TAP. Teoricamente, a grande vantagem desta opção seria uma injeção directa e imediata de capital e a consequente diminuição de uma pequena parte da dívida do grupo, mas na prática a situação é bem diferente, uma vez que a situação financeira da maioria das empresas do grupo é bastante deficitária, conforme se pode ver no quadro da figura 13. Assim, tendo em conta o grau de endividamento destas empresas não só será difícil encontrar alguém que esteja disposto a investir nas mesmas, como também o encaixe financeiro proveniente de uma possível alienação de alguma empresa do grupo seria muito baixo. Consequentemente, não haveria uma injeção de capital suficiente para alavancar o negócio e o Estado continuaria ainda exposto à enorme dívida do Grupo TAP, conclui-se assim que a privatização parcial do grupo não é uma opção a considerar.

Valores em milhares €

	TAP, S.A.	Manutenção e Engenharia Brasil	L.F.P.	CATERINGPOR	Holdings e outros	Anulações Intersegmentais	Consolidado
Total dos Activos	132,283	132,437	27,789	13,695	2,225,925	(881,424)	1,650,705
Total dos Passivos	129,010	467,833	16,035	7,899	2,292,157	(881,424)	2,031,510
Total dos Capitais Próprios	3,273	(335,396)	11,754	5,796	(66,232)	-	(380,805)
D/E	3942%	(139%)	136%	136%	(3461%)	-	(533%)

Figura 13 – Balanço simplificado do Grupo TAP por segmentos, em 2012

Privatização total do Grupo TAP

De acordo com as necessidades imediatas do Grupo TAP, a opção de privatizar o grupo na sua totalidade traz de facto grandes vantagens, isto é, com esta operação seria possível uma entrada imediata de capital no grupo, que consequentemente levaria a uma redução da sua dívida financeira (ou até mesmo a sua extinção no caso do actual accionista assumir a

mesma) e a um aumento dos capitais próprios, permitindo uma optimização da estrutura de capital do grupo. Relativamente a desvantagens que se possam apontar a este processo, prendem-se com o facto do estado português, actual accionista do Grupo TAP, perder o controlo do grupo e a TAP S.A. perder o estatuto de companhia de bandeira, mas na realidade estas não serão necessariamente desvantagens, uma vez que foi precisamente a gestão pública que deixou o Grupo TAP na situação financeira em que se encontra, no que diz respeito ao estatuto de companhia aérea de bandeira, sendo que esta tem como objectivo projectar o sector aéreo português, neste momento, de acordo com a actual situação financeira do grupo, apenas se está a descredibilizar a imagem do sector.

Conclui-se, que a opção de privatização total do Grupo TAP é a melhor estratégia a seguir, pois esta vai precisamente ao encontro das necessidades do grupo. Independentemente dos valores envolvidos, num futuro negócio é muito importante que o Estado português tenha o cuidado de salvaguardar não só os seus interesses mas também os interesses do Grupo TAP, para tal deve garantir que o futuro accionista do grupo se comprometa a investir no imediato na empresa, que mantenha a sede fiscal da empresa em Portugal e que o negócio do transporte aéreo mantenha o seu *HUB* (do inglês, que significa local/ponto de ligação para a transferência de passageiros para o seu destino pretendido) operacional no aeroporto de Lisboa. Assim, o Estado português garante que o crescimento do Grupo TAP contribuirá também para o desenvolvimento da economia portuguesa.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como principal objectivo responder, essencialmente, as seguintes questões:

- 1) Quanto vale o Grupo TAP?
- 2) Qual o melhor caminho a seguir pelo Grupo TAP?
- 3) Qual o valor de um futuro negócio de privatização do Grupo TAP?

Por forma a responder à primeira questão, foram utilizados dois modelos de avaliação, o DCF e avaliação por Múltiplos. Relativamente ao modelo de avaliação de fluxo de caixa, DCF, este teve por base um plano de negócios previsional para um período de 4 anos, de 2013 a 2016. Posteriormente, após analisar a estrutura de capital do grupo, foi calculado o custo de capital, com base nos seguintes pressupostos: risco sistemático médio da indústria da aviação na Europa; taxa de retorno dos títulos livres de risco das obrigações a 10 anos do tesouro alemão (*Bunds*); e prémio de risco do mercado de Portugal. Assim, de acordo com o DCF, o valor da empresa presente do Grupo TAP é de 399,656,997€. No que se refere ao modelo de avaliação por múltiplos, este avaliou o Grupo TAP através de uma perspectiva de mercado, com base num grupo de 11 empresas comparáveis do mercado europeu, cotadas em bolsa de valores. Em primeiro lugar, procedeu-se ao ajuste do valor de mercado deste grupo de empresas, por forma a eliminar o efeito de capitalização de mercado e da estrutura de capital, e em seguida realizou-se uma regressão linear estatística dos dois *drivers* de valor, EBITDAR e vendas, contra o respectivo valor ajustado das empresas comparáveis. Após, aplicar os multiplicadores obtidos com a regressão nos respectivos, EBITDAR e vendas do Grupo TAP, foi obtido um intervalo de valor de empresa entre os 733,054,000€ e os 1,269,946,800€.

Sendo assim, o valor da empresa do Grupo TAP é de 399,656,997€, apurado pelo modelo do DCF, uma vez, que é este que avalia o verdadeiro potencial de geração de riqueza de uma empresa

Relativamente à segunda questão do presente trabalho, de qual será o melhor caminho a seguir pelo Grupo TAP, conclui-se que das 3 opções analisadas, o cenário que mais se adequa as actuais necessidades do grupo e do actual accionista, o Estado português, é a privatização total do Grupo TAP. Conclui-se ainda, que independentemente dos valores

envolvidos num futuro negócio é muito importante que o Estado português tenha o cuidado de salvaguardar não só os seus interesses mas também os interesses do Grupo TAP, para tal deve garantir que o futuro accionista do grupo se comprometa a investir no imediato na empresa, que mantenha a sede fiscal da empresa em Portugal e que o negócio do transporte aéreo mantenha o seu *HUB* (do inglês, que significa local/ponto de ligação para a transferência de passageiros para o seu destino pretendido) operacional no aeroporto de Lisboa. Assim, o Estado português garante que o crescimento do Grupo TAP contribuirá também para o desenvolvimento da economia portuguesa.

Finalmente, por forma a responder à terceira questão, o valor de um futuro negócio de privatização do Grupo TAP poderá variar consoante as condições em que este será realizado, isto é, mediante qual das partes assume a enorme dívida do Grupo TAP ou ainda dependendo de factores circunstanciais a quando do negócio. Por simplificação, foi assumido que o actual accionista, o Estado português, assumirá a dívida financeira do Grupo TAP na sua totalidade, no valor de 1,317,011,000€, assim, e de acordo com o modelo DCF, o valor de referência para um futuro negócio de privatização do grupo TAP é de, aproximadamente, 400,000,000€. Sendo que este valor apurado não corresponderá a um encaixe financeiro directo para os cofres do Estado, uma vez que é preciso ter em conta que o Grupo TAP precisa de uma injeção de capital imediata, por forma a reverter a sua situação de falência técnica, assim este valor terá de ser repartido, de uma forma coerente, entre o Estado e o Grupo TAP.

REFERÊNCIAS

Relatórios Contas

Grupo TAP, **Relatório Anual 2009**.

Grupo TAP, **Relatório Anual 2010**.

Grupo TAP, **Relatório Anual 2011**.

Grupo TAP, **Relatório Anual 2012**.

Serviços Portugueses de Handling, S.A., **Relatório de Gestão 2012**

Papers científicos

Damodaran, A. 2010. **Equity Risk Premiums**.

Damodaran, A. 2003. **Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice**

Harvard Business School.1983 .Note on Financial Forecasting. (9-206-048):1-9

McKinsey and Company.2005. The right role for multiples in valuation - Perspectives on Corporate Finance and Strategy. (15):7-11

Livros

Bodie, Z., Kane, A. Marcus, A. 2011. The Capital Asset Pricing Model, Futures Markets, Dividends Discount, Free Cash Flow Valuation Approaches, Global Markets for Equities, Risk Factors in International Investing, Return and Benefits from Diversification, **Investments and Portfolio Management - Ninth Edition**. 308-320;679-687;767-780;789-792;892-915.New York: McGrawHill

Damodaran, A. 2002. Approaches to Valuation, Option Pricing Theory and Models, Estimating Risk Parameters and Costs of Financing, Closure in Valuation: Estimating Terminal Value, Free Cash Flow to Equity Discount Models, Firm valuation: Cost of Capital and APV Approaches, Fundamental Principles of Relative Valuation, Earnings Multiples, Value Enhancement: A Discounted Cash Flow Valuation Framework. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset - Second Edition**. New York: Jon Wiley and Sons, Inc

Gomes Mota, A., Custódio, C. 2012. **Finanças da empresa (7ª edição)**: bnomics.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. 2010. Frameworks for Valuation; Forecasting Performance; Estimating the Cost of Capital; Levering and Unlevering the Cost of Equity. **Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies – Fifth Edition**. 103-131; 187-211; 235-270; 805-811. New Jersey: Jon Wiley and Sons, Inc.

Newbold, P. 1995. Linear Correlation and Regression. **Statistics for Business and Economics –Fourth Edition**. 427–458. New Jersey. Prentice-Hall, Inc.

ANEXOS

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (PERPETUIDADE)
Rendimentos	2,682,443	2,804,171	3,001,571	3,171,585	3,367,597	
Vendas e Serviços Prestados	2,618,050	2,740,618	2,933,135	3,098,834	3,289,918	
<i>Transporte Aéreo</i>	<i>2,253,340</i>	<i>2,366,007</i>	<i>2,543,458</i>	<i>2,696,065</i>	<i>2,871,309</i>	
<i>Manutenção e Engenharia</i>	<i>185,210</i>	<i>186,136</i>	<i>187,067</i>	<i>188,002</i>	<i>189,882</i>	
<i>Outras vendas e serviços prestados</i>	<i>179,500</i>	<i>188,475</i>	<i>202,611</i>	<i>214,767</i>	<i>228,727</i>	
Subsídios à exploração	4,311	4,742	5,216	5,738	6,312	
Ganhos e Perdas em associadas	4,110	40	42	43	45	
Outros rendimentos e ganhos	55,972	58,771	63,178	66,969	71,322	
Gastos	2,528,222	2,629,413	2,881,700	3,023,328	3,204,571	
CMVMC	205,028	215,442	216,130	217,162	217,377	
FSE	956,572	995,226	1,069,560	1,120,478	1,183,467	
Combustíveis avião	811,491	834,213	938,489	971,336	1,005,333	
Gastos com Pessoal	513,201	519,370	558,615	564,201	570,408	
Outros	500	650	845	1,099	1,428	
Outros Gastos e Perdas	42,443	64,513	98,060	149,052	226,559	
EBITDA	154,221	174,758	119,871	148,256	163,026	
Depreciação e Amortização (-)	119,776	135,325	139,183	143,647	147,728	
EBIT	34,445	39,432	(19,312)	4,610	15,298	
Imposto sobre o rendimento	8,185	12,421	(5,697)	1,268	3,901	
EBIT(1-T)	26,260	27,011	(13,615)	3,342	11,397	11,625

A1 – Demonstração de Resultados prevista para o período de 2013 a 2016

Valores em Milhares €

	2013				2014				2015				2016			
	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.
CAPEX																
Terrenos e Rec.Naturais	42,057	-	-	42,057	41,968	-	-	41,968	41,879	-	-	41,879	41,791	-	-	41,791
Edifícios e outras constr.	349,182	5,981	242,661	106,521	349,182	5,981	248,642	100,540	349,182	5,981	254,623	94,559	349,182	5,981	260,604	88,578
Equipamento Básico	2,139,173	125,652	1,489,128	650,045	2,185,244	129,127	1,618,255	566,989	2,238,611	133,126	1,751,381	487,230	2,289,731	136,635	1,888,016	401,714
Equipamento de transporte	5,705	171	5,349	356	6,047	181	5,531	516	6,410	192	5,723	687	6,794	204	5,927	868
Ferramentas e utensílios	34,401	1,032	20,272	14,129	38,185	1,146	21,418	16,768	42,386	1,272	22,689	19,696	47,048	1,411	24,101	22,947
Equipamento administrativo	67,880	1,358	64,387	3,493	68,559	1,371	65,758	2,801	69,930	1,399	67,156	2,774	72,727	1,455	68,611	4,116
Outros activos fixos tan.	28,285	1,131	20,027	8,258	34,436	1,377	21,405	13,031	41,924	1,677	23,082	18,842	51,041	2,042	25,123	25,917
Outros activos em curso	9,353	-	-	9,353	12,050	-	-	12,050	15,525	-	-	15,525	20,003	-	0	20,003
Adiantamentos por conta de activos fixos tang.	6,664	-	-	6,664	6,307	-	-	6,307	5,968	-	-	5,968	5,648	-	0	5,648
TOTAL	2,682,699	135,325	1,841,824	840,875	2,741,978	139,183	1,981,007	760,970	2,811,816	143,647	2,124,654	687,162	2,883,965	147,728	2,272,382	611,583

Valores em Milhares €

EQUIPAMENTO BÁSICO	2013				2014				2015				2016			
	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.	Activo Bruto	Depreciação	Dep. Acuml.	Valor Liq.
Equipamento de Voo																
Frota aerea	413,932	22,766	380,474	33,458	432,559	23,791	404,265	28,294	462,838	25,456	429,721	33,117	495,237	27,238	456,959	38,278
Reatores de reserva	22,893	1,374	20,775	2,118	24,038	1,442	22,217	1,821	25,240	1,514	23,731	1,508	26,502	1,590	25,321	1,180
Sobressalentes	135,442	7,449	104,290	31,151	146,277	8,045	112,336	33,942	150,665	8,287	120,622	30,043	156,692	8,618	129,240	27,452
TOTAL	572,267	31,589	505,539	66,728	602,874	33,278	538,817	64,056	638,743	35,257	574,074	64,669	678,430	37,446	611,521	66,910
Equipamento de Voo de Locação Financeira																
Frota aerea	1,429,686	78,633	955,865	473,821	1,429,686	78,633	1,034,497	395,189	1,429,686	78,633	1,113,130	316,556	1,429,686	78,633	1,191,763	237,923
Reatores reserva	6,867	378	2,889	3,978	6,867	378	3,266	3,601	6,867	378	3,644	3,223	6,867	378	4,022	2,845
TOTAL	1,436,553	79,010	958,753	477,800	1,436,553	79,010	1,037,764	398,789	1,436,553	79,010	1,116,774	319,779	1,436,553	79,010	1,195,785	240,768
Maq. E aparelhos diversos	130,353	15,052	24,835	105,517	145,817	16,838	41,673	104,144	163,315	18,859	60,532	102,783	174,747	20,179	80,711	94,036
TOTAL	2,139,173	125,652	1,489,128	650,045	2,185,244	129,127	1,618,255	566,989	2,238,611	133,126	1,751,381	487,230	2,289,731	136,635	1,888,016	401,714

TAXA DE AMORTIZAÇÃO MÁXIMA								
Terrenos e Rec.Naturais	Edifícios e outras construções	Equipamento Básico	Equipamento de transporte	Ferramentas e utensílios	Equipamento administrativo	Outros activos fixos tangíveis	Outros activos em curso	Adiantamentos por conta de activos fixos tang.
-	2%	6%	3%	3%	2%	4%	-	-

A2 – CAPEX

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 (Perpetuidade)
Necessidades Financeiras de Exploração						
Inventários	125,115	152,605	153,092	153,823	153,975	
Clientes	231,574	262,937	281,408	297,305	315,638	
Adiantamentos a fornecedores	5,378	6,285	6,822	7,083	7,379	
Estado e OEP (Receber)	17,836	10,076	8,239	9,675	10,625	
Outras contas a receber	56,572	47,858	52,278	54,943	58,284	
Diferimentos	9,597	10,575	10,876	11,225	11,544	
Caixa e depósitos bancários	157,754	189,281	203,477	215,685	229,705	
TOTAL (1)	603,826	679,616	716,192	749,739	787,150	
Recursos Financeiras de Exploração						
Fornecedores	116,029	157,559	171,021	177,559	184,987	
Adiantamentos a clientes	1,047	1,183	1,266	1,338	1,420	
Estado e OEP (Pagar)	29,727	50,886	46,801	50,891	53,934	
Outras contas a pagar	263,585	249,960	272,488	286,691	304,277	
Documentos pendentes de voo	202,371	224,771	241,628	256,126	272,774	
Diferimentos	53,360	61,329	63,949	66,222	68,955	
TOTAL (2)	666,119	745,689	797,154	838,827	886,347	
WORKING CAPITAL (1-2)	(62,293)	(66,073)	(80,962)	(89,088)	(99,197)	(101,181)
ΔWC		(3,780)	(14,889)	(8,126)	(10,109)	(1,984)

A3 – Mapa de *Working Capital*

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt	D(D+E)	Cost of Capital
Advertising	65	1.03	12.48%	65.55%	113.36%	5.78%	6.04%	5.43%	34.45%	10.05%
Aerospace/Defense	95	1.01	12.25%	84.04%	88.97%	4.28%	15.03%	3.64%	15.96%	10.88%
Air Transport	25	0.94	11.54%	47.74%	92.87%	4.78%	13.79%	4.12%	52.26%	7.66%
Apparel	70	1.15	13.69%	82.42%	94.86%	4.78%	10.29%	4.29%	17.58%	12.04%
Auto & Truck	26	1.28	15.06%	50.62%	103.75%	5.78%	4.71%	5.51%	49.38%	10.34%
Auto Parts	75	1.46	16.98%	75.76%	102.64%	5.78%	9.43%	5.24%	24.24%	14.13%
Bank	7	0.72	9.23%	54.29%	41.40%	2.78%	22.17%	2.16%	45.71%	6.00%
Banks (Regional)	721	0.58	7.84%	58.14%	70.20%	3.78%	18.00%	3.10%	41.86%	5.86%
Beverage	47	1.42	16.59%	81.86%	109.89%	5.78%	3.95%	5.55%	18.14%	14.58%
Beverage (Alcoholic)	19	1.14	13.63%	78.40%	97.07%	4.78%	10.72%	4.27%	21.60%	11.60%
Biotechnology	349	1.12	13.38%	91.61%	133.64%	5.78%	1.13%	5.71%	8.39%	12.74%
Broadcasting	30	1.53	17.71%	67.35%	110.90%	5.78%	13.21%	5.02%	32.65%	13.56%
Brokerage & Investment Banking	49	1.11	13.30%	19.98%	87.95%	4.28%	13.44%	3.70%	80.02%	5.62%
Building Materials	37	1.27	15.00%	76.89%	85.47%	4.28%	16.33%	3.58%	23.11%	12.36%
Business & Consumer Services	179	0.90	11.12%	77.38%	89.91%	4.28%	13.41%	3.71%	22.62%	9.44%
Cable TV	16	0.97	11.92%	67.01%	86.81%	4.28%	15.00%	3.64%	32.99%	9.19%
Chemical (Basic)	47	1.01	12.31%	77.12%	108.14%	5.78%	6.27%	5.42%	22.88%	10.73%
Chemical (Diversified)	10	1.42	16.51%	74.97%	64.97%	3.28%	25.03%	2.46%	25.03%	13.00%
Chemical (Specialty)	100	1.01	12.33%	85.99%	85.18%	4.28%	12.74%	3.73%	14.01%	11.12%
Coal & Related Energy	45	1.28	15.05%	53.58%	120.20%	5.78%	2.44%	5.64%	46.42%	10.68%
Computer Services	129	0.92	11.36%	83.00%	96.81%	4.78%	9.94%	4.30%	17.00%	10.16%
Computer Software	273	1.07	12.88%	92.01%	100.31%	5.78%	6.16%	5.42%	7.99%	12.29%
Computers/Peripherals	66	1.15	13.73%	91.89%	111.60%	5.78%	5.66%	5.45%	8.11%	13.06%
Construction	18	0.96	11.77%	76.65%	94.83%	4.78%	9.82%	4.31%	23.35%	10.02%
Diversified	20	0.77	9.80%	51.42%	58.91%	3.28%	12.60%	2.87%	48.58%	6.43%
Educational Services	40	1.24	14.63%	71.93%	120.83%	5.78%	11.84%	5.10%	28.07%	11.96%
Electrical Equipment	135	1.14	13.66%	87.92%	109.94%	5.78%	7.49%	5.35%	12.08%	12.65%
Electronics	191	1.02	12.44%	86.20%	111.11%	5.78%	7.52%	5.35%	13.80%	11.46%
Electronics (Consumer & Office)	26	1.37	16.00%	71.27%	101.29%	5.78%	8.97%	5.26%	28.73%	12.92%
Engineering	56	1.20	14.26%	81.49%	89.28%	4.28%	14.86%	3.64%	18.51%	12.29%
Entertainment	85	1.19	14.14%	79.38%	102.02%	5.78%	4.85%	5.50%	20.62%	12.36%
Environmental & Waste Services	108	1.13	13.58%	69.64%	118.46%	5.78%	5.02%	5.49%	30.36%	11.12%
Farming/Agriculture	29	0.79	10.04%	70.86%	84.88%	4.28%	9.01%	3.89%	29.14%	8.25%
Financial Svcs.	76	0.99	12.02%	49.48%	79.79%	3.78%	18.37%	3.09%	50.52%	7.51%
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	17	1.05	12.70%	23.18%	66.66%	3.78%	9.77%	3.41%	76.82%	5.56%
Food Processing	97	0.85	10.63%	78.17%	86.41%	4.28%	14.00%	3.68%	21.83%	9.11%
Food Wholesalers	18	1.18	14.01%	85.63%	91.05%	4.78%	10.69%	4.27%	14.37%	12.61%
Furn/Home Furnishings	36	1.24	14.69%	78.33%	100.03%	5.78%	10.03%	5.20%	21.67%	12.63%
Healthcare Equipment	193	0.85	10.66%	85.28%	105.14%	5.78%	5.80%	5.44%	14.72%	9.89%
Healthcare Facilities	47	1.13	13.52%	45.27%	90.96%	4.78%	13.49%	4.14%	54.73%	8.38%
Healthcare Products	58	1.00	12.23%	83.47%	100.72%	5.78%	8.76%	5.27%	16.53%	11.08%
Healthcare Services	126	0.83	10.44%	78.17%	91.19%	4.78%	13.77%	4.12%	21.83%	9.06%
Healthcare Information and Technology	125	0.99	12.10%	87.32%	112.18%	5.78%	6.09%	5.43%	12.68%	11.26%
Heavy Construction	46	1.67	19.14%	63.98%	89.60%	4.28%	19.40%	3.45%	36.02%	13.49%
Homebuilding	32	1.71	19.60%	63.85%	105.53%	5.78%	6.68%	5.39%	36.15%	14.46%
Hotel/Gaming	89	1.27	15.03%	65.65%	99.66%	4.78%	10.48%	4.28%	34.35%	11.33%
Household Products	139	1.00	12.23%	83.80%	106.72%	5.78%	9.51%	5.23%	16.20%	11.09%
Information Services	71	0.84	10.55%	90.39%	66.77%	3.78%	17.05%	3.14%	9.61%	9.84%
Insurance (General)	26	0.92	11.34%	68.43%	55.60%	3.28%	19.19%	2.65%	31.57%	8.60%
Insurance (Life)	27	1.21	14.37%	60.00%	57.69%	3.28%	17.82%	2.70%	40.00%	9.70%
Insurance (Prop/Cas.)	53	0.76	9.72%	74.09%	65.78%	3.78%	19.42%	3.05%	25.91%	7.99%
Internet software and services	330	1.05	12.65%	96.00%	120.28%	5.78%	4.59%	5.51%	4.00%	12.36%
Investment Co.	65	0.82	10.26%	48.92%	76.57%	3.78%	6.62%	3.53%	51.08%	6.82%
Machinery	141	1.04	12.63%	85.11%	78.89%	3.78%	13.02%	3.29%	14.89%	11.23%
Metals & Mining	134	1.26	14.89%	67.47%	127.20%	5.78%	1.90%	5.67%	32.53%	11.89%
Office Equipment & Services	30	1.14	13.68%	64.48%	81.92%	4.28%	12.81%	3.73%	35.52%	10.15%
Oil Gas (Integrated)	8	1.00	12.23%	92.13%	52.52%	3.28%	20.55%	2.61%	7.87%	11.47%
Oil Gas (Production and Exploration)	411	1.24	14.68%	39.04%	112.16%	5.78%	6.29%	5.42%	60.96%	9.03%
Oil Gas Distribution	80	0.82	10.27%	65.82%	63.33%	3.28%	4.18%	3.14%	34.18%	7.84%
Oilfield Svcs/Equip.	163	1.30	15.34%	83.14%	101.55%	5.78%	10.73%	5.16%	16.86%	13.62%
Packaging & Container	24	0.99	12.03%	67.03%	56.60%	3.28%	21.28%	2.58%	32.97%	8.91%
Paper/Forest Products	21	1.34	15.67%	65.79%	75.10%	3.78%	8.20%	3.47%	34.21%	11.50%
Pharma & Drugs	138	1.10	13.25%	87.82%	117.64%	5.78%	4.30%	5.53%	12.18%	12.31%
Power	106	0.68	8.83%	54.02%	55.54%	3.28%	16.03%	2.75%	45.98%	6.04%
Precious Metals	166	1.33	15.65%	72.98%	140.33%	5.78%	0.82%	5.73%	27.02%	12.97%
Publishing & Newspapers	52	1.08	13.03%	73.09%	88.39%	4.28%	13.92%	3.68%	26.91%	10.51%
R.E.I.T.	46	0.78	9.92%	14.93%	56.02%	3.28%	2.48%	3.20%	85.07%	4.20%
Railroad	10	1.08	13.00%	80.85%	67.40%	3.78%	20.51%	3.00%	19.15%	11.09%
Real Estate (Development)	22	0.99	12.08%	80.06%	94.11%	4.78%	3.00%	4.64%	19.94%	10.59%
Real Estate (General/Diversified)	11	0.72	9.25%	85.25%	74.92%	3.78%	8.72%	3.45%	14.75%	8.40%
Real Estate (Operations & Services)	47	1.40	16.35%	62.67%	101.66%	5.78%	8.56%	5.29%	37.33%	12.22%
Recreation	70	1.30	15.35%	79.92%	97.36%	4.78%	8.81%	4.36%	20.08%	13.14%
Reinsurance	3	0.56	7.63%	72.20%	37.61%	2.78%	13.34%	2.41%	27.80%	6.18%
Restaurant	84	0.86	10.69%	78.39%	78.32%	3.78%	15.17%	3.21%	21.61%	9.07%
Retail (Automotive)	30	1.15	13.75%	63.49%	84.47%	4.28%	19.23%	3.46%	36.51%	9.99%
Retail (Building Supply)	7	1.07	12.89%	81.85%	97.40%	4.78%	21.97%	3.73%	18.15%	11.23%
Retail (Distributors)	87	1.00	12.17%	69.53%	85.26%	4.28%	16.18%	3.59%	30.47%	9.56%
Retail (General)	21	0.98	11.96%	73.74%	77.55%	3.78%	25.03%	2.83%	26.26%	9.56%
Retail (Grocery and Food)	21	0.81	10.25%	63.75%	79.40%	3.78%	22.83%	2.92%	36.25%	7.59%
Retail (Internet)	47	1.03	12.50%	95.18%	114.31%	5.78%	9.80%	5.21%	4.82%	12.15%
Retail (Special Lines)	137	0.99	12.04%	72.57%	91.79%	4.78%	18.90%	3.88%	27.43%	9.80%
Rubber& Tires	4	1.27	14.96%	47.67%	106.10%	5.78%	15.21%	4.90%	52.33%	9.70%
Semiconductor	104	1.19	14.19%	88.48%	95.41%	4.78%	7.30%	4.43%	11.52%	13.07%
Semiconductor Equip	51	1.25	14.82%	85.49%	101.14%	5.78%	5.13%	5.48%	14.51%	13.47%
Shipbuilding & Marine	14	1.50	17.34%	60.48%	117.34%	5.78%	4.99%	5.49%	39.52%	12.66%
Shoe	14	0.83	10.42%	92.69%	78.29%	3.78%	19.82%	3.03%	7.31%	9.88%
Steel	37	1.19	14.16%	68.54%	83.60%	4.28%	14.13%	3.68%	31.46%	10.86%
Telecom (Wireless)	28	0.68	8.86%	48.75%	96.71%	4.78%	11.54%	4.23%	51.25%	6.49%
Telecom. Equipment	131	1.14	13.69%	90.28%	106.61%	5.78%	6.90%	5.38%	9.72%	12.88%
Telecom. Services	82	0.94	11.56%	58.40%	98.32%	4.78%	8.40%	4.38%	41.60%	8.57%
Thrift	223	0.53	7.31%	1.84%	69.10%	3.78%	18.93%	3.06%	98.16%	3.14%
Tobacco	12	0.94	11.54%	82.76%	58.61%	3.28%	14.23%	2.81%	17.24%	10.04%
Transportation	22	1.01	12.24%	82.81%	75.94%	3.78%	21.21%	2.98%	17.19%	10.65%
Trucking	28	1.17	13.91%	56.03%	82.51%	4.28%	27.93%	3.08%	43.97%	9.15%
Utility (General)	20	0.56	7.60%	59.05%	33.80%	2.78%	29.93%	1.95%	40.95%	5.28%
Utility (Water)	20	0.75	9.55%	63.33%	77.13%	3.78%	14.52%	3.23%	36.67%	7.24%
Total Market	7766	1.01	12.25%	67.38%	94.94%	4.78%	10.32%	4.29%	42.62%	8.86%

A4 – Tabela Damoradan, valores referência por sector de actividade

Country	Region	Local Currency Rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	CDS Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%	0.75%	1.00%	5.81%	0.81%
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	4.50%	11.75%	NA	NA	NA	NA
Andorra	Western Europe	A3	1.20%	6.80%	1.80%	NA	NA	NA
Angola	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Argentina	Central and South America	B3	6.50%	14.75%	9.75%	14.73%	26.41%	21.41%
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba2	1.60%	4.50%	NA	NA	NA	NA
Aruha	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.70%	5.36%	0.36%
Austria	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.74%	5.42%	0.42%
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Baa2	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Bahamas	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Bahrain	Middle East	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.97%	8.77%	3.77%
Bangladesh	Asia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Barbados	Caribbean	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	NA	NA	NA
Belarus	Eastern Europe & Russia	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Belgium	Western Europe	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	0.87%	5.77%	0.77%
Belize	Central and South America	Caa2	9.00%	18.50%	13.50%	NA	NA	NA
Benin	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Bermuda	Caribbean	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Bolivia	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Botswana	Africa	A2	0.85%	6.28%	1.28%	NA	NA	NA
Brazil	Central and South America	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.53%	8.11%	3.11%
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Ba2	1.90%	7.85%	2.85%	2.15%	8.25%	3.25%
Burkina Faso	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Cambodia	Asia	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Cameroon	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Canada	North America	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Cape Verde	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Cayman Islands	Caribbean	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Chile	Central and South America	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	1.08%	5.93%	0.93%
China	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	1.33%	6.31%	1.31%
Colombia	Central and South America	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	1.74%	6.92%	1.92%
Cook Islands	Australia & New Zealand	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Costa Rica	Central and South America	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	3.43%	8.46%	4.46%
Croatia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	3.97%	10.27%	5.27%
Cuba	Caribbean	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
Curacao	Caribbean	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Cyprus	Western Europe	Caa2	10.00%	20.00%	15.00%	NA	NA	NA
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	A1	0.70%	6.05%	1.05%	1.07%	5.92%	0.92%
Democratic Republic of Congo	Africa	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Dominican Republic	Caribbean	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Ecuador	Central and South America	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
Egypt	Africa	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
El Salvador	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Estonia	Eastern Europe & Russia	A1	0.70%	6.05%	1.05%	0.89%	6.65%	0.65%
Fiji	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Finland	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.48%	5.03%	0.03%
France	Western Europe	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	1.06%	5.90%	0.90%
Gabon	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Georgia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Germany	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.56%	5.15%	0.15%
Ghana	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Greece	Western Europe	Caa3	10.00%	20.00%	15.00%	NA	NA	NA
Guatemala	Central and South America	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	NA	NA	NA
Honduras	Central and South America	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Hong Kong	Asia	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	0.91%	5.68%	0.68%
Hungary	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	3.08%	8.93%	3.93%
Iceland	Western Europe	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	2.19%	8.60%	3.60%
India	Asia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	3.51%	9.58%	4.58%
Indonesia	Asia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	3.19%	9.10%	4.10%
Ireland	Western Europe	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	1.69%	6.85%	1.85%
Isle of Man	Western Europe	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	NA	NA	NA
Israel	Middle East	A1	0.70%	6.05%	1.05%	1.53%	6.61%	1.61%
Italy	Western Europe	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.11%	7.48%	2.48%
Jamaica	Caribbean	Caa3	10.00%	20.00%	15.00%	NA	NA	NA
Japan	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	0.79%	5.59%	0.59%
Jordan	Middle East	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Kazakhstan	Eastern Europe & Russia	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	2.26%	7.70%	2.70%
Kenya	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Korea	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	0.97%	5.77%	0.77%
Kuwait	Middle East	A2	0.85%	6.28%	1.28%	NA	NA	NA
Latvia	Eastern Europe & Russia	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	1.49%	6.85%	1.85%
Lebanon	Middle East	B1	4.50%	11.75%	6.75%	4.38%	10.88%	5.88%
Liechtenstein	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Lithuania	Eastern Europe & Russia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	1.77%	6.97%	1.97%
Luxembourg	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Macao	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Macedonia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Malaysia	Asia	A3	1.20%	6.80%	1.80%	1.65%	6.79%	1.79%
Malta	Western Europe	A3	1.20%	6.80%	1.80%	NA	NA	NA
Mauritius	Asia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Mexico	Central and South America	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	1.49%	6.55%	1.55%
Moldova	Eastern Europe & Russia	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Mongolia	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Montenegro	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Montserrat	Caribbean	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Morocco	Africa	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	2.54%	8.12%	3.12%
Mozambique	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Namibia	Africa	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Netherlands	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.74%	5.42%	0.42%
New Zealand	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.80%	5.51%	0.51%
Nicaragua	Central and South America	B3	6.50%	14.75%	9.75%	NA	NA	NA
Nigeria	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Norway	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.39%	4.75%	-0.20%
Oman	Middle East	A1	0.70%	6.05%	1.05%	NA	NA	NA
Pakistan	Asia	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	NA	NA	NA
Panama	Central and South America	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	1.64%	6.77%	1.77%
Papua New Guinea	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Paraguay	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Peru	Central and South America	Baa2	1.90%	7.85%	2.85%	1.88%	7.13%	2.13%
Philippines	Asia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	1.81%	7.03%	2.03%
Poland	Eastern Europe & Russia	A2	0.85%	6.28%	1.28%	1.28%	6.23%	1.23%
Portugal	Western Europe	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	4.03%	10.36%	5.36%
Qatar	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%	0.75%	1.03%	5.86%	0.86%
Ras Al Khaimah	Middle East	A2	0.85%	6.28%	1.28%	NA	NA	NA
Republic of the Congo	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Romania	Eastern Europe & Russia	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	2.61%	8.23%	3.23%
Russia	Eastern Europe & Russia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	2.21%	7.63%	2.63%
Rwanda	Africa	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Saudi Arabia	Middle East	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	1.09%	5.95%	0.95%
Senegal	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	0.90%	5.66%	0.66%
Sierra Leone	Eastern Europe & Russia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Singapore	Asia	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	NA	NA	NA
Slovakia	Eastern Europe & Russia	A2	0.85%	6.28%	1.28%	1.30%	6.26%	1.26%
Slovenia	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.50%	8.75%	3.75%	2.75%	8.44%	3.44%
South Africa	Africa	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	2.75%	8.44%	3.44%
Spain	Western Europe	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	1.96%	7.23%	2.23%
Sri Lanka	Asia	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
St. Maarten	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
St. Vincent & the Grenadines	Caribbean	B2	5.50%	13.25%	8.25%	NA	NA	NA
Swaziland	Central and South America	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
Sweden	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.39%	4.90%	-0.11%
Switzerland	Western Europe	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.56%	5.15%	0.15%
Taiwan	Asia	Aa3	0.60%	5.90%	0.90%	NA	NA	NA
Thailand	Asia	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	1.85%	7.10%	2.10%
Trinidad and Tobago	Caribbean	Baa1	1.60%	7.40%	2.40%	NA	NA	NA
Tunisia	Africa	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	4.57%	11.17%	6.17%
Turkey	Western Europe	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	2.89%	8.65%	3.65%
Uganda	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA
Ukraine	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.60%	10.40%	5.40%	NA	NA	NA
United Arab Emirates	Middle East	Aa2	0.50%	5.75%	0.75%	2.88%	8.63%	3.63%
United Kingdom	Western Europe	Aa1	0.40%	5.60%	0.60%	0.57%	5.17%	0.17%
United States of America	North America	Aaa	0.00%	5.00%	0.00%	0.46%	5.00%	0.00%
Uruguay	Central and South America	Baa3	2.20%	8.30%	3.30%	NA	NA	NA
Venezuela	Central and South America	Caa1	7.50%	16.25%	11.25%	10.80%	20.57%	15.57%
Vietnam	Asia	B2	5.50%	13.25%	8.25%	3.35%	9.34%	4.34%
Zambia	Africa	B1	4.50%	11.75%	6.75%	NA	NA	NA

A5 – Tabela Damoradan, valores de prêmio de risco por país

Valores em Milhares €	2013	2014	2015	2016	2017 (Perpetuidade)
1. EBIT (1-T)	27,011	(13,615)	3,342	11,397	11,625
2. CAPEX INICIAL	835,250	840,875	760,970	687,162	611,583
2.1 CAPEX	49,750	59,278	69,838	72,149	57,679
2.2 ARE	135,325	139,183	143,647	147,728	150,682
3. CAPEX FINAL	749,675	760,970	687,162	611,583	518,580
4. WC	(66,073)	(80,962)	(89,088)	(99,197)	(101,181)
5. ΔWC	(3,780)	(14,889)	(8,126)	(10,109)	(1,984)
CASH FLOW [(1-(3-2)-5)]	116,366	81,179	85,276	97,085	106,612

A6 – Mapa dos FCFF

Demonstração da Posição Financeira Consolidada

31 de dezembro de 2012 e 2011
Valores em milhares de Euros

Ativo	Nota	2012	2011
Ativo não corrente			
Ativos fixos tangíveis	5	838.250	952.332
Propriedades de investimento	6	4.274	2.862
Goodwill	7	200.895	206.395
Outros ativos intangíveis	8	1.313	1.424
Outros ativos financeiros	13	2.848	3.258
Ativos por impostos diferidos	15	24.109	23.758
Outras contas a receber	18	47.591	34.398
		1.119.280	1.224.427
Ativo corrente			
Inventários	20	125.115	142.429
Clientes	21	231.574	250.482
Adiantamentos a fornecedores	16	5.378	11.221
Estado e outros entes públicos	17	17.836	18.620
Outras contas a receber	18	56.572	156.615
Diferimentos	19	9.597	10.805
Caixa e depósitos bancários	22	85.353	167.365
		531.425	757.537
Total do ativo		1.650.705	1.981.964
Capital Próprio e Passivo			
Capital próprio			
Capital	24	15.000	15.000
Reservas legais	24	3.000	3.000
Reservas de conversão cambial	24	(13.579)	(6.867)
Reservas de justo valor	24	(1.680)	(1.236)
Ajustamentos em partes de capital		(2.260)	(2.260)
Resultados transitados	24	(359.091)	(281.876)
Resultado líquido do exercício	24	(30.794)	(76.807)
Total do capital próprio do grupo		(389.404)	(351.046)
Interesses não controlados	25	8.599	7.801
Total do capital próprio		(380.805)	(343.245)
Passivo não corrente			
Provisões	26	30.838	158.086
Financiamentos obtidos	27	775.390	985.709
Responsabilidades com benefícios pós-emprego	28	71.026	78.540
Passivos por impostos diferidos	15	24.239	23.933
Estado e outros entes públicos	17	76.557	84.868
Outras contas a pagar	31	2.380	1.958
		980.430	1.333.094
Passivo corrente			
Fornecedores	30	116.029	165.081
Adiantamentos de clientes	29	1.047	1.202
Estado e outros entes públicos	17	29.727	29.087
Acionistas	14	50.000	—
Financiamentos obtidos	27	258.674	245.209
Outras contas a pagar	31	263.585	222.633
Documentos pendentes de voto	32	278.658	263.510
Diferimentos	19	53.360	65.393
		1.051.080	992.115
Total do passivo		2.031.510	2.325.209
Total do capital próprio e do passivo		1.650.705	1.981.964

O anexo faz parte integrante da demonstração da posição financeira consolidada em 31 de dezembro de 2012.

Demonstração Consolidada dos Resultados

31 de dezembro de 2012 e 2011
Valores em milhares de Euros

	Nota	2012	2011
Vendas e serviços prestados	35	2.618.049	2.438.880
Subsídios à exploração	36	4.312	3.253
Ganhos e perdas em associadas	37	4.110	(11.124)
Variação da produção	38	(7.887)	10.512
Trabalhos para a própria entidade	39	1.144	950
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	40	(205.028)	(188.272)
Fornecimentos e serviços externos	41	(1.768.063)	(1.647.060)
Gastos com o pessoal	42	(513.201)	(523.970)
Ajustamentos de inventários (perdas/reversões)	43	(1.964)	(2.448)
Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	44	3.323	588
Provisões (aumentos/reduções)	45	3.687	12.603
Imparidade de ativos não depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	46	—	(3.400)
Aumentos/reduções de justo valor	47	2.210	255
Outros rendimentos e ganhos	48	55.972	47.638
Outros gastos e perdas	49	(42.443)	(31.932)
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos		154.221	106.473
Gastos/reversões de depreciação e de amortização	50	(119.776)	(122.190)
Imparidade de ativos depreciáveis/amortizáveis (perdas/reversões)	46	—	(2.350)
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)		34.445	(18.067)
Juros e rendimentos similares obtidos	51	5.696	8.596
Juros e gastos similares suportados	51	(57.371)	(55.032)
Resultado antes de impostos		(17.230)	(64.503)
Imposto sobre o rendimento do exercício	52	(8.185)	(7.700)
Resultado líquido do exercício		(25.415)	(72.203)
Resultado líquido dos detentores do capital da empresa-mãe	24	(30.794)	(76.807)
Resultado líquido dos interesses não controlados	53	5.379	4.604
Resultado básico e diluído por ação (Euros)	24	(21)	(51)

O anexo faz parte integrante da demonstração consolidada dos resultados em 31 de dezembro de 2012.