

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



A INEVITÁVEL FUSÃO ENTRE A SONAECOM E A ZON

Pedro Miguel Pedrosa Gomes dos Santos

Relatório de Projecto
Mestrado em Finanças

Orientador:
Professor Doutor Luís Oliveira, ISCTE Business School
Departamento de Finanças

Maio 2009

ABSTRACT

Since ancient times one of the basic economic principles is that a purchase (production) cost has to be below the selling price. Whenever these criteria cannot be fulfilled it is necessary for managers to find alternative ways to create shareholder value.

When a product's life cycle reaches the maturity stage we often see Mergers and Acquisitions (M&A) as a source of value creation, as substantial synergies can be reached in consequence of efficiency gains.

This is demonstrated in a real case that surged in the Portuguese telecommunication market. Through a Free Cash Flow to the Firm (FCFF) valuation of two major players (Sonaecom and Zon) and the synergies that could have been achieved if a merger had occurred, we conclude that this solution would have been of best interest to both shareholders. The lack of critical size of one company (Sonaecom) and lack of a crucial service offering (mobile communication) by the other (Zon) meant that a potential merger of both companies given their complementary businesses would have lead to a much stronger player that could have competed equally with the incumbent operator Portugal Telecom.

Key Words: *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), Telecommunications, Merger, Synergies.

JEL Classification: G12, G34

RESUMO

Um dos princípios básicos de economia, é que qualquer empresa tem de comprar (produzir) abaixo do custo dos proveitos obtidos. É assim desde a antiguidade. Desta forma, quando não se consegue cumprir este princípio é necessário que os gestores, que têm como objectivo a criação de valor para o accionista, procurem uma solução.

Em sectores de actividade cujo ciclo de vida se encontra em fase de maturidade, a procura de criação de valor acaba, normalmente, em operações de fusões e aquisições, pois permitem obter sinergias que se repercutem na melhoria da eficiência de empresa e do consequente aumento do retorno para os accionistas.

É esta problemática que vai ser analisada através do estudo de um caso real relacionado com o sector das telecomunicações em Portugal. Através de uma avaliação pelo *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) de duas das empresas do sector (Sonaecom e Zon) e das sinergias que poderiam ser criadas caso ocorresse a fusão entre elas, irá procurar demonstrar-se que essa seria a melhor solução para os accionistas de ambas. A falta de massa crítica de uma das empresas (Sonaecom) e a falta de oferta de um serviço fulcral (comunicações móveis) por parte da outra (Zon), levaria a que, caso se juntassem, a sua complementaridade permitisse a criação de um *player* bastante forte e completo que poderia concorrer de igual para igual com o operador incumbente (Portugal Telecom).

Palavras-chave: *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF), Telecomunicações, Fusão, Sinergias.

JEL Classification: G12, G34

AGRADECIMENTOS

A concretização deste estudo só foi possível devido ao facto de, no seu processo de elaboração, ter recebido a mais valiosa ajuda da parte de pessoas que aqui cumpre salientar e agradecer.

Desta forma, gostaria, em primeiro lugar, de agradecer ao Professor Doutor Luís Oliveira pela sua disponibilidade e orientação ao longo do trabalho. O seu profissionalismo, os seus conhecimentos, a sua determinação e orientação, e coragem são um exemplo que nunca esquecerei ao longo do meu percurso profissional e pessoal.

Não poderia esquecer igualmente o José Dias Coelho, o meu grande amigo e mentor em termos profissionais, com grande influência na minha maneira de pensar e agir e que sempre me encorajou a progredir na minha formação académica.

Não podia deixar de mencionar as pessoas mais importantes da minha vida. À minha família, pais, irmã, avós, sogros, cunhado e sobrinhos, pelo apoio incondicional que sempre me deram. Sei que estão orgulhosos por ter concluído mais esta fase, e este trabalho é em parte para vós.

Quero agradecer, em particular, aos meus pais por se terem sacrificado ao longo da sua vida para eu poder chegar onde estou hoje e pela confiança que me inculcaram ao longo dos anos. Ficarei para sempre grato.

Um reconhecimento especial à minha irmã, Sofia, pela sua paciência e dedicação em todos os pormenores relacionados comigo, seja na vida profissional, académica ou pessoal.

Por último, *the last but not least*, uma palavra de apreço à Marta, minha mulher e amiga, que conforme prometido sempre me apoiou nos bons e nos maus momentos. Agradeço por todo o seu amor, carinho, companhia e pela ajuda e motivação que me dedicou ao longo do trajecto que temos percorrido juntos.

ABREVIATURAS

ANACOM = Autoridade Nacional das Comunicações

CAGR = *Compound Annual Growth Rate* (Taxa Composta de Crescimento Anual)

CAPEX = *Capital Expenditure* (Investimento em Capital Fixo)

CAPM = *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de Equilíbrio dos Activos Financeiros)

CEO = *Chief Executive Officer* (Presidente da Comissão Executiva)

CMVMC = Custo da Mercadorias Vendidas e Materiais consumidos

D = *Debt* (Valor de Mercado da Dívida)

DCF = *Discounted Cash Flow* (Modelo dos Fluxos de Caixa Actualizados)

E = *Equity* (Valor de Mercado do Capital Próprio)

EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes* (Resultado Antes de Juros e Impostos)

EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortisations* (Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações)

EV = *Enterprise Value* (Valor do Negócio)

FCFE = *Free Cash Flow to Equity* (Fluxo Monetário Gerado para os accionistas)

FCFF = *Free Cash Flow to the Firm* (Fluxo Monetário Gerado para a empresa)

FMN = Fundo de Maneio Necessário

FSE = Fornecimentos e Serviços Externos

IRC = Imposto sobre o Rendimento Colectivo

M&A = *Mergers and Acquisitions* (Fusões e Aquisições)

MTR = *Mobile Termination Rate* (Tarifa de Terminação Móvel)

Noplat = *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes* (Resultado Operacional Depois de Impostos Ajustados)

OPA = Oferta Pública de Aquisição

OPV = Oferta Pública de Venda

PER = *Price Earnings Ratio* (Rácio Preço/Lucro por acção)

PIB = Produto Interno Bruto

Rd = Taxa média de Juro da Dívida (Custo dos Capitais Alheios)

Re = Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Custo dos Capitais Próprios)

Rf = Taxa de Juro sem risco

Rm = Rendibilidade Esperada do Mercado Accionista

RNG = Rede de Nova Geração

RoCE = *Return on Capital Employed* (Rendibilidade do Capital Investido)

ROE = *Return on Equity* (Rendibilidade dos Capitais Próprios)

SWOT = *Strenghts, Weaknesses, Opportunities and Threats* (Pontos Fortes, Pontos Fracos, Oportunidades e Ameaças)

t = Taxa Marginal de Imposto sobre os lucros

UE = União Europeia

ULL = *Unbundling* do lacete local

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* (Custo Médio Ponderado de Capital)

ÍNDICE:

ABSTRACT	II
RESUMO	III
AGRADECIMENTOS	IV
ABREVIATURAS	V
ÍNDICE DE FIGURAS	IX
ÍNDICE DE TABELAS	X

1. INTRODUÇÃO	1
----------------------------	----------

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	2
---------------------------------------	----------

2.1. Breve introdução-----	2
----------------------------	---

2.2. Métodos de Avaliação de empresas-----	3
--	---

2.2.1. Óptica financeira ou do rendimento -----	4
---	---

2.2.1.1. <i>Free Cash Flow to the Firm</i> (FCFF)	4
---	---

2.2.1.2. <i>Free Cash Flow to Equity</i> e avaliação pelos dividendos	12
---	----

2.2.2. Óptica de mercado ou comparativa -----	13
---	----

2.3. Fusões e Aquisições (<i>Mergers and Acquisitions</i> – M&A) -----	14
---	----

2.3.1. Principais razões para as fusões e aquisições-----	15
---	----

2.3.2. Tipos de fusões e aquisições -----	16
---	----

2.3.3. Tendências-----	16
------------------------	----

2.3.4. Criação de Valor-----	16
------------------------------	----

2.3.5. Tipos de Sinergias -----	17
---------------------------------	----

2.3.6. Ciclos de fusões e aquisições – momento ideal para a sua ocorrência-----	18
---	----

2.3.7. Motivações e efeitos esperados das fusões e aquisições -----	18
---	----

2.3.8. Custos da realização de sinergias -----	20
--	----

2.3.9. Estimativa dos Ganhos e dos Custos económicos das fusões -----	20
---	----

3. ESTUDO DE CASO – A INEVITÁVEL FUSÃO ENTRE SONAECOM E ZON	25
---	-----------

3.1. Apresentação do problema -----	25
-------------------------------------	----

3.2. Análise da possibilidade de consolidação entre os quatro operadores do mercado -----	27
---	----

4. O MERCADO DE TELECOMUNICAÇÕES EM PORTUGAL	29
4.1. Análise do sector	31
4.1.1 Mercado de telecomunicações móveis	31
4.1.2 Mercado de telecomunicações – linha fixa (internet, televisão e voz)	32
4.2. Regulação.....	35
4.3. Desafios para o futuro – Rede de Nova Geração (RNG)	36
4.4. Factores chave de decisão para os clientes.....	38
5. ANÁLISE DAS EMPRESAS EM ESTUDO	39
5.1. Sonaecom	39
5.2. Zon	42
6. AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS EM ESTUDO	45
6.1. Análise da evolução da cotação	45
6.2. Áreas de Negócio e Planos de Desenvolvimento	47
6.3. Avaliação: <i>Free Cash Flow to the Firm</i> (FCFF).....	65
6.4. Análise de sensibilidade	74
6.5. Avaliação por múltiplos de mercado	76
7. A FUSÃO	80
7.1. Estimação do <i>Free Cash Flow to the Firm</i> (FCFF)	84
7.2. Sinergias	87
7.3. Proposta de Troca de Acções	88
7.4. Nova Estrutura Accionista	90
8. CONCLUSÃO	92
9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	93
10. ANEXOS	95
Anexo A – Demonstração de Resultados Consolidados da Sonaecom	95
Anexo B – Balanço Consolidado da Sonaecom	96
Anexo C – Demonstração de Resultados Consolidados da Zon	97
Anexo D – Balanço Consolidado da Zon.....	98

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 4.1 – Peso do sector das telecomunicações em percentagem do PIB	30
Figura 4.2 – Receitas <i>per capita</i> do sector das telecomunicações em Portugal.....	30
Figura 4.3 – Quotas de mercado do segmento móvel	31
Figura 4.4 – Penetração de internet (fixo + móvel) na União Europeia (UE).....	33
Figura 4.5 – Quotas de mercado na internet de linha fixa.....	34
Figura 4.6 – Quotas de mercado na televisão por subscrição	34
Figura 4.7 – Quotas de mercado na voz	35
Figura 5.1 – Organigrama da Sonaecom.....	39
Figura 5.2 – Organigrama da Zon	42
Figura 6.1 – <i>Performance</i> da Sonaecom	45
Figura 6.2 – <i>Performance</i> da Zon	46
Figura 6.3 – Estrutura de Custos da Sonaecom no ano 2013	52
Figura 6.4 – Estrutura de Custos da Zon no ano 2013	53
Figura 6.5 – EBITDA por Área de Negócio da Sonaecom.....	55
Figura 6.6 – Evolução do <i>Capex</i> por Área de Negócio da Sonaecom	58
Figura 6.7 – Evolução do <i>Capex</i> da Zon.....	59
Figura 6.8 – <i>Spreads</i> de crédito de empresas com <i>rating</i> BBB	68
Figura 6.9 – Taxa de crescimento real do PIB em Portugal face à média	70

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2.1 – Exemplo de Aquisição/Fusão	21
Tabela 4.1 – Receitas geradas pelo sector das telecomunicações	29
Tabela 5.1 – Estrutura Accionista da Sonaecom	40
Tabela 5.2 – Estrutura Accionista da Zon	43
Tabela 6.1 – Proveitos Operacionais por Área de Negócio da Sonaecom	48
Tabela 6.2 – Estrutura de Proveitos Operacionais da Sonaecom	49
Tabela 6.3 – Proveitos Operacionais por Área de Negócio da Zon	50
Tabela 6.4 – Estrutura de Proveitos Operacionais da Zon	50
Tabela 6.5 – Estrutura de Custos Operacionais da Sonaecom	51
Tabela 6.6 – Estrutura de Custos Operacionais da Zon	53
Tabela 6.7 – Resultados Operacionais da Sonaecom	54
Tabela 6.8 – EBITDA por Área de Negócio da Sonaecom	55
Tabela 6.9 – Resultados Operacionais da Zon	56
Tabela 6.10 – Investimento em Capital Fixo da Sonaecom	57
Tabela 6.11 – <i>Capex</i> estimado da Sonaecom por área de negócio	57
Tabela 6.12 – Investimento em Capital Fixo da Zon	58
Tabela 6.13 – Investimento em Fundo de Maneio da Sonaecom	60
Tabela 6.14 – Investimento em Fundo de Maneio da Zon	60
Tabela 6.15 – Estrutura de Capitais da Sonaecom	61
Tabela 6.16 – Autonomia Financeira da Sonaecom	61
Tabela 6.17 – Estrutura de Capitais da Zon	62
Tabela 6.18 – Autonomia Financeira da Zon	62
Tabela 6.19 – Rácios de Rendibilidade da Sonaecom	64
Tabela 6.20 – Rácios de Rendibilidade da Zon	64
Tabela 6.21 – Cálculo do <i>Free Cash Flow to the Firm</i> da Sonaecom	65
Tabela 6.22 – Cálculo do <i>Free Cash Flow to the Firm</i> da Zon	66
Tabela 6.23 – Rendibilidade Exigida pelos Accionistas da Sonaecom	67
Tabela 6.24 – Rendibilidade Exigida pelos Accionistas da Zon	67
Tabela 6.25 – WACC: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> da Sonaecom	69
Tabela 6.26 – WACC: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> da Zon	69
Tabela 6.27 – Evolução da Taxa de crescimento real do PIB em Portugal	70
Tabela 6.28 – Valor do Negócio da Sonaecom	72

Tabela 6.29 – Valor do Negócio da Zon	72
Tabela 6.30 – <i>Firm Value</i> da Sonaecom	73
Tabela 6.31 – <i>Firm Value</i> da Zon	73
Tabela 6.32 - Valor por Acção da Sonaecom.....	74
Tabela 6.33 – Valor por Acção da Zon	74
Tabela 6.34 – Análise de Sensibilidade da Sonaecom	75
Tabela 6.35 – Análise de Sensibilidade da Zon	75
Tabela 6.36 – Múltiplos de Mercado da Sonaecom utilizando os dados da avaliação	76
Tabela 6.37 – Múltiplos do Sector dos Operadores Móveis	77
Tabela 6.38 – Avaliação da Sonaecom utilizando os Múltiplos do Sector	77
Tabela 6.39 – Múltiplos de Mercado da Zon utilizando os dados da avaliação	78
Tabela 6.40 – Múltiplos do Sector dos Operadores de Televisão	78
Tabela 6.41 – Avaliação da Zon utilizando os Múltiplos do Sector	79
Tabela 7.1 – Proveitos Operacionais por Área de Negócio da futura empresa.....	81
Tabela 7.2 – Estrutura de Proveitos Operacionais da futura empresa.....	81
Tabela 7.3 – Variação de custos na Sonaecom Fixo com a fusão.....	82
Tabela 7.4 – Poupança de custos na Sonaecom Fixo com a fusão.....	83
Tabela 7.5 – Resultados Operacionais da futura empresa.....	83
Tabela 7.6 – Redução do <i>capex</i> da Sonaecom Fixo com a fusão.....	84
Tabela 7.7 – Cálculo do <i>Free Cash Flow to the Firm</i> da futura empresa	84
Tabela 7.8 – WACC: <i>Weighted Average Cost of Capital</i> da futura empresa	85
Tabela 7.9 – Valor do Negócio da futura empresa.....	85
Tabela 7.10 – <i>Firm Value</i> da futura empresa	86
Tabela 7.11 – Valor dos Capitais Próprios da futura empresa	86
Tabela 7.12 – Valor das Sinergias Criadas com a fusão	87
Tabela 7.13 – Resumo de valores importantes a ter em conta para a fusão.....	88
Tabela 7.14 – Resumo dos valores obtidos com a fusão.....	90
Tabela 7.15 – Estrutura Accionista da futura empresa.....	91

1. INTRODUÇÃO

Esta dissertação tem como objectivo apresentar um caso real de duas empresas (Sonaecom e Zon) situadas num sector maduro (telecomunicações), em que se pretende provar que a sua fusão criaria bastante valor para os seus accionistas.

No **Capítulo 2** procurou-se explicar o enquadramento teórico que permite avaliar as duas empresas através da exposição das metodologias adoptadas (*Free Cash Flow to the Firm* e múltiplos de mercado – Damodaran, 2002) e da teoria que está subjacente a um processo de fusões e aquisições.

Para se perceber o porquê do problema, teve que se provar que o sector das telecomunicações está numa fase de maturidade (procedeu-se à sua análise no **Capítulo 4**) e o motivo de serem estas duas empresas e não outras a fundirem-se (**Capítulo 3**).

Para se conseguir fazer uma boa análise e avaliação da Sonaecom e da Zon em separado e perceber o seu valor (**Capítulo 6**) procurou-se entender a sua situação actual em termos concorrenciais e procedeu-se à realização de uma análise SWOT que permitiu assumir pressupostos para o futuro (**Capítulo 5**).

Por fim, no **Capítulo 7** avaliou-se a empresa que resultaria da fusão pelo método do *Free Cash Flow to the Firm* e chegou-se a um valor de sinergias muito significativo. Assumiu-se que a fusão seria efectuada através da troca de acções em que as potenciais sinergias a que se chegaram seriam divididas na proporção da sua capitalização bolsista, concluindo-se que esta seria a melhor situação para os accionistas e todos os intervenientes no sector das telecomunicações (**Capítulo 8**).

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

Neste capítulo explicar-se-ão os princípios teóricos necessários para a resolução do caso que será exposto.

2.1. Breve introdução

Ao longo dos últimos anos, as mudanças tecnológicas e as inovações constantes levaram a que organizações situadas em diferentes sectores de actividade começassem a oferecer produtos ou serviços semelhantes, tornando-se concorrentes. Segundo Domingos Ferreira (2002) a este conceito dá-se o nome de convergência. Este desafio constante exige que os gestores tomem medidas capazes de promover a sustentabilidade financeira das empresas, com o objectivo de garantir a sua continuidade e sobrevivência.

A entrada de um novo concorrente, em sectores com quotas de mercado estabilizadas, poderá criar desequilíbrios e piorar a situação de todos os intervenientes. Este fenómeno é ainda mais agravado caso se esteja perante sectores que, no seu ciclo de vida, se encontrem em fase de maturidade.

Desta forma, é fundamental a optimização dos resultados para a criação de valor. Este conceito deve estar constantemente na mente dos gestores que necessitam de procurar as alternativas que lhe permitam crescer ou ter ganhos de eficiência. Para que tal aconteça é fundamental a utilização de métodos que permitam monitorizar o valor dos capitais próprios das empresas e dos seus concorrentes, para poder aferir da necessidade/possibilidade de uma operação, ou não, de fusão e/ou aquisição que permita a obtenção de ganhos de eficiência através de sinergias.

Para poder monitorizar estas necessidades, os métodos de avaliação mais utilizados pelos gestores são o *Discount Cash Flow* (DCF), nomeadamente o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) e a avaliação através de múltiplos de mercado - Damodaran (2002).

Ao longo deste trabalho, vai-se tentar demonstrar, através de um caso real, que uma operação de fusão poderá acrescentar valor às empresas quando existem sinergias e complementaridade entre elas.

2.2. Métodos de Avaliação de empresas

Irão ser utilizadas duas ópticas de avaliação de empresas: a óptica financeira ou de rendimento e a óptica de mercado ou comparativa (deixando de fora a óptica económica ou mista e a patrimonial).

Na óptica financeira, existem três modelos de avaliação do valor das empresas baseados no *Discount Cash Flow* (DCF): o método do valor actual dos dividendos futuros, o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) e o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

Estes modelos são baseados no cálculo dos *cash flows*, ou seja, do valor actual dos fluxos monetários futuros, que permitem a avaliação do valor da empresa numa perspectiva dinâmica. Este valor não depende da sua situação actual nem do passado, mas da sua capacidade para gerar fluxos monetários no futuro.

Acerca deste tema, Copeland, Koller e Murrin (2000) destacam a importância do *cash flow* para o processo de avaliação, salientando que:

- As mudanças de valor (retorno total para o accionista) estão mais ligadas às mudanças de expectativa do que ao desempenho actual;
- Os níveis de avaliação (rácio valor de mercado/valor contabilístico) estão ligados ao retorno no capital investido e ao crescimento;
- O mercado percebe os efeitos meramente cosméticos sobre os lucros e concentra-se nos resultados económicos subjacentes; e
- O mercado atribui grande importância aos resultados de longo prazo e não só ao desempenho de curto prazo.

Ao longo deste trabalho recorrer-se-à apenas à análise pelo *Free Cash Flow to the Firm*, pois é o mais utilizado quer pelas empresas para planear o seu futuro, quer pelos analistas financeiros presentes no mercado de capitais.

Através deste modelo é possível perceber o dinheiro que a empresa liberta, para pagar a sua dívida e para remunerar os seus accionistas.

Para proceder-se a uma avaliação pelo *Free Cash Flow to the Firm*, há que, em primeiro lugar, observar os dados históricos disponíveis nos relatórios e contas da empresa. Para além disso, há que perceber, igualmente, a tendência do sector em que esta se insere, para dessa forma se compreender onde nos situamos no ciclo de vida da mesma (lançamento,

crescimento, maturidade ou declínio). Para esse efeito, é necessário elaborar uma análise cuidada dos indicadores económicos da empresa versus concorrentes e fazer uma análise SWOT (*Strenghts, Weaknesses, Opportunities e Threats*) qualificada.

Neste capítulo procede-se a uma breve revisão dos conceitos mais importantes numa avaliação pelo *Free Cash Flow to the Firm*, designado por Rappaport (1998) por *cash flow from operations*, baseado nas explicações de Damodaran (2002).

2.2.1. Óptica financeira ou do rendimento

Dentro desta óptica existem três formas de analisar as empresas.

- a) *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF): a desenvolver no próximo ponto;
- b) *Free Cash Flow to Equity* (FCFE): consiste no valor dos capitais próprios ser igual ao valor actual dos *cash flows* livres futuros para os accionistas;
- c) Através do método do valor actual dos dividendos futuros;

2.2.1.1. *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

Segundo este método de avaliação, o valor do negócio corresponde ao valor actual dos *cash-flows* de exploração futuros actualizados ao custo médio ponderado de capital (WACC - *Weigthed Average Cost of Capital*). Este método é semelhante ao de uma análise de projectos, pois não tem em consideração os fluxos financeiros destinados a remunerar credores e accionistas.

A análise através de *Free Cash Flow to the Firm* distingue duas componentes:

- De rendimento, constituída pela análise dos resultados operacionais (EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*) já subtraídos dos impostos (Noplat – *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) ao qual se adicionam as amortizações do exercício; e
- De investimento, que inclui não só o investimento em capital fixo (*Capital Expenditures - Capex*) como também o investimento em Fundo de Maneio (variação do Fundo de Maneio Necessário = ΔFMN).

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{EBIT} \times (1 - t) + \text{Amortizações e Depreciações} - \text{Investimento em Capital Fixo} \\ &- \text{Investimento em Fundo de Maneio} \end{aligned} \quad (1.1)$$

Desta forma, o *Free Cash Flow to the Firm* consiste nos fundos gerados pela actividade operacional da empresa, depois de realizados os investimentos de reposição/expansão, e traduz o rendimento disponível para remunerar o capital investido (pelos accionistas e credores).

Net Operating Profit Less Adjusted Taxes (Noplat)

Para chegar ao Noplat temos:

$$\text{Noplat} = \text{EBIT} \times (1 - t) = (\text{Receitas Operacionais} - \text{Custos operacionais}) \times (1 - t) \quad (1.2)$$

Representa o resultado operacional gerado pela empresa, ou seja, os proveitos deduzidos dos custos subtraídos de impostos.

Depreciações e amortizações

Para se chegar aos valores das depreciações e amortizações tem que se saber a taxa de amortização média que a empresa utiliza historicamente e projectar, em função do investimento em capital fixo futuro, o valor das depreciações e amortizações dos antigos e dos novos investimentos.

Investimento em capital fixo – *Capital expenditure (Capex)*

O investimento em capital fixo representa o investimento feito na compra de activos com um carácter de maior permanência. Representa as despesas em activo fixo (compra de equipamento, construção e aquisição de instalações) e todo o conjunto de despesas associadas à implementação do projecto.

A diferença entre o investimento em capital fixo e as amortizações representa o capital fixo líquido de exploração.

Investimento em Fundo de Maneio (ΔFMN)

O Fundo de Maneio Necessário (FMN) da empresa corresponde à diferença entre os activos e passivos de curto prazo relacionados com o ciclo de exploração. Representa o excesso de necessidades financeiras de exploração relativamente a recursos financeiros de exploração.

$$\text{FMN} = \text{Necessidades Cíclicas} - \text{Recursos Cíclicos} \quad (1.3)$$

Em que:

$$\text{Necessidades Cíclicas} = \text{Existências} + \text{Clientes} + \text{Outros Activos Correntes} \quad (1.4)$$

$$\text{Recursos Cíclicos} = \text{Fornecedores} + \text{Estado} + \text{Outros Passivos Correntes} \quad (1.5)$$

Um Fundo de Maneio Necessário (FMN) positivo indica que são necessários meios para financiar a actividade. Caso seja negativo, significa que ficam meios libertos.

Normalmente, o Fundo de Maneio Necessário acompanha o crescimento das vendas.

Por sua vez, para se chegar ao valor do investimento em Fundo de Maneio (ΔFMN) faz-se:

$$\Delta\text{FMN}_N = \text{Fundo de Maneio Necessário}_N - \text{Fundo de Maneio Necessário}_{N-1} \quad (1.6)^1$$

Custo Médio Ponderado de Capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*)

A taxa de desconto adequada para actualizar os *cash flows* futuros é o WACC. Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2009), este representa o custo de capital da empresa e pode ser interpretado como a taxa de retorno exigida à empresa como um todo.

O WACC consiste numa taxa média que leva em consideração a estrutura de capital da empresa (capital próprio versus capital alheio, incluindo-se neste último a poupança fiscal proveniente da dívida).

$$\text{WACC} = \text{Re} \times \frac{E}{D + E} + \text{Rd}(1 - t) \times \frac{D}{D + E} \quad (1.7)$$

em que:

Re, representa a Rendibilidade Desejada pelos Accionistas;

¹ N representa o ano actual e N-1 o ano precedente.

E, o Valor do Capital Próprio (valor de mercado);

D, o Valor da Dívida (valor de mercado);

R_d, a Taxa Média de Juro da Dívida; e

t, a Taxa Marginal de Imposto.

Capital Próprio (E) e Dívida (D)

No cálculo do capital próprio (E) utiliza-se a capitalização bolsista da empresa. Quanto à dívida (D), esta engloba a dívida com encargos (passivo financeiro) e, normalmente assume-se o pressuposto que se encontra registada a valores de mercado.

Taxa de Imposto (t)

A taxa de imposto é a taxa marginal de imposto sobre os lucros e corresponde à taxa de Imposto sobre o Rendimento Colectivo (IRC), vigente no país a que a empresa a avaliar pertence, acrescida da taxa de derrama.

Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Re) – *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

O CAPM é o modelo de avaliação de activos financeiros em equilíbrio e foi desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) que se inspiraram nos trabalhos pioneiros de Markowitz (1952) da moderna teoria da carteira.

De acordo com Pires (2006), este modelo assume que cada investidor individual se comporta de acordo com o modelo de média e variância de Markowitz, escolhendo uma carteira no conjunto de carteiras eficientes. O modelo estuda as implicações deste comportamento no equilíbrio dos mercados financeiros. Na visão mais simples do modelo verifica-se que, em equilíbrio, a rendibilidade esperada (e desejada) de um activo financeiro cresce linearmente com o nível de risco sistemático desse activo.

Nas hipóteses do CAPM todos os investidores detêm uma carteira de activos com risco que resulta da combinação desses activos na mesma proporção em que eles existem no mercado. Por conseguinte, todos os investidores detêm uma carteira bem diversificada. Nessas condições só o risco sistemático de um activo é que deve influenciar a sua rendibilidade esperada, daí a relação entre esta e o risco sistemático do activo.

O mercado mede, normalmente, o risco sistemático de um activo pelo seu beta. O parâmetro β_i (o beta do activo i) mede a sensibilidade da rendibilidade do activo i às variações na rendibilidade da carteira de mercado e é dado por,

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (1.8)$$

onde σ_{im} é a covariância entre a taxa de rendibilidade do activo i e a taxa de rendibilidade do mercado e σ_m^2 é a variância da taxa de rendibilidade do mercado.

Em equilíbrio a taxa de rendibilidade esperada do activo i vem,

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f] \quad (1.9)$$

A expressão (1.9) designada por linha do mercado de títulos ou *Security Market Line* (SML) tem como intersecção na origem a rendibilidade do activo sem risco (R_f) e o declive ($[E(R_m) - R_f]$) traduz o prémio de risco que, em média, é exigido pela carteira de mercado (preço do risco).

Assim, a rendibilidade esperado do activo i é igual à soma de duas componentes. A primeira, R_f compensa o investidor pelo facto de adiar o consumo durante um período de tempo. A segunda componente, $\beta_i \times [E(R_m) - R_f]$, compensa o investidor pelo risco assumido.

Taxa de Juro sem risco (R_f)

A taxa de juro sem risco corresponde, usualmente, à taxa das Obrigações do Tesouro com maturidade de 10 anos do país a que a empresa que está a ser avaliada pertence.

Beta do Capital Próprio

O modelo com um factor (*market model*) admite que a rendibilidade do activo i , no momento t , pode ser descrita por,

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1.10)$$

onde R_{it} é a rendibilidade do activo i , R_{mt} é a rendibilidade do mercado, α_i e β_i são constantes e ε_{it} é a componente aleatória da rendibilidade do activo i .

O parâmetro α_i é a componente de rendibilidade do activo i que é independente do comportamento do mercado, β_i é o coeficiente de risco sistemático do activo i . O termo ε_{it} é

uma componente aleatória que se admite ter valor esperado nulo e não está correlacionado com R_{mt} , ou seja, $E(\varepsilon_{it}) = 0$ e $Cov(\varepsilon_{it}, R_{mt}) = 0$. A variância de ε_i é $\sigma^2 \varepsilon_i$.

Para estimar os parâmetros α_i e β_i basta fazermos uma regressão linear², em que a variável explicada é R_{it} e a variável explicativa é R_{mt} .

Dado que para obtermos uma boa robustez para os estimadores dos parâmetros α_i e β_i necessitamos de bases de dados de preços das acções e de um índice representativo do mercado relativamente longas, Copeland, Koller e Murrin (2000) sugerem que para as empresas transaccionadas em bolsa, a melhor opção é o uso de estimativas para o β publicadas pelos principais *vendors* de informação financeira.

Prémio de risco de Mercado

O prémio de risco médio de mercado corresponde à diferença entre a rendibilidade esperada do mercado accionista, medida normalmente por um índice representativo e a taxa de juro sem risco. Damodaran aponta para estimativas do prémio de risco médio do mercado da Europa Ocidental de cerca de 5%³.

Taxa de juro média da dívida (Rd)

O custo de mercado da dívida da empresa também pode ser estimado através do modelo CAPM e SML:

$$E(R_d) = R_f + \beta_d \times [E(R_m) - R_f] \quad (1.11)$$

No entanto, dada a dificuldade em estimar β_d (particularmente se a dívida da empresa não é cotada em bolsa ou, sendo-o, não tem liquidez) é usual que o custo da dívida seja calculado em função da taxa de juro sem risco (R_f), acrescido do *credit spread* de mercado correspondente à notação de *rating* da empresa.

² Usando, por exemplo, o método dos mínimos quadrados ordinários.

³ Este dado é possível obter no site de Damodaran - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Preços constantes versus Preços correntes

Os *cash flows* podem ser calculados utilizando a metodologia a preços constantes, que assume que a inflação esperada é zero, ou pela metodologia, mais utilizada, de preços correntes, que considera o efeito da inflação nos *cash flows*.

Valor do Negócio

Depois de determinado o valor actualizado dos FCFE determina-se o valor do negócio. Este corresponde à soma do valor actual dos *cash flows* futuros estimados em duas fases distintas – a fase previsional e a fase de continuidade.

Fase previsional (N anos)

Fase previsional – valor actual dos *cash flows* estimados gerados pela actividade da empresa:

$$\text{Valor previsional} = \frac{\text{FCFE}_1}{(1 + \text{WACC})^1} + \frac{\text{FCFE}_2}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{FCFE}_N}{(1 + \text{WACC})^N} \quad (1.12)$$

Na ausência de dados precisos, a definição do número de anos do horizonte previsional de uma avaliação assenta, fundamentalmente, na sensibilidade de quem está a avaliar a empresa. A experiência demonstra que este horizonte deve corresponder ao período de tempo que o analista dispõe de informação mais precisa sobre o futuro da empresa. Uma forma de minimizar erros passa por definir um horizonte previsional o mais longo possível (note-se que raramente ultrapassa os 5 a 6 anos).

Fase de continuidade

Atendendo à metodologia proposta em Mota, Barroso, Nunes e Ferreira (2006) o valor de continuidade é tratado como um *cash flow* em perpetuidade com crescimento constante. Partindo do pressuposto que a empresa após a fase previsional atingiu a estabilidade e passa a ter um crescimento constante, este deverá reflectir o crescimento económico futuro. Este valor representa, frequentemente, uma fatia substancial do valor da empresa, pelo que o seu cálculo assume uma importância decisiva no processo da avaliação.

O valor de continuidade é geralmente calculado como uma perpetuidade para o *Free Cash Flow to the Firm* assumindo uma taxa de crescimento constante de longo prazo designada por g_N . Assim, o valor da continuidade (actualizado para o final do ano N) é:

$$\text{Valor de continuidade} = \frac{\text{FCFF}_{N+1}}{(\text{WACC} - g_N)} \quad (1.13)$$

O FCFF_{N+1} deve corresponder a um período de estabilidade, no qual o valor de actividade, o valor do capital fixo líquido de amortizações e o valor do fundo de maneio necessário crescem à taxa g_N .

Logo:

$$\begin{aligned} \text{FCFF}_{N+1} = & \text{EBIT}_N \times (1-t) \times (1+g_N) - \text{Capital Fixo Líquido de Exploração}_N \times g_N \\ & - \text{Fundo de Maneio Necessário}_N \times g_N \end{aligned} \quad (1.14)$$

Para se chegar à taxa de crescimento nominal perpétua (g_N) deverá ser considerada a taxa de crescimento real da economia (g_{real}) e a taxa de inflação estrutural de longo prazo da economia, respeitando-se a seguinte igualdade:

$$(1+g_N) = (1+g_{\text{real}}) \times (1+\text{inflação}) \quad (1.15)$$

Valor dos Capitais Próprios

Após a determinação do valor previsional e de continuidade procede-se à soma destes valores, que permite obter o valor do negócio.

$$\text{Valor do Negócio} = \text{Valor previsional} + \text{Valor da continuidade} \quad (1.16)$$

Se, seguidamente, se somar o valor de mercado dos activos extra-exploração (geralmente engloba disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo, resultados extraordinários e *cash-flows* de investimentos em actividades extra-exploração) obtém-se o *Firm Value*, que representa o valor de mercado dos activos (valor total da empresa).

$$Firm Value = \text{Valor Negócio} + \text{Valor Extra} - \text{Exploração} \quad (1.17)$$

Se, por sua vez, a este valor se deduzir o valor de mercado do passivo financeiro (dívida com encargos) e dos interesses minoritários, obtém-se o *equity value*, isto é, o valor de mercado dos capitais próprios.

$$\text{Valor dos Capitais Próprios} = Firm Value - \text{Passivo de Financiamento} - \text{Interesses Minoritários} \quad (1.18)$$

Dividindo pelo número de acções chega-se ao valor por acção (*price target*) da empresa. Assim temos:

$$\text{Valor por Acção} = \text{Valor do Capitais Próprios} \div \text{Número de Acções} \quad (1.19)$$

Resumindo:

$$\text{Valor dos Capitais Próprios} = \text{Valor do Negócio} + \text{Valor Extra Exploração} - \text{Passivo de Financiamento} - \text{Interesses Minoritários} \quad (1.20)$$

2.2.1.2. Free Cash Flow to Equity e avaliação pelos dividendos

O *Free Cash Flow to the Firm* é a metodologia mais utilizada, uma vez que é consistente com um rácio de dívida constante, que é incorporado no cálculo da taxa de desconto utilizada, e evita que o serviço da dívida e os juros sejam considerados explicitamente no cálculo dos *cash-flows*.

As metodologias alternativas de cálculo pelo *Discount Cash Flow* (DCF), *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) e avaliação pelo valor actual dos dividendos futuros, são baseados no *cash flow* disponível para os accionistas depois de satisfeito o serviço da dívida, plano de investimento e impostos.

Em ambos os casos, a taxa de desconto a utilizar deverá ser dada pelo custo do capital próprio (rendibilidade desejada pelos accionistas), sendo o valor actual dos *cash flows* o valor dos capitais próprios.

Estas duas metodologias conduzem a resultados idênticos se uma das seguintes condições for satisfeita:

- Dividendos = FCFE;
- Dividendos < FCFE, sendo o excesso de *cash flow* investido em investimentos com VAL (Valor Actualizado Líquido) = 0.

Para se chegar ao *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) faz-se:

$$\text{FCFE} = \text{Resultado Líquido} + \text{Amortizações} - \text{Investimento em Capital Fixo} - \text{Investimento em Fundo de Maneio} - \text{Reembolso da Dívida} + \text{Dívida Obtida} \quad (1.21)$$

Pela avaliação do valor actual dos dividendos futuros, e assumindo que a empresa já se encontra no horizonte estabilizado, utiliza-se o Modelo de Gordon:

$$P_0 = \frac{D_1}{Re - g_N} \quad (1.22)$$

em que:

P_0 , representa o preço da acção;

$D_1 = D_0 \times (1+g)$, representa o dividendo por acção do ano seguinte ao da avaliação;

Re , representa o custo do capital próprio;

g_N , representa a expectativa de crescimento perpétuo dos dividendos.

2.2.2. Óptica de mercado ou comparativa

Esta óptica também conhecida como o método dos múltiplos, segundo Damodaran (2002), consiste na comparação dos indicadores da empresa em estudo com os das empresas comparáveis, mediante a utilização de rácios. O principal pressuposto deste método assenta no facto de considerar que a médio e longo prazo a performance sectorial de todas as empresas tenderá a identificar-se com a média sectorial, ou seja, as boas empresas tenderão a

piorar e as más a melhorar (reversão para a média). Desta forma, tendo o múltiplo dos comparáveis, pode-se obter uma estimativa do valor de mercado da empresa a avaliar através da aplicação do múltiplo à variável de controlo utilizada.

A avaliação por múltiplos permite medir o valor da empresa contra a valorização do mercado. O principal problema deste método de avaliação é a subjectividade na escolha das empresas comparáveis e do múltiplo a utilizar. Por isso, deve ser encarado como um método complementar de uma avaliação pelo *Free Cash Flow to the Firm* e não como substituto da mesma.

2.3. Fusões e Aquisições (*Mergers and Acquisitions* – M&A)

As fusões e aquisições constituem um fenómeno de crescente popularidade baseados no facto de proporcionarem um caminho mais rápido e aparentemente mais seguro para atingir os objectivos de crescimento e diversificação. Normalmente, a estratégia de crescimento através de aquisições é mais utilizada pelas empresas de maior dimensão.

Quando uma empresa adquire ou se funde com outra está a fazer um investimento ao qual se aplicam os princípios básicos das decisões de investimento, ou seja, deve-se avançar com a aquisição/fusão se esta possibilitar um aumento efectivo da riqueza dos accionistas. Note-se, no entanto, que as fusões são muitas vezes difíceis de analisar devido a quatro ordens de razões, segundo Brealey e Myers (2007):

- Cuidado em definir adequadamente proveitos e custos;
- Considerar questões específicas de ordem fiscal, legal e contabilística;
- Ter consciência das táticas (ofensivas e defensivas) utilizadas em aquisições hostis, para a eventualidade de ser inviável a consumação de um negócio amigável; e
- Ter uma visão geral das razões que levam à ocorrência das fusões, e de saber quem ganha e quem perde com elas.

Nesta secção ir-se-ão analisar as principais razões, os tipos, as tendências e as motivações das fusões e aquisições, assim como o tipo de sinergias, os custos de realização destas e as categorias da criação de valor. Também se procurará explicar a existência ou não de ciclos neste tipo de operações. Por fim, serão abordados os conceitos necessários para posteriormente determinarmos a estimativa dos ganhos e dos custos económicos de uma fusão.

2.3.1. Principais razões para as fusões e aquisições

De acordo com Domingos Ferreira (2002) as principais razões apontadas para a ocorrência utilização de fusões e aquisições podem ser resumidas nas seguintes:

- **Rapidez de entrada em novos mercados ou negócios**, em particular, em processos de rápida evolução e com ciclos de vida mais reduzidos, podendo o crescimento orgânico ser demasiado lento face à necessidade de rapidez;
- **Escassez de conhecimento ou recursos para o desenvolvimento de processos no interior da organização**: por vezes é necessário adquirir *know how* externo para se proceder a uma estratégia/desenvolvimento de um negócio para o qual não existem competências na empresa;
- **Situação concorrencial ou competitiva**: em mercados em fase de maturidade, com quotas de mercado estabilizadas, a entrada de um novo concorrente pode ter consequências que podem ser desastrosas para todos, até mesmo para o novo concorrente que terá de ultrapassar substanciais barreiras à entrada. A aquisição de uma empresa já posicionada pode ser a melhor solução, pois a reacção dos concorrentes pode ser mínima ou não desfavorável;
- **Aumento de quota de mercado** ou, embora possa parecer estranho, para redução de alguma capacidade instalada na indústria. Por vezes é necessário que ocorram processos de M&A, de forma a melhorar o ambiente competitivo e dessa forma reduzir-se capacidade que permita às empresas ter *pricing power*;
- **Razões de ordem financeira** levam à aquisição de empresas cujo valor de mercado se julga ser inferior ao valor justo ou apresentam um rácio PER (*Price Earnings Ratio*) baixo. Os potenciais compradores deverão ser outras empresas em situação oposta, ou seja, com valor das acções e/ou PER elevados;
- **Divisão de activos ou de negócios**: certas organizações, sobretudo conglomerados, são caracterizadas por decisões de aquisições agressivas de empresas e por posteriores acções de reestruturação baseadas na divisão do todo em partes. Utilizando estilos de gestão do tipo controlo apertado para as partes adquiridas, reestruturam as empresas para poderem ser posteriormente vendidas, recuperando por vezes o valor da aquisição do todo com alienação de apenas algumas partes; e

- **Eficiência na gestão dos custos:** em sectores de actividade onde os efeitos da experiência se fazem sentir mais fortemente, é praticamente impeditivo que se utilize o desenvolvimento orgânico e dessa forma procura-se obter custos mais baixos através de aquisições ou de fusões.

2.3.2. Tipos de fusões e aquisições

De um modo geral podem identificar-se na bibliografia 3 tipos principais de fusões e aquisições. Seguindo, por exemplo, Brealey & Myers (2007) temos:

- **Concentração simples ou horizontal:** as empresas contratantes exercem a mesma actividade, resultando daí uma sobreposição;
- **Concentração vertical:** as empresas contratantes exploram actividades afins ou complementares situadas em estádios diferentes no interior da mesma indústria; e
- **Conglomerados:** as empresas compradoras exploram actividades com objectos diferentes ou estão posicionadas em indústrias díspares das adquiridas;

2.3.3. Tendências

É essencial perceber as tendências do sector em que se posicionam as empresas que se vão fundir. Tal como foi discutido por Domingos Ferreira (2002) existem as seguintes:

- **Convergência:** ocorre sempre que organizações situadas em sectores diferentes de actividade começam a oferecer produtos ou serviços semelhantes, tornando-se concorrentes. As telecomunicações são o exemplo perfeito desta tendência, pois devido à evolução tecnológica, empresas do sector começaram a explorar a televisão e o inverso também ocorreu, ou seja, os operadores de televisão “atacaram” o mercado de telecomunicações, tornando-se concorrentes;
- **Consolidação:** conduz à diminuição das empresas dentro de um sector, devido a mudanças no mercado ou na legislação; e
- **Expansão Geográfica:** esta tendência está associada ao fenómeno da globalização.

2.3.4. Criação de Valor

A criação de valor deverá ser um objectivo sempre presente na mente dos gestores. Assim, segundo Domingos Ferreira (2002), pode englobar-se em três categorias:

- Crescimento ou expansão, sempre que os investimentos efectuados proporcionem rendimentos superiores ao custo de capital. As estratégias de aquisição/fusão são uma alternativa comum ao crescimento interno para suportar decisões de expansão;
- Ganhos de Eficiência, de escala ou de outro tipo de actividades que, embora já criem valor, se deseja que aumentem ainda mais a sua contribuição, através de acréscimos dos resultados operacionais ou de reduções no custo de capital; e
- Reestruturações, em particular as transformações e as saídas de negócios, sempre que a estrutura da empresa não consiga proporcionar os valores esperados pelo mercado ou pelos decisores responsáveis e cujos rendimentos sejam insuficientes para cobrir o custo de capital.

Estas estratégias são normalmente conseguidas através de processos de fusões e aquisições.

2.3.5. Tipos de Sinergias

Ansoff (1987) identifica, basicamente, 4 tipos de sinergias relacionadas com os processos de fusões e aquisições:

- Sinergias dos proveitos: têm lugar quando os produtos ou serviços utilizam canais de distribuição, serviços de administração e de armazenamento comuns. A utilização de uma rede de vendas num conjunto de produtos ou serviços relacionados aumenta a sua produtividade, assim como, campanhas de publicidade ou produções de vendas comuns podem apresentar rendimentos múltiplos para os mesmos capitais investidos. As marcas e a reputação da empresa podem igualmente contribuir para o acréscimo dos proveitos;
- Sinergias operacionais: resultam de uma maior e melhor utilização do capital humano e de outros recursos adicionais, da distribuição dos gastos indirectos ou gerais por um maior número de produtos ou serviços, das vantagens de curvas da experiência comuns e das compras em maior quantidade;
- Sinergias de investimento: resultam da utilização conjunta das instalações, equipamentos, ferramentas, de matérias e materiais comuns, da transferência de conhecimentos de uns produtos para outros, de tecnologias de base comuns e similares; e

- Sinergias de gestão: consiste no facto dos gestores da empresa mais eficiente poderem proporcionar esse desempenho à empresa com menos eficiência.

2.3.6. Ciclos de fusões e aquisições – momento ideal para a sua ocorrência

Dos estudos de vários investigadores, nomeadamente Golbe e White (1988), conclui-se que as fusões e aquisições evoluem por ciclos e estão correlacionadas de forma positiva com a evolução do Produto Interno Bruto (PIB) e dos preços das acções, estando ainda negativamente correlacionadas com as taxas de juro reais. Este facto poderia levar-nos a concluir que em termos de *timing*, com o mau momento económico que se está a viver⁴ e com a queda do preço das acções⁵, esta poderia não ser a altura ideal para que ocorressem operações de fusões e aquisições, ainda mais porque, apesar das taxas de juro estarem bastante baixas⁶, a falta de liquidez no mercado tem imposto um acesso ao financiamento mais restrito. Consequentemente os *spreads* de risco de crédito têm vindo a aumentar significativamente.

Brealey e Myers (2007) consideram que, relativamente a estes ciclos de fusões, a vasta literatura existente contempla uma grande dose de especulação e apenas alguns factos genéricos, pelo que não é óbvia a existência de ciclos.

Aliás, o ano de 2008 está a confirmar as conclusões do estudo de Brealey e Myers (2007), pois apesar de estarmos num ciclo económico aparentemente pouco favorável a fusões e aquisições, estas operações estão a ocorrer em grande número (no mês de Outubro bateu-se mesmo o recorde). Um bom exemplo é o do sector bancário onde se destacam a aquisição da Merrill Lynch pelo Bank of América, do HBOS pelo Lloyds, do Bear Stearns pelo JP Morgan e do Wachovia pelo Wells Fargo. Também no sector das bebidas com características mais defensivas, ocorreu uma operação de grande dimensão, com a aquisição da americana Anheuser Busch pela belga Inbev.

2.3.7. Motivações e efeitos esperados das fusões e aquisições

Domingos Ferreira (2002) concluiu que as principais motivações para que ocorra uma fusão e/ou aquisição são:

⁴ Segundos os dados da Comissão Europeia, a evolução da economia da Zona Euro, para 2009, aponta para um decréscimo de 1,9% do Produto Interno Bruto (PIB).

⁵ O índice accionista de referência do mercado europeu, Eurostoxx 50 caiu 44,4% em 2008.

⁶ A taxa fixa nas operações principais de refinanciamento (MRO) do BCE fixou-se em 2% no dia 15 de Janeiro de 2009. É esperada nova intervenção em baixa no decurso do 1º quadrimestre do ano.

- Exploração de diferenciais de eficiência entre empresas: se entre duas empresas, uma é mais eficiente que a outra, então o objectivo da fusão será elevar a eficiência da mais mal gerida para a da melhor, conduzindo a um acréscimo de valor no conjunto;
- Aumento do poder de mercado e crescimento: as combinações entre empresas podem conduzir a maiores vendas por pressão sobre os mercados, quer por aumento de preço quer por maiores quantidades vendidas. O crescimento pode também concretizar-se por extensão da linha dos produtos vendidos e por extensão geográfica;
- Vantagens fiscais: em termos gerais, podem estar em jogo ganhos fiscais correntes ou de capital, a dupla tributação dos lucros das empresas ou ao nível dos accionistas, os resultados negativos transitados ou ainda impostos de sucessão. As legislações são diferentes de país para país e ao longo do tempo;
- Problemas de agência: as concentrações de empresas tendem a resolver, em favor dos accionistas, o conflito entre estes e os gestores. Com efeito, as fusões e aquisições são a última solução para estes conflitos, dado que *in-extremis* podem conduzir à substituição dos gestores. Segundo Jensen e Meckling (1976), os problemas de agência são muito frequentes nas empresas de grande dimensão e com relevante dispersão de capital. De certo modo, os gestores possuem pequenas participações no capital das empresas e perseguem objectivos cada vez mais ligados aos seus interesses em detrimento dos accionistas. Para além disso, tendem a apresentar níveis excessivos de gastos e regalias. Dada a sua grande dispersão, os accionistas não conseguem controlar estas situações, pelo que as fusões e aquisições tendem a ser um factor de correcção de distorções e uma redução na actuação dos gestores que se excedem. Uma variante da teoria de agência considera que os gestores tendem a aumentar a dimensão da actividade das empresas para aumentar os seus níveis de compensações;
- Avaliação do mercado: existem situações em que as empresas estão sub-avaliadas pelo mercado. Essa diferença verifica-se sempre que os gestores ou potenciais compradores possuam informação sobre o verdadeiro valor da empresa e que tal não seja acessível a outros intervenientes do mercado. Este fenómeno é designado por assimetria de informação e conduz frequentemente a aquisições por preços que podem ser superiores aos do mercado, mas ainda inferiores ao valor real; e
- Redistribuição ou reaplicação estratégica de recursos ou de meios: algumas empresas atingem um estágio crítico no seu ciclo de vida e decidem encetar uma estratégia de

reestruturação dos seus activos, reconduzindo-os para fins ou tarefas diferentes. A diversificação na procura de empresas sub-avaliadas, para venda posterior ou para qualquer outro fim, é uma dessas decisões. A concentração num menor número de produtos, para obtenção de maior especialização ou para exploração e aprofundamento de capacidades específicas, reflecte situações de reaplicação de recursos.

2.3.8. Custos da realização de sinergias

A captação de alguma ou algumas das sinergias identificadas na subsecção 2.3.5. deve ter em consideração vários custos associados à sua realização. Segundo Domingos Ferreira (2002) podem considerar-se os seguintes:

- Custos de coordenação e de integração de recursos e actividades que englobam principalmente o tempo e as despesas dos gestores responsáveis afectos ao processo, as alterações e implementação dos sistemas de organização (planeamento, logística e controlo); e
- Custos de processamento e de distribuição da informação que são necessários com a gestão e controlo da repartição e utilização comum dos recursos.

Estes custos poderão atingir proporções elevadas e reduzir os ganhos esperados pela concretização das sinergias, pelo que um processo de fusão e/ou aquisição terá de ter sempre em conta o efeito líquido deste custos.

2.3.9. Estimativa dos Ganhos e dos Custos económicos das fusões

Num processo de fusão entre duas empresas, é de primordial importância a correcta avaliação dos ganhos e dos custos económicos implícitos nessa operação. No final do processo, deve-se avançar para a fusão se o ganho for superior ao seu custo.

De acordo com Brealey e Myers (2007), o ganho (valor das sinergias) é a diferença entre o valor da empresa resultante do processo de fusão e o valor das entidades separadas.

$$\text{Ganho} = \text{Valor da Empresa Resultante} - (\text{Valor de Mercado da empresa Adquirente} + \text{Valor de Mercado da empresa Adquirida}) \quad (1.23)$$

Por seu turno, o custo de uma fusão é o prémio que os accionistas da empresa adquirente pagam aos accionistas da empresa que é adquirida. A estimativa deste prémio, quando é pago

em dinheiro, é um problema de resolução directa. Assim, o custo de uma fusão para a empresa adquirente é:

$$\text{Custo} = \text{Pagamento em dinheiro} - \text{Valor de Mercado da Empresa Adquirida} \quad (1.24)$$

Este conceito é mais perceptível com um exemplo:

Tabela 2.1 – Exemplo de Aquisição/Fusão

Na Tabela observa-se o preço de mercado e a capitalização bolsista, em milhões de euros, de duas empresas (A e B) e o respectivo número de acções.

Euros	Empresa A	Empresa B
Preço de Mercado	10	2
Numero de Acções (número)	1.000.000	500.000
Valor de Mercado da empresa	10.000.000	1.000.000

Se a empresa A pretender pagar 1,5 milhões de euros em dinheiro pela empresa B temos:

$\text{Custo} = 1.500.000 - 1.000.000 = 500.000$ euros, que corresponde ao custo da empresa adquirente e ao prémio a receber pela empresa adquirida.

Quando uma fusão é paga com troca de acções, a estimativa de custo afigura-se mais complexa. Assim, surge o conceito de custo aparente para a empresa adquirente, que se calcula da seguinte forma:

$$\text{Custo Aparente} = \text{Número de Acções a emitir} \times \text{Preço da Acção da Adquirente} - \text{Valor de Mercado da Empresa Adquirida} \quad (1.25)$$

Se a empresa A em vez de oferecer 1,5 milhões de euros em dinheiro, oferecer 150.000 acções pela empresa B tem-se:

$$\text{Custo aparente} = 150.000 \times 10 \text{ euros} - 1.000.000 \text{ euros} = 500.000 \text{ euros}$$

Este valor representa um prémio percebido para os accionistas da empresa adquirida de 50%, utilizando a seguinte equação:

$$\text{Prémio Percebido} = \text{Custo aparente} \div \text{Valor de Mercado da empresa Adquirida} \quad (1.26)$$

$$\text{Prémio percebido} = 500.000 \text{ euros} / 1.000.000 \text{ euros} = 50\%$$

Outra forma de chegar a este valor seria através do rácio de troca:

$$\text{Rácio de Troca} = \frac{\text{Número de novas Acções da Adquirente}}{\text{Número de Acções da Adquirida}} \quad (1.27)$$

$$\text{Prémio Percebido} = \text{Rácio de Troca} \times (\text{Cotação de empresa Adquirente} \div \text{Cotação da empresa Adquirida}) - 1 \quad (1.28)$$

No exemplo em questão chega-se a:

Rácio de Troca = $150.000 / 500.000 = 0,3$, ou seja, os accionistas de B irão receber 0,3 acções da empresa A por cada acção da empresa B.

Desta forma, o prémio percebido seria de $0,3 \times (10 \text{ euros}/2 \text{ euros}) - 1 = 50\%$

No entanto, o custo aparente pode não ser igual ao custo verdadeiro, uma vez que tem de se levar em linha de conta as sinergias que serão criadas (assume-se que seriam de 1 milhão de euros).

Assim, para chegarmos ao ganho da adquirida, o valor das acções da empresa adquirente não será de 10 euros, mas sim:

$$\text{Novo preço das Acções} = \text{Valor do Conjunto} \div \text{Número final de Acções} \quad (1.29)$$

Em que:

$$\text{Valor do Conjunto} = \text{Valor da empresa Adquirente} + \text{Valor da empresa Adquirida} + \text{Valor das Sinergias} \quad (1.30)^7$$

$$\text{Número final de Acções} = \text{Número de Acções iniciais} + \text{Número de novas Acções} \quad (1.31)$$

Desta forma teríamos:

$$\text{Novo preço das Acções} = (10.000.000 \text{ euros} + 1.000.000 \text{ euros} + 1.000.000 \text{ euros}) \div (1.000.000 + 150.000) = 10,44 \text{ euros}$$

O verdadeiro custo seria assim de $10,44 \text{ euros} \times 150.000 - 1.000.000 = 565.217 \text{ euros}$.

Outra forma de calcular este custo seria através da participação final da empresa adquirida na resultante.

$$\text{Participação Final da empresa Adquirida na Resultante} = \frac{\text{Número de novas Acções}}{\text{Número final de Acções}} \quad (1.32)$$

$$\text{Participação final da empresa Adquirida na Resultante} = 150.000 / 1.150.000 = 13,04\%$$

$$\text{Ganho da Adquirida} = \text{Participação final da empresa Adquirida} \times (\text{Valor do Conjunto} - \text{Valor de Mercado da empresa Adquirida}) \quad (1.33)$$

⁷ Note-se que num cenário em que se sabe à partida as sinergias e se pretenda dividi-las inicialmente com um rácio predefinido existem mais dois conceitos importantes dados pelas seguintes fórmulas:

Valor a Atribuir à Adquirente = Valor de Mercado da Adquirente + Sinergias para a adquirente ;

Valor a Atribuir à Adquirida = Valor de Mercado da Adquirida + Sinergias para a adquirida;

Nesse caso para se chegar ao número de novas acções a emitir, temos que utilizar:

$\text{Valor a atribuir à Adquirida} \div \text{Valor do Conjunto} = \text{Número de novas Acções a emitir pela adquirente} \div (\text{Número de novas Acções a emitir pela Adquirente} + \text{Número de Acções iniciais da Adquirente}).$

Ganho da Adquirida = $13,04\% \times 12.000.000$ euros – $1.000.000$ euros = 565.217 euros.

Para se chegar ao ganho da empresa adquirente:

$$\begin{aligned} \text{Ganho da Adquirente} &= \text{Participação final da empresa Adquirente} \times \\ &\text{Valor do Conjunto} - \text{Valor de Mercado da empresa Adquirente antes da fusão} \end{aligned} \quad (1.34)$$

em que,

$$\begin{aligned} \text{Participação final da empresa Adquirente na Resultante} &= \text{Número de Acções iniciais} \\ &\div \text{Número final de Acções} \end{aligned} \quad (1.35)$$

Logo o ganho da adquirente seria de $(1.000.000 \div 1.150.000) \times 12.000.000$ euros – $10.000.000$ euros = 434.783 euros.

Desta forma, percebe-se a distinção fundamental entre o pagamento em dinheiro e em acções como instrumentos de financiamento. Se o pagamento for em dinheiro, o custo da fusão não é afectado pelos ganhos da fusão. Se for em acções, o custo depende dos ganhos, porque estes se revelam no preço das acções a seguir à fusão. O pagamento em acções também mitiga o efeito sobreavaliação ou de subavaliação de cada uma das empresas. Suponha-se, por exemplo, que A sobrestima o valor de B como entidade separada por não se ter apercebido de algumas responsabilidades ocultas. A estará a fazer uma oferta demasiado generosa. Se todas as outras condições se mantiverem, os accionistas de A ganham mais se oferecerem acções em vez de dinheiro. Com uma oferta em acções, as inevitáveis más notícias sobre o valor de B cairão parcialmente sobre os accionistas de B.

Em conclusão, o pagamento em dinheiro de uma operação de fusão/aquisição tem um efeito de sinalização muito mais forte do que com pagamento em acções, pois significa que a empresa adquirente acredita bastante na operação.

3. ESTUDO DE CASO – A INEVITÁVEL FUSÃO ENTRE A SONAECOM E A ZON

Este caso pedagógico tem como principal objectivo o da ilustração do tratamento da informação contabilística e de mercado visando a avaliação de um processo de fusão envolvendo duas empresas da área de telecomunicações.

Assim, o caso destina-se a demonstrar que uma instituição que não está a dar o retorno pretendido, poderá ter que entrar num movimento de consolidação, para, dessa forma, aumentar a rendibilidade dos seus accionistas.

Nos sectores de actividade em fase de maturidade, como é o caso das telecomunicações em Portugal, a fusão e/ou aquisição entre empresas pode ser uma solução razoável, pois permite ganhos de eficiência ao nível da redução de custos e do conseqüente acréscimo de resultados operacionais.

Neste trabalho pretende-se, numa primeira fase, mostrar a aplicação prática de um modelo de avaliação de empresas a um caso real pelo método do *Free Cash Flow to the Firm* e, numa segunda fase, a aplicação prática a uma operação de fusão e das possíveis sinergias que poderão ser criadas.

3.1. Apresentação do problema

Tal como é referido no artigo do *The Economist* “Healthy network effects: Telecoms mergers”⁸, no decorrer dos últimos anos o sector das telecomunicações sofreu profundas alterações, devido à rápida expansão dos acessos às redes por parte dos operadores e à explosão do número de serviços oferecidos, o que aumentou significativamente a concorrência. Esta foi a principal razão que levou os maiores *players* a investirem em novas tecnologias e serviços, transformando assim o sector. O aumento da competição criou também novos desafios às empresas, no sentido de aumentarem as suas receitas e manterem o nível de rendibilidade.

Assim, depois de, em 1984, o Tribunal Federal norte-americano ter obrigado ao desmembramento da AT&T, por motivos de monopólio, a indústria de telecomunicações nos EUA conheceu um volte face e, a partir de 2005, entrou numa fase de consolidação.

Foi a descoberta de um novo mundo em que surgiram *players* de maior dimensão e melhor preparados para enfrentarem os desafios do sector. Actualmente, o negócio da indústria tem

⁸ Este artigo foi publicado na edição de 5 de Maio de 2005.

de ser visto como um todo, sendo o objectivo dos operadores oferecer o *quadruple play* (voz, internet, televisão e serviço móvel). O excesso de fragmentação em que se encontrava o mercado poderia levar algumas empresas a passarem por dificuldades, pois a oferta dos novos multi-serviços obrigaria a um nível de investimento muito elevado. Acresce que a consolidação levou, e levará, ao benefício não só das empresas, mas também dos consumidores, pois estes poderão adquirir produtos de qualidade superior e a melhor preço. Desta forma, nos EUA encontram-se actualmente, dois concorrentes gigantes que resultaram da actividade de fusões e aquisições (a Verizon-MCI e a SBC-AT&T).

Sendo os EUA um mercado pioneiro, este movimento de consolidação deverá continuar na Europa, e Portugal não será excepção, pois o facto das receitas do sector estarem a crescer a um ritmo cada vez mais baixo, com a concorrência a aumentar bastante em todos os segmentos, conduz necessariamente a que as empresas procurem o crescimento através de aquisições.

Numa indústria com excesso de *players* e com preços baixos, a consolidação parece ser a única alternativa que resta aos operadores para conseguirem ter algum “*pricing power*” e reduzirem custos de estrutura, permitindo economias de escala e a possibilidade de *cross-selling*:

- **Economias de escala:** as economias de escala permitem reduzir custos operacionais provenientes da racionalização de funções administrativas e de gestão (vendas, marketing e publicidade, contabilidade, compras, manutenção, suporte a clientes e *procurement*), custos *overhead* e de rede.
- **Cross-selling:** nesta indústria, especificamente, o racional subjacente às fusões e aquisições é potenciado também pela convergência de serviços, ou seja pela possível combinação de diferentes serviços (*quadruple play*) numa única empresa/plataforma. A tendência é ter um operador integrado, com uma marca única, que forneça os 4 serviços e que proceda ao *cross-selling* de produtos e tecnologia.

Assim, as empresas resultantes poderão oferecer mais serviços, utilizando uma estrutura de vendas mais reduzida, permitindo também menores custos de aquisição e retenção por cliente. Note-se que, no nosso país, com excepção da PT, apenas a Sonaecom é um operador integrado que oferece todos os serviços.

Em Portugal, têm ocorrido movimentos de consolidação, com os operadores mais pequenos a desaparecerem do mercado. Assim em 2007, a Sonaecom adquiriu a Tele2 portuguesa e os

clientes residenciais da Oni, e a Zon adquiriu três empresas regionais de cabo (Bragatel, Pluricanal e TV Tel).

Também na Europa é fácil nomear alguns exemplos de consolidação, incluindo transfronteiriças: a Deutsche Telekom adquiriu 25% e o controlo da empresa grega Telco OTE (Maio 2008) e a France Telecom lançou uma OPA à Telia Sonera (Junho 2008).

Fazendo uma análise do mercado português, conclui-se que os operadores mais pequenos já foram praticamente todos absorvidos, restando a Cabovisão, a AR Telecom e a Oni (clientes empresa). A Cabovisão é o único operador de cabo alternativo à Zon, enquanto a AR Telecom utiliza uma *Fixed Wireless Access (FWA)*⁹ para prestar os serviços de *triple play* aos seus clientes (voz, internet e televisão), embora já tenha anunciado que vai reduzir o investimento em Portugal, abandonando o objectivo de cobrir todo o território nacional com a sua rede. A Oni é um operador alternativo de linha fixa focado nos clientes empresa (*corporate*).

A perspectiva de mais fusões e aquisições mantém-se em cima da mesa e deverá alargar-se aos quatro *players* mais significativos: PT, Zon, Vodafone e Sonaecom. Note-se que, tratando-se de um sector estratégico para o país, a consolidação deverá ser intra-fronteiriça.

3.2. Análise da possibilidade de consolidação entre os quatro operadores do mercado

Em 2005, a Sonaecom lançou uma OPA à PT, que foi rejeitada, mas que tinha como objectivo dar dimensão à empresa e melhorar o ambiente competitivo do sector. Relembre-se que a Autoridade da Concorrência aprovou essa operação, pelo que não se antevêem obstáculos a outras combinações em termos de fusões e aquisições.

O fracasso da OPA à PT, teve como consequência o *spin-off* da Zon e a respectiva separação da rede de cobre (da PT) da de cabo (da Zon), o que aumentou ainda mais a concorrência.

Quanto à Vodafone, a estratégia da casa mãe tem sido orientada para aquisições em mercados emergentes e não para a aquisição de empresas de linha fixa/cabo, pelo que se considera que será uma opção de consolidação a excluir em Portugal.

A conclusão a que se chega, se analisarmos os *players* no mercado português, é que estando a PT (efectuou o *spin-off* da Zon há cerca de 1 ano e rejeitou a OPA da Sonaecom) e a Vodafone (não faz parte da sua estratégia de expansão) fora da consolidação e, tratando-se de

⁹ Consiste numa tecnologia de rádio de acesso fixo que permite aos operadores fornecer aos seus clientes uma ligação directa à sua rede de telecomunicações, através de uma ligação fixa de rádio, das instalações do cliente até à central local do operador, em vez de uma ligação por fio de cobre ou fibra óptica.

um sector não dimensionado para quatro operadores e de capital intensivo, a fusão Sonaecom/Zon tende a ser um cenário quase inevitável.

Note-se que a Sonaecom é a empresa mais pressionada para entrar num processo de M&A, pois actualmente gera um *Free Cash Flow to the Firm* muito reduzido, que poderá inclusivamente ser negativo nos próximos anos.

Em conclusão, ao longo deste caso proceder-se-á a uma avaliação, na óptica financeira e na óptica dos múltiplos de mercado, da Sonaecom e da Zon, de modo a determinar o valor das empresas e do conjunto das duas num cenário de fusão, percebendo-se, dessa forma, as sinergias que poderiam ser criadas para os accionistas. Para esse efeito, as avaliações utilizarão os dados históricos das respectivas empresas (Relatório e Contas de 2007) e pressupostos que serão explicados mais adiante.

4. O MERCADO DE TELECOMUNICAÇÕES EM PORTUGAL¹⁰

De acordo com dados da Autoridade Nacional das Comunicações (ANACOM), as receitas geradas pelo sector das telecomunicações estão praticamente estabilizadas desde 2004, nos 7,3 mil milhões de euros (Tabela 4.1).

Tabela 4.1 – Receitas geradas pelo sector das telecomunicações

Na Tabela são fornecidos os dados das receitas geradas pelo sector das telecomunicações (em milhões de euros) e a percentagem do seu peso no Produto Interno Bruto (PIB), no período de 2002 a 2007.

Milhões de euros	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Receitas do sector	6.839	6.981	7.315	7.375	7.380	7.254
Receitas / PIB	5,0%	5,1%	5,1%	5,0%	4,8%	4,5%

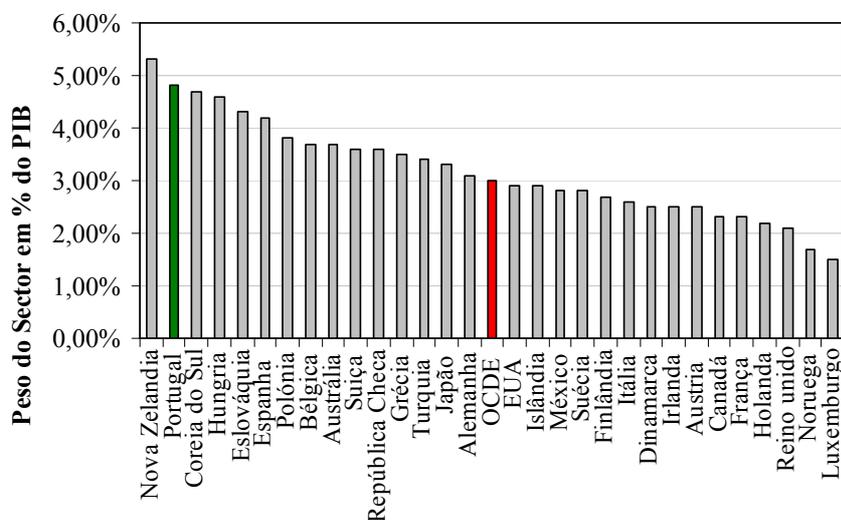
A contribuição deste sector para o Produto Interno Bruto (PIB) português decresceu de 5% em 2002, para 4.5% em 2007 (Tabela 4.1), percentagem que é muito elevada quando comparada com a média de 3% nos países da OCDE (Figura 4.1).

Note-se que a estabilização das receitas do sector demonstra que estas têm evoluído praticamente indiferentes à evolução do PIB português, podendo-se dessa forma considerar que os serviços de telecomunicações assumem cada vez mais características do que se designa comumente por serviços de primeira necessidade.

¹⁰ Todos os dados relativos ao mercado de telecomunicações foram obtidos através dos relatórios trimestrais da ANACOM relativos ao 2º trimestre de 2008 (Informação Estatística do Serviço de Acesso à Internet, Serviço Telefónico Fixo, Serviço Telefónico Móvel e Serviço de Televisão por Subscrição) e do Anuário do Sector das Comunicações de 2008 da mesma instituição. Os dados de comparação com os outros países foram retirados da OCDE (*OECD Communications Outlook 2007*).

Figura 4.1 – Peso do sector das telecomunicações em percentagem do PIB¹¹

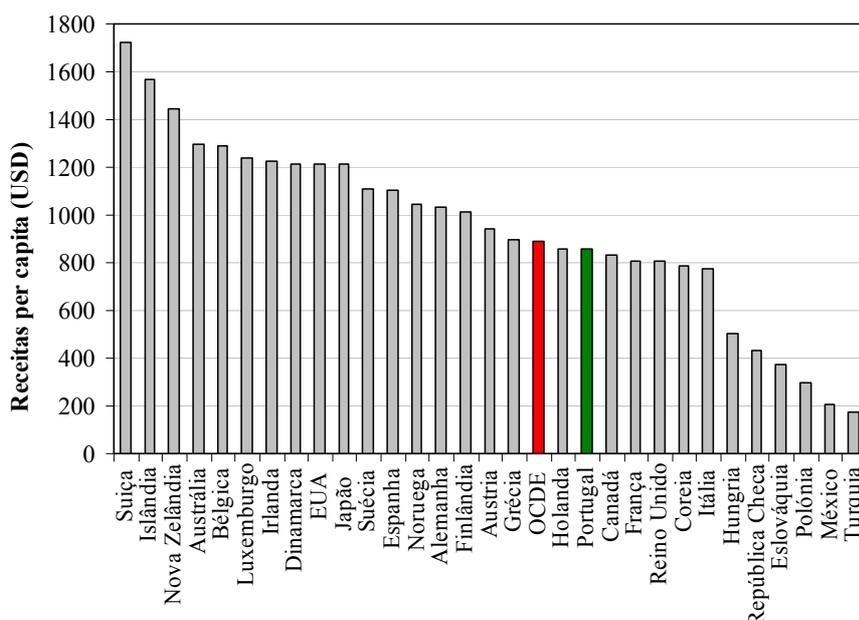
Na Figura é possível comparar o peso do sector das telecomunicações em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB) de Portugal face aos países da OCDE. Os dados são referentes a 2006.



Ainda de acordo com os dados da OCDE, o indicador relativo à média de receitas *per capita* em Portugal é de 855 dólares, praticamente em linha com à média da OCDE de 893 dólares, mas acima de países como a França, Inglaterra ou o Canadá (Figura 4.2).

Figura 4.2 – Receitas *per capita* do sector das telecomunicações em Portugal

Na Figura é possível comparar as receitas médias *per capita* do sector das telecomunicações em Portugal face aos países da OCDE. A moeda utilizada é o dólar (USD). Os dados são referentes a 2006.



¹¹ Os valores são referentes a 2006, pois a OCDE só produz um relatório de 2 em 2 anos e o próximo será elaborado ao longo de 2009 e terá como referência o ano de 2008.

Estes indicadores da OCDE comprovam a maturidade do mercado nacional e a ausência de espaço para o crescimento dos seus operadores.

4.1. Análise do sector

Este capítulo, reservado à análise do sector, será dividido em mercado de telecomunicações móveis e de linha fixa.

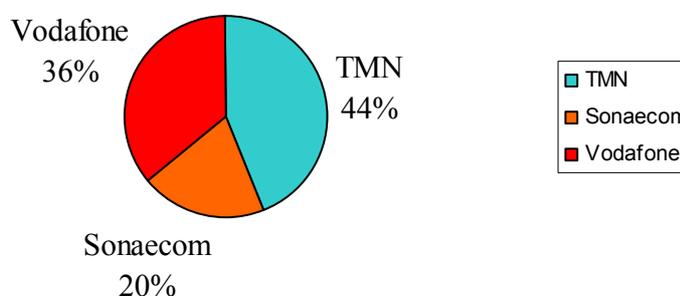
4.1.1 Mercado de telecomunicações móveis

O mercado português de telecomunicações móveis encontra-se bastante saturado, com uma taxa de penetração¹² de 134,9% no 2º trimestre de 2008.

Relativamente às quotas de mercado, estas parecem ter estabilizado, com a TMN a conseguir impedir que a Vodafone e a Optimus consigam ganhos, algo que vinha a ocorrer até à presente data, pelo que se perspectiva que as quotas de mercado permaneçam constantes face às actuais: a TMN com 44%, a Vodafone com 36% e a Optimus com 20% (Figura 4.3).

Figura 4.3 – Quotas de mercado do segmento móvel

Na Figura é possível observar as quotas de mercado dos três operadores móveis no segundo trimestre de 2008.



A taxa de penetração (134,9%) evidencia a saturação em que o mercado se encontra, o que tem como consequência uma competição muito elevada para a aquisição e retenção de clientes. No entanto, a boa notícia é que os serviços de dados têm estado em crescimento face à voz, o que tem permitido uma manutenção da receita média por cliente.

¹² Número de telemóveis ÷ Número de Habitantes

Estando o mercado móvel de voz sem perspectivas de crescimento, os operadores procuram apostar no serviço de internet móvel, segmento que se encontra em expansão.

Com efeito, o crescimento de clientes no serviço de internet móvel tem tido um aumento substancial no decorrer dos últimos trimestres, situando-se no 2º trimestre de 2008, em 1,9 milhões (este número está empolado na medida em que inclui todos os clientes portadores de telemóvel com acesso a internet). A taxa de penetração deste serviço atinge 18%, ultrapassando o da internet fixa pela 1ª vez, demonstrando que a aposta neste segmento de negócio está a canibalizar os clientes desta última.

O forte crescimento deveu-se, sobretudo, ao projecto governamental¹³ E-escolas, cujo objectivo final é a distribuição de 600 mil portáteis, o que vai implicar algum investimento por parte das empresas envolvidas que são a TMN, a Vodafone e a Optimus.

A ANACOM não tem dados sobre quotas de mercado neste segmento, mas a Sonaecom acredita que a marca Kanguru é líder de mercado, pois beneficiou de ter sido o 1º operador a fornecer este serviço. No entanto, a atractividade deste negócio leva a considerar que a competição vai aumentar bastante, com a entrada de mais um operador – a Zon - com o lançamento do serviço móvel virtual, no qual irá utilizar a rede da Vodafone.

4.1.2 Mercado de telecomunicações – linha fixa (internet, televisão e voz)

Nos últimos anos, verificou-se em Portugal um aumento da competição, com o operador incumbente (Portugal Telecom) a ser o mais afectado pela entrada de operadores alternativos. Assim, a substituição do telefone fixo pelo móvel e o desenvolvimento do “*unbundling de lacete local*” (ULL)¹⁴ e do aluguer da linha foram as chaves de desenvolvimento para uma maior competição ao nível da linha fixa.

Neste segmento de mercado a competição entre os operadores deverá intensificar-se. Após o *spin-off* da Zon, ficaram no mercado quatro grandes *players* (PT, Zon, Vodafone e Sonaecom). A Zon começou a fornecer voz enquanto a PT lançou uma ofensiva no *pay-TV*, que é a jóia da coroa da Zon. A Sonaecom revela-se mais atrasada, pois não tem tecnologia que lhe permita fornecer o *triple play* com qualidade suficiente, tendo por isso já anunciado investimento em fibra óptica num montante de 240 milhões de euros ao longo dos próximos 3

¹³ Este programa consiste na possibilidade de estudantes e professores adquirirem computadores portáteis e ligação móvel à Internet subsidiados (com contratos de 12-36 meses).

¹⁴ Opção de rede de acesso consistindo na desagregação do lacete local, permitindo que outros operadores licenciados utilizem o lacete local pertencente ao operador incumbente, para prestação de serviços.

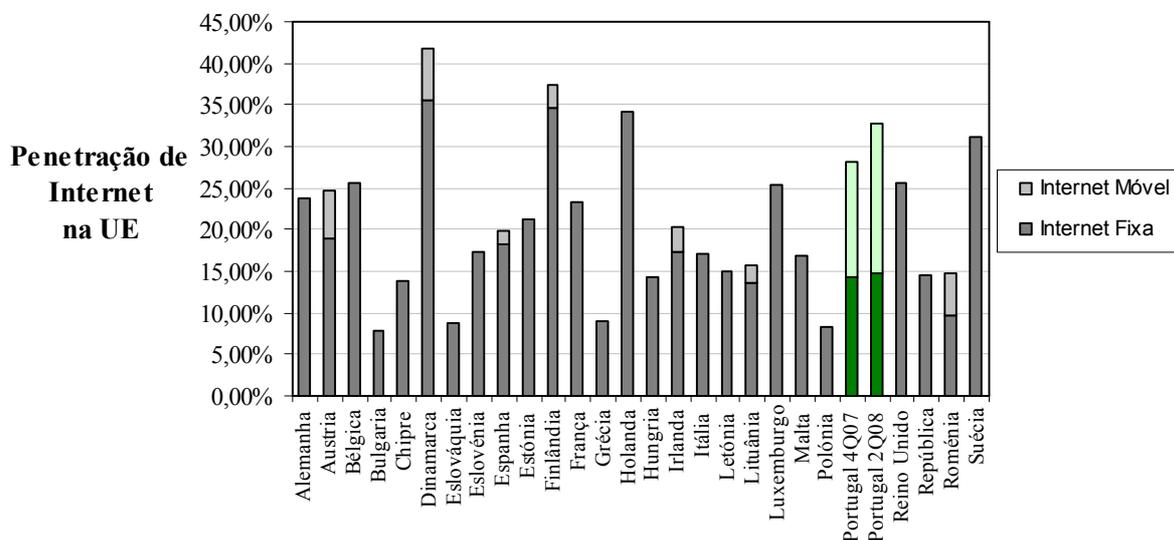
anos, de forma a cobrir 1 milhão de casas (25% da população portuguesa) e assim poder oferecer um produto de qualidade idêntica aos seus concorrentes. Por sua vez, a Vodafone oferece um serviço de *double play* (internet e voz na linha fixa) e aguarda que o governo decida as regras de investimento em fibra óptica para decidir se entra no *pay-TV*. Em suma, ainda se está no início da batalha.

Internet de linha fixa

Na Internet de linha fixa, a taxa de penetração em Portugal atingiu 14,8% no final do 2º trimestre de 2008, valor que compara com os 20% de média dos países da OCDE. Contudo, o peso total de penetração da internet (fixo + móvel) já chega aos 32,8%, uma percentagem superior à que se verifica, por exemplo, em Espanha e na Irlanda (Figura 4.4). Outra conclusão que se tira é que as receitas provenientes desta área de negócio deverão continuar sobre pressão devido à expansão da internet móvel, tal como já foi referido.

Figura 4.4 – Penetração de internet (fixo + móvel) na União Europeia (UE)

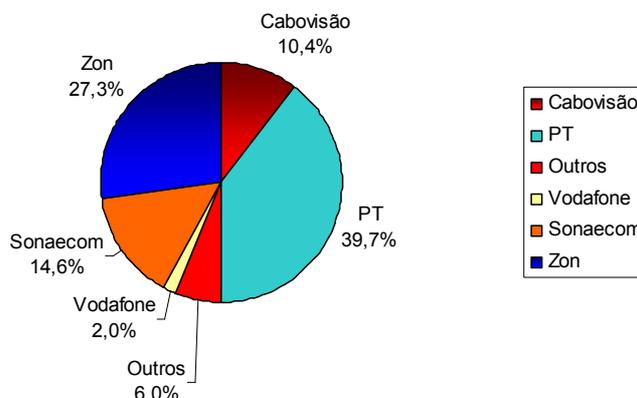
Na Figura é possível observar a taxa de penetração de Internet (fixo + móvel) nos países da União Europeia. Os dados são referentes ao 4º trimestre de 2007. No caso de Portugal apresentam-se também os dados referentes ao 2º trimestre de 2008.



Em termos de quota de mercado, a PT tem 39,7%, a Zon 27,3%, a Sonaecom 14,6%, a Cabovisão 10,4% e a Vodafone 2%. (Figura 4.5).

Figura 4.5 – Quotas de mercado na internet de linha fixa

Na Figura observa-se a quota de mercado na internet de linha fixa dos diferentes operadores existentes. Os dados são referentes ao 2º trimestre de 2008.

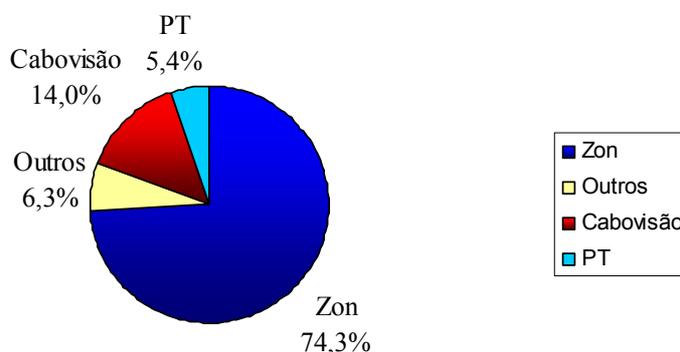


Televisão por subscrição

Na televisão por subscrição, a presença da Zon é maioritária, com 74,3% de quota de mercado, seguida da Cabovisão com 14% e da PT com 5,4% (Figura 4.6). No entanto, a tendência será a PT reforçar a sua quota em detrimento da Zon e da Cabovisão e mais tarde, com o investimento da Sonaecom em fibra óptica, o mercado tenderá a ficar mais competitivo, pressionando a empresa com maior quota.

Figura 4.6 – Quotas de mercado na televisão por subscrição

Na Figura observa-se a quota de mercado na televisão por subscrição dos diversos operadores no 2º trimestre de 2008.

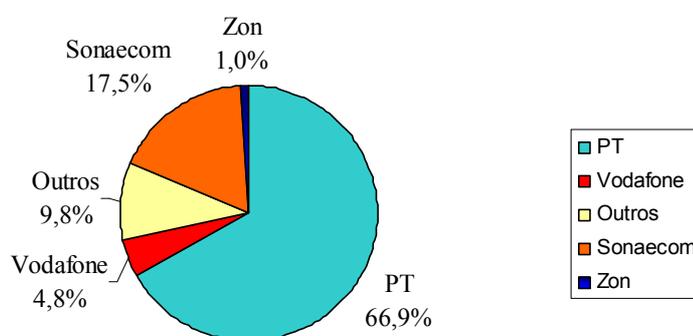


Voz

Na voz, a PT tem uma quota de mercado nas chamadas de 66,9%, sendo o 2º operador a Sonaecom com 17,5%. A Vodafone e a Zon não têm praticamente representatividade e têm quotas de, respectivamente, 4,8% e 1% – Figura 4.7. Nesta área de negócio considera-se que a Zon através de uma estratégia de *cross-selling*, tem espaço para crescer, pois já está em casa dos consumidores através do serviço de televisão. No entanto, como um todo, a erosão nas receitas de voz deverá continuar a ser uma tendência devido à canibalização do serviço móvel.

Figura 4.7 – Quotas de mercado na voz

Na Figura observa-se a quota de mercado na voz dos diferentes operadores presentes no mercado, no 2º trimestre de 2008.



4.2. Regulação

Nos últimos anos, a ANACOM tem actuado, sobretudo, no segmento móvel reduzindo as tarifas de terminação móvel¹⁵ (*Mobile Termination Rates - MTR's*), dos SMS's e de *roaming* na voz. Note-se que muitas destas directrizes têm vindo da União Europeia (UE) e consequentemente são levadas em conta pelo regulador.

A ANACOM comunicou a sua recente decisão acerca da redução das MTR's. A nova regra obriga a um corte nas tarifas de terminação de 11 cêntimos para 6,5 cêntimos, de uma forma progressiva, na TMN e na Vodafone. A Optimus poderá continuar a receber 11 cêntimos dos

¹⁵ Taxas cobradas por operadores móveis às empresas de telecomunicações para terminar chamadas em rede própria.

outros operadores móveis até Outubro de 2009. Esta assimetria justifica-se, segundo esta entidade, pelo facto de operadores com mais clientes terem vantagem em obter novos, pois as chamadas dentro da mesma rede são mais baratas.

Refira-se acerca deste tema que a União Europeia (UE) pretende harmonizar as MTR's por toda a Europa e já existe uma proposta em análise para que essa tarifa se situe nos 5 cêntimos até 2011, sendo de esperar que hajam novos ajustamentos em baixa até essa data.

No limite, poderá adoptar uma estratégia de “*Bill and Keep Model*”, que consiste nos clientes que receberem chamadas de um operador diferente do seu pagarem a diferença face a uma chamada dentro da mesma rede, acabando-se assim com as tarifas de terminação entre os operadores (o que já é uma realidade nos EUA).

Após o estabelecimento de *price caps* nas chamadas internacionais (*roaming* na voz) impostas pela UE, o focus da regulação, em 2008 e 2009, deverá centrar-se nas tarifas *roaming* de dados e de SMS's.

Enquanto continua incerto o que é que a UE vai impor no *roaming* do serviço de dados, com os operadores a argumentarem que é um serviço recente demais para ter intervenção do regulador ao nível de *price caps*, no *roaming* dos SMS, este organismo prepara-se para aprovar a redução na tarifa em 60% para uma máximo de 11 cêntimos. Note-se que os operadores portugueses cobram, em média, 38 cêntimos por cada SMS internacional, o que representará uma queda de 65% das tarifas.

Em síntese, as decisões regulatórias que se adivinham num futuro próximo vão colocar ainda mais pressão sobre as receitas dos operadores móveis nos próximos anos.

4.3. Desafios para o futuro – Rede de Nova Geração (RNG)

A OPA lançada pela Sonaecom à PT teve como consequência a separação da rede cabo do universo do Grupo PT, pelo que actualmente existem duas redes que competem entre si (rede cobre da PT versus rede cabo da Zon). Estes *players* estão em melhores condições que todos os outros, nomeadamente do que a Sonaecom, que utiliza a rede da PT, através do *unbundling* do lacete local ou do aluguer da rede, para oferecer um produto de melhor qualidade. Salienta-se a este propósito que a rede cabo, oferece actualmente um serviço de qualidade superior ao da rede cobre, pelo que é de todo o interesse para a PT investir em fibra óptica, para assim oferecer um serviço de melhor qualidade aos seus clientes.

O tema do futuro é, neste momento, a Rede de Nova Geração (RNG). A ANACOM determinou que os operadores terão que investir nas suas próprias redes em zonas de maior densidade populacional e poderão partilhar o investimento em zonas de menor densidade.

No sector das telecomunicações, as Redes de Nova Geração vão permitir a Portugal dar um salto qualitativo na sociedade de informação. Poder oferecer aos consumidores um serviço que inclua televisão, telefone fixo, internet a grande velocidade e a preços competitivos vai ser possível no médio prazo. Porém, para o serviço ter abrangência em todo o território nacional, só em infra-estruturas (RNG) são necessários, no mínimo, 2,5 mil milhões de euros, o equivalente ao investimento estimado para o novo aeroporto de Lisboa.

Os operadores alternativos (todos à excepção da PT) defendiam a construção de uma rede única, controlada por uma entidade independente, em tudo semelhante à REN (Rede Eléctrica Nacional) para o sector da energia, pois pretendiam sair da dependência da PT em termos de aluguer de rede. Acresce que não teriam de investir à partida milhões de euros numa rede própria ou partilhada. Esta ideia, que ainda não foi tentada em nenhum país, daria igualdade de oportunidades a todos os operadores e representaria mais concorrência no sector, beneficiando os consumidores finais.

A questão que se levanta é a insuficiência de financiadores e o Ministro das Obras Públicas e Comunicações considerou que “uma rede única seria uma interferência abusiva no mercado”¹⁶. Desta forma, não se vai avançar com uma rede única, opção esta que enfraqueceria a PT e facilitaria a entrada de outros operadores estrangeiros. Assim, por um lado, uma rede única poderia beneficiar os consumidores, mas por outro, enfraqueceria a intervenção dos Governos nas empresas de telecomunicações¹⁷.

Em suma, a não construção de uma rede única para todos os operadores é vantajosa para a PT, pois é a empresa com mais capacidade de investimento. Pelas razões opostas, os operadores alternativos estão receosos por considerarem que esta via conduzirá à restauração do monopólio que a PT já dispôs no passado. Para garantir que isso não ocorra, os operadores vão ter que obter garantias por parte do regulador, relativamente ao acesso às condutas da rede da PT e ao seu controle, de forma a evitar as actuais dificuldades criadas pela incumbente.

¹⁶ Entrevista do Ministro das Obras Públicas e Comunicações ao Diário Económico, no dia 13 de Novembro 2008.

¹⁷ O Secretário de Estado das Obras Públicas e Comunicações referiu numa entrevista ao Jornal de Negócios, no dia 11 de Novembro 2008, que o Estado deve assegurar a sua presença no sector das telecomunicações.

4.4. Factores chave de decisão para os clientes

Com a actual oferta existente em termos de telecomunicações integradas, os factores chave para a decisão dos clientes e que permitirá distinguir a empresa que os oferecer são:

- O produto âncora na linha fixa é a televisão, o que implica que a rede tem que permitir que esta chegue a casa dos clientes com qualidade;
- O preço da oferta como um todo: hoje em dia, os consumidores valorizam ter o serviço de telecomunicações num só operador (a excepção é o serviço móvel);
- A velocidade da internet é muito importante e mais uma vez a qualidade da rede determina o vencedor (a rede de nova geração permitirá oferecer internet a uma velocidade superior a 100 *Megabites* - MB);
- Um bom operador móvel com uma grande base de clientes que permita obter chamadas mais baratas; e
- Um operador com poucas falhas na rede nas diversas actividades será o vencedor, pois o sector das telecomunicações é o que suscita mais reclamações por parte dos consumidores¹⁸.

Note-se que a fusão da Sonaecom e da Zon permitiria a criação de um operador que poderia satisfazer estes factores críticos de decisão dos clientes.

¹⁸ O sector das telecomunicações é o que suscita mais reclamações junto da Associação Portuguesa para a Defesa dos Consumidores (DECO), segundo dados desta instituição.

5. ANÁLISE DAS EMPRESAS EM ESTUDO

Neste capítulo explicar-se-ão as actividades das empresas Sonaecom e Zon, as suas estruturas accionistas e a sua situação concorrencial.

Também se fará uma análise SWOT – análise dos Pontos Fortes (*Strenghts*) e Fracos (*Weaknesses*) de uma organização e sua relação com as Oportunidades (*Opportunities*) e Ameaças (*Threats*) para cada uma das empresas.

5.1. Sonaecom

A Sonaecom é a sub-holding do Grupo Sonae para a área de Telecomunicações, Media e Software e Sistemas de Informação. A empresa nasceu em 1994, com a ambição de ser a melhor prestadora de serviços de comunicações em Portugal, mas apenas em 1999 adoptou a designação pela qual ainda hoje é conhecida. Está cotada na Bolsa de Valores portuguesa desde 2000. A empresa é um operador de telecomunicações alternativo integrado, está presente apenas em Portugal, sendo constituído pelas seguintes empresas (Figura 5.1):

Figura 5.1 – Organigrama da Sonaecom

A Figura resume as áreas de negócio que compõe a Sonaecom.



A cronologia da empresa é a seguinte:

1994: Criação;

1998: Lançamento da Optimus;

1999: Adopção da designação de Sonaecom;

Aquisição do IP Global, mais tarde designado de Clix;

2000: Lançamento da Novis;

Oferta Pública de Venda (OPV) ao preço de 10€ por acção;

2003: 1º ano de FCFF positivo na Sonaecom;

2004: Lançamento da oferta de internet de banda larga Clix Mega ADSL;

2005: Lançamento da Rede4, serviço móvel de baixo custo;

Lançamento do Kanguru, oferta de internet através de banda larga portátil;

Concretização da fusão formal entre a Novis, Clix e KPN Qwest Portugal;

2007: Aquisição da Tele2 portuguesa e dos clientes residenciais da Oni.

Estrutura Accionista

A sua estrutura accionista é evidenciada na Tabela 5.1:

Tabela 5.1 – Estrutura Accionista da Sonaecom

Na Tabela é possível observar a estrutura accionista da Sonaecom, no final de 2008, em número de acções e percentagem de capital detido.

31-12-2008	%	Nº de Acções
Sontel BV (Sonae SGPS)	50,25%	184.052.872
France Telecom	19,19%	70.276.868
EDP	7,96%	29.150.000
SAC Capital	1,27%	4.663.623
Accionistas Institucionais	78,67%	288.143.363
Free-float	21,33%	78.103.505
Total	100,00%	366.246.868

Ao longo do trabalho optou-se pela focagem nas áreas de comunicações móveis e fixas, pois os outros dois negócios (media através do Público e sistemas de informação através da SSI) pesam pouco na actividade da empresa, com vai ser possível observar no capítulo 6.

Situação concorrencial actual

Neste momento, a Sonaecom depara-se com alguns problemas:

- i. Tem uma excelente rede móvel, mas tem uma quota relativamente reduzida (Optimus: 20%);
- ii. No mercado da linha fixa (*triple play* – voz, internet e televisão) vai ter que investir bastante em fibra óptica para se afirmar como um *player* com potencial, pois

actualmente tem uma quota de mercado reduzida e utiliza a rede da Portugal Telecom, pelo que não consegue garantir qualidade suficiente nos serviços que presta. Por outro lado, apesar da utilização da rede da PT ser regulada pela ANACOM, está sempre dependente de um concorrente;

- iii. Actualmente a concorrência no sector é irracional, com muitos *players* com posições pequenas em alguns segmentos, dispostos a vender abaixo do custo real, olhando para os investimentos numa lógica marginal, na expectativa de ganhar crescimento, enquanto na área principal estão sob ataque.

Exemplos deste fenómeno de forte concorrência são: a Zon tem uma abordagem de ataque em relação à voz fixa, enquanto a PT tem-no em relação à televisão. Por sua vez, a Vodafone tem essa abordagem em relação à internet fixa e, portanto, o resultante é que esta competição é prejudicial para todos, incluindo para a Sonaecom, que sendo um concorrente de menor dimensão, acaba por não poder entrar nesta guerra, pois no limite a sua sobrevivência poderia ficar em risco. Assim, nenhum operador cresce, ou cresce muito pouco e a respectiva rentabilidade sai sacrificada. Salienta-se que existem cenários de mercado com o mesmo interesse para o consumidor, mas com mais rentabilidade para o sector. Em conclusão, não se afigura razoável que a permanência de quatro *players* desequilibrados em vários segmentos seja viável e útil para um desenvolvimento a prazo do sector, e considera-se que a fusão Zon/Sonaecom seria a solução mais adequada e simples para a construção de um mercado mais equilibrado e competitivo.

Análise SWOT

Neste ponto pretende-se apurar o posicionamento da empresa através de uma análise SWOT.

Assim temos:

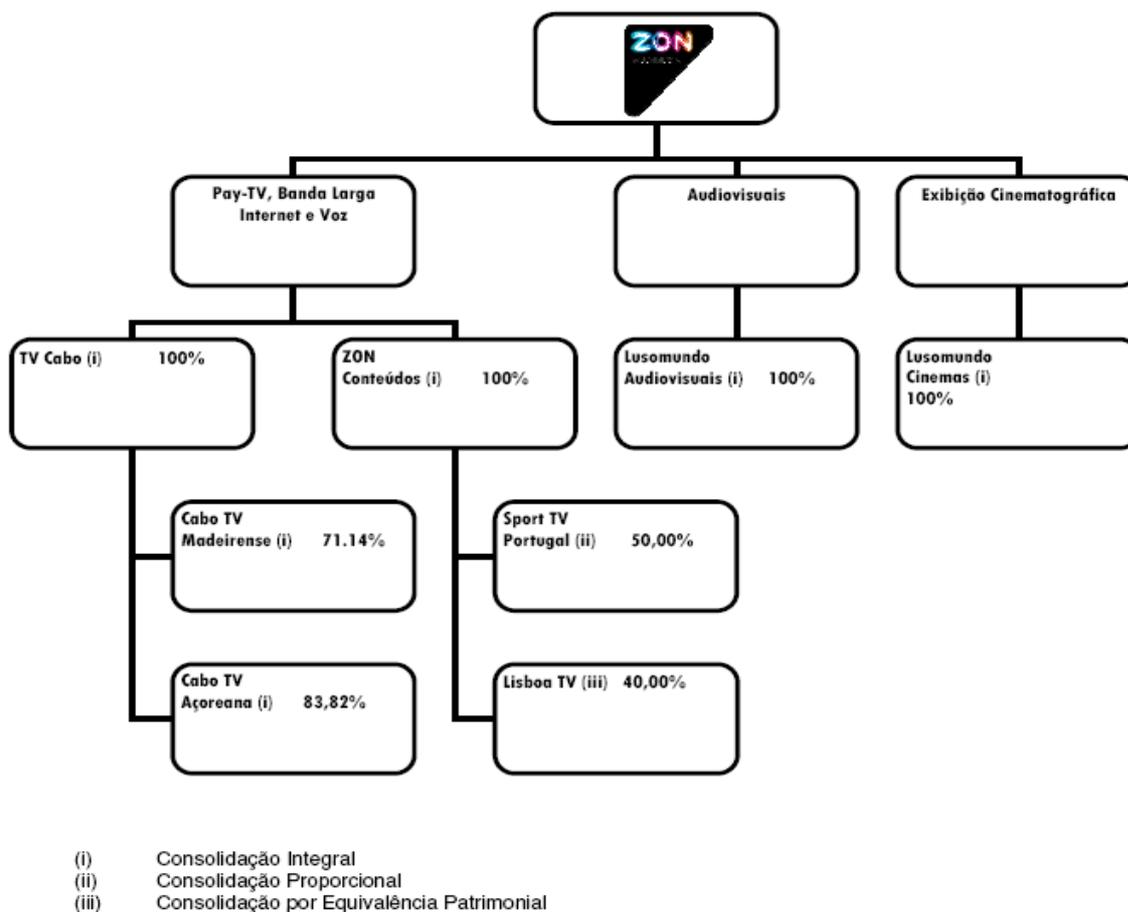
Pontos Fortes	Pontos Fracos
<ul style="list-style-type: none"> i) Operador integrado (Fixo – Móvel); ii) Operador forte na internet móvel. 	<ul style="list-style-type: none"> i) Oferta TV (cobre) pouco competitiva; ii) Aumento de concorrência no Fixo (Zon); iii) Investimento em fibra óptica absorve <i>Cash-Flow</i> (FCFF negativo); iv) Estratégia focada no <i>market share</i>.
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none"> i) O investimento na fibra óptica poderá trazer a dimensão crítica necessária para a estratégia da empresa, permitindo as sinergias e o <i>cross-selling</i> desejados. 	<ul style="list-style-type: none"> i) O facto da TV ser o produto mais importante para o cliente (produto âncora) leva a que, caso a empresa não tenha sucesso na fibra óptica, possa gerar FCFF negativo.

5.2. Zon

A Zon é uma empresa que oferece vários serviços aos seus clientes: televisão, internet, telefone fixo (voz) e também audiovisuais (detém a Lusomundo) – ver Figura 5.2.

Figura 5.2 – Organigrama da Zon

A Figura resume as áreas de negócio que compõe a Zon.



Estrutura Accionista

A sua estrutura accionista é apresentada na Tabela 5.2.

Tabela 5.2 – Estrutura Accionista da Zon

Na Tabela é possível observar a estrutura accionista da Zon, no final de 2008, em número de acções e percentagem de capital detido.

31-12-2008	%	Nº de Acções
Grupo CGD	15,09%	46.643.068
BPI	7,74%	23.929.242
Cinveste	5,79%	17.882.962
Telefónica	5,46%	16.879.406
Espirito Santo Irmãos	5,00%	15.455.000
Cofina	4,91%	15.183.444
Fundação José Berardo	4,34%	13.408.982
BES	3,98%	12.287.294
Joaquim Oliveira / Controlinveste	3,71%	11.458.280
Ongoing	3,16%	9.762.452
Visabeira	2,15%	6.641.930
ESAF	2,10%	6.488.219
Grupo SGC	2,00%	6.182.000
BES Vida	1,90%	5.886.508
Metalgest	1,29%	3.985.468
Accionistas Institucionais	68,61%	212.074.255
Free-float	31,39%	97.022.573
Total	100,00%	309.096.828

Situação concorrencial actual

A empresa está, actualmente, a lançar o serviço móvel de voz e internet para desta forma poder ter a oferta de todos os serviços que se enquadram no *quadruple play*. Para oferecer este produto aos seus clientes vai utilizar a rede da Vodafone, uma vez que não tem rede móvel própria (a qual implicaria um investimento muito elevado que dificilmente traria retorno).

O ponto forte da empresa é o serviço de televisão no qual detém uma quota de mercado elevada (no 2º trimestre de 2008 detinha uma quota de 74,3%). Esta forte base de subscritores tem estado sobre pressão, em face da nova oferta de televisão por parte da PT, através do produto MEO. No entanto, a empresa está, após o *spin-off* da PT, a promover o *cross-selling* na sua base de clientes para os serviços de voz e internet.

Tendo presente a actual saturação de mercado, a ZON pretende agora internacionalizar o negócio nomeadamente para África e América Latina.

A sua estratégia passa ainda por concorrer ao 5º canal de televisão generalista no concurso lançado pelo Governo, pois a ZON conta com a experiência da gestão de conteúdos da plataforma de cabo. No entanto, não se considera na avaliação este negócio, uma vez que ainda é incerto que a empresa ganhe o concurso, pois há outro candidato (Telecinco) a este novo canal. Acresce que este negócio nunca terá um peso muito significativo no Grupo, porque o retorno será sempre reduzido (a Zon, caso vença o concurso, já anunciou que deverá lançar um canal *low cost*).

Note-se que a empresa não tem a mesma pressão para a fusão do que a Sonaecom, pois tem um *cash flow* positivo e relativamente estável, devido à sua posição forte na televisão. Contudo, a complementaridade que a fusão permitiria e os ganhos que os accionistas poderiam obter através das sinergias criadas, levam a considerar que, caso os resultados da empresa desiludam nos próximos trimestres, a fusão se torne uma opção equacionável.

Análise SWOT

Fazendo uma análise SWOT para a Zon chega-se a:

<p style="text-align: center;">Pontos Fortes</p> <p>i) Rede de cabo chega a 56% das casas que representam 80% do PIB português; ii) Execução estratégia de <i>cross-selling</i> de Internet & Voz.</p>	<p style="text-align: center;">Pontos Fracos</p> <p>i) Perda de clientes de TV por subscrição (satélite).</p>
<p style="text-align: center;">Oportunidades</p> <p>i) Lançamento do serviço móvel de voz (6 meses); ii) Vencer o concurso para o 5º canal; iii) Internacionalização.</p>	<p style="text-align: center;">Ameaças</p> <p>i) O investimento em fibra óptica por parte dos concorrentes irá permitir que estes ofereçam um serviço de televisão de qualidade semelhante/melhor do que a Zon. Nessa altura, a empresa deverá estar pressionada na sua base de clientes.</p>

6. AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS EM ESTUDO

Neste capítulo ir-se-á proceder à avaliação das duas empresas (Sonaecom e Zon). Em primeiro lugar é importante referir que o ano zero considerado foi o de 2008 e o período previsional de 2009 a 2013. Toda a análise será feita utilizando a metodologia de preços correntes, que considera o efeito da inflação nos *cash flows*.

6.1. Análise da evolução da cotação

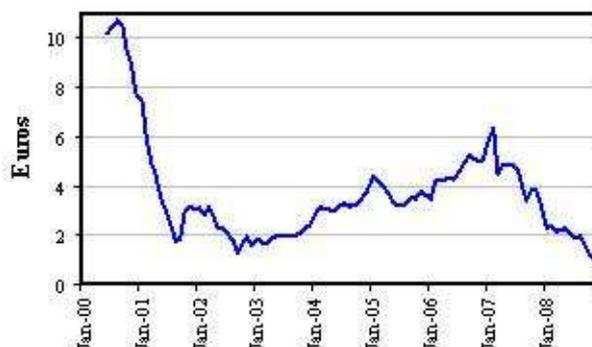
Sonaecom

A cotação da empresa encontra-se próximo de 1 euro (31 de Dezembro de 2008). Este valor está substancialmente abaixo do preço a que a empresa entrou em bolsa (10 euros) em 2000.

Depois do rebentar da bolha tecnológica (2001), a cotação da empresa chegou abaixo dos 2 euros, mas a retoma económica verificada após 2003 e o lançamento da Oferta Pública de Aquisição (OPA) sobre a PT, em 2005, levou a acção a superar os 7 euros, em resultado do valor de potenciais sinergias, na ordem dos 1,5 mil milhões de euros (sobretudo do mercado móvel), que se dividiriam pelos accionistas de ambas as empresas. O fracasso da OPA teve como consequência uma queda no preço da acção, ainda mais agravado após a percepção das grandes dificuldades da empresa em inverter a situação actual relacionada com a falta de dimensão. Os investidores têm vindo a penalizar mais a Sonaecom ao percepcionarem que o seu sucesso assenta na vontade de consolidar da Zon. O mercado já desconta que as sinergias que serão criadas com um potencial cenário de consolidação terão que pender mais para os investidores da Zon do que para os da Sonaecom. Ainda assim, considera-se que os accionistas da empresa não terão outra alternativa, que não a aceitação da consolidação.

Figura 6.1 – Performance da Sonaecom

Na Figura é possível observar a evolução da cotação da Sonaecom (em euros) no período entre Janeiro de 2000 e Dezembro de 2008.



Zon

O preço da acção encontra-se (final de 2008) nos 3,71 euros, valor muito próximo do mínimo histórico.

Com o fim da bolha tecnológica, a cotação da Zon chegou abaixo dos 3 euros. No entanto, após 2003, o preço da acção recuperou bastante, devido à reorganização da empresa e à propagação da rede de cabo, sobretudo através da televisão. Esse facto contribuiu para que a cotação recuperasse até perto dos 11 euros, valor que estabilizou durante o ano de 2007, pois com o *spin-off* da Zon do universo do Grupo PT, muitos investidores especularam sobre uma possível Oferta Pública de Aquisição (OPA) à empresa. No entanto, com as dificuldades de financiamento que entretanto se verificaram, o mercado deixou de acreditar na possibilidade de aquisição e consequentemente o preço da acção tem vindo a desvalorizar sucessivamente. Para além disso, também a estratégia da PT, com o lançamento do MEO para atingir o segmento de televisão, veio penalizar a evolução da Zon em bolsa.

No entanto, actualmente com a possibilidade de fusão com a Sonaecom a ser uma realidade e com o factor poder de negociação do seu lado, considera-se que o valor da cotação actual deverá estar muito próximo dos mínimos da acção.

Note-se que, com a actual desvalorização das acções da Zon e da Sonaecom, as sinergias que poderão ser criadas têm um impacto ainda mais significativo no acréscimo de capitalização bolsista das empresas.

Figura 6.2 – Performance da Zon

Na Figura é possível observar a evolução da cotação da Zon (em euros) no período entre Janeiro de 2000 e Dezembro de 2008.



6.2. Áreas de Negócio e Planos de Desenvolvimento

Neta secção vai-se analisar a evolução da conta de exploração da Sonaecom consolidada e das suas principais áreas de negócio: comunicações móveis (Optimus), comunicações fixas (Novis e Clix, actualmente denominada por Sonaecom Fixo - SCF), Software e Sistemas de Informação (SSI) e Media (Público). Irá proceder-se à mesma análise para as áreas da Zon: *pay-TV*, internet e voz e audiovisuais (inclui cinemas, distribuição de filmes e produtos audiovisuais). Em anexo são apresentadas as demonstrações financeiras consolidadas de ambas as empresas.

Proveitos Operacionais

Sonaecom

Os proveitos operacionais consolidados da Sonaecom ascenderam a 899,1 milhões de euros em 2007, estimando-se que em 2013 ultrapassem os 1.072 milhões de euros. Das quatro áreas de negócio da empresa, apenas a de linha fixa deverá registar um crescimento acima dos 3% em face do elevado investimento previsto pela empresa em fibra óptica na tentativa de criar uma dimensão que lhe permita obter economias de escala dentro do sector como um todo. Pressupõe-se que a tecnologia que a Sonaecom irá dispor vai permitir oferecer um serviço de qualidade no *triple play*, estimando-se consequentemente um crescimento mais forte dos proveitos.

Para o total de proveitos estima-se uma Taxa Composta de Crescimento Anual – *Compound Annual Growth Rate (CAGR)*¹⁹ – de 3% entre 2007 e 2013 (Tabela 6.1).

¹⁹ A CAGR é calculada apurando a raiz de N da percentagem total da taxa de crescimento, em que N é o número de anos no período existente. Assim tem-se:

$$\text{CAGR} = (\text{Valor Final}_{\text{AnoN}} \div \text{Valor inicial}_{\text{Ano0}})^{(1 \div N)} - 1$$

Tabela 6.1 – Proveitos Operacionais por Área de Negócio da Sonaecom

Na Tabela estão discriminadas as receitas estimadas provenientes de todas as áreas de negócio da Sonaecom, em milhões de euros, para o período de 2007 a 2013. Procedeu-se igualmente ao cálculo da taxa composta de crescimento anual (CAGR) por área de negócio (em percentagem).

Milhões de Euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 07-13
Optimus	656,4	676,1	662,9	656,1	654,3	674,0	694,2	0,9%
Crescimento		3,0%	-1,9%	-1,0%	-0,3%	3,0%	3,0%	
SCF	259,2	267,0	299,0	334,9	375,1	386,3	397,9	7,4%
Crescimento		3,0%	12,0%	12,0%	12,0%	3,0%	3,0%	
Público	33,4	34,4	35,4	36,5	37,6	38,7	39,9	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
SSI	79,9	82,3	84,7	87,3	89,9	92,6	95,4	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Ajustamentos intragrupo	-129,8	-133,7	-137,7	-141,8	-146,1	-150,4	-155,0	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Total	899,1	926,1	944,4	972,9	1010,9	1041,2	1072,4	3,0%
Crescimento		3,0%	2,0%	3,0%	3,9%	3,0%	3,0%	

A área de maior contribuição para os proveitos operacionais é a das comunicações móveis (Optimus), pese embora a sua perda de peso para a área de comunicações fixas (SCF), ao longo do período previsional. Este facto deve-se a duas razões:

- As receitas de interconexão na área de comunicações móveis que se prevê que aumentem 3% em 2008, deverão cair 15% em 2009, 25% em 2010 e 20% em 2011²⁰. Esta diminuição deve-se às medidas regulatórias tomadas pela ANACOM que impõem um corte nas tarifas de terminação de 11 para 6,5 cêntimos na TMN e na Vodafone já a partir de 2008 (de uma forma progressiva), enquanto a Optimus poderá continuar a receber 11 cêntimos até Outubro de 2009. Esta assimetria justifica-se, segundo o regulador, pelo facto de operadores com mais clientes terem vantagem em obter novos, pois as chamadas dentro do mesmo operador são mais baratas. O regulador deverá obrigar ainda, que, a partir de 2011, esse montante se situe em 5 cêntimos por chamada devido a imposições da União Europeia;
- Com o investimento em fibra óptica, a Sonaecom deverá ficar com uma oferta de produto de melhor qualidade, o que deverá levar a um aumento significativo das receitas na linha fixa (SCF) entre os anos de 2009 e 2011.

²⁰ Considera-se uma quebra destas receitas de 15% em 2009, 25% em 2010 e 20% em 2011, pois pressupõe-se que a receita de interconexão média por chamada passará de 11 cêntimos em 2008, para 9,5 cêntimos em 2009, 6,5 cêntimos em 2010 e 5 cêntimos em 2011. Em 2008, a Sonaecom continuará a receber os 11 cêntimos por chamada.

Nas restantes áreas de negócio, media (Público) e software e sistemas de informação (SSI), não se estimam variações dos respectivos pesos ao longo dos anos.

Desta forma, a área de linha fixa (SCF) deverá pesar 37% do total de proveitos, em 2013, enquanto, em 2007, representava apenas 29% (Tabela 6.2).

Tabela 6.2 – Estrutura de Proveitos Operacionais da Sonaecom

Na Tabela é possível observar o peso das diferentes áreas de negócio da Sonaecom em percentagem do total de proveitos operacionais para o período de 2007 a 2013.

Milhões de Euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Optimus	73%	73%	70%	67%	65%	65%	65%
SCF	29%	29%	32%	34%	37%	37%	37%
Público	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
SSI	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Ajustamentos intragrupo	-14%	-14%	-15%	-15%	-14%	-14%	-14%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Zon

Os proveitos operacionais da Zon atingiram os 715,7 milhões de euros em 2007, estimando-se que em 2013 cheguem aos 915 milhões de euros. Relativamente ao crescimento previsto para as áreas de negócio da Zon, considerou-se que estando o mercado de telecomunicações português numa fase de maturidade, as receitas provenientes de televisão, publicidade e audiovisuais deverão crescer à taxa de crescimento perpétuo – g_N (3%) – que será explicada no ponto 6.3. No entanto, como 2008 foi o primeiro ano que a empresa esteve autónoma da PT, o *cross-selling* que irá implementar na internet e na voz deverá permitir-lhe ter um crescimento de receitas interessante nestes segmentos. Assim, a empresa espera atingir um proveito de 35 milhões de euros na área de voz, em 2008 (1ª ano em que providenciou este serviço aos clientes de uma forma massificada), considerando-se que deverá manter taxas de crescimento interessantes nos próximos 3 anos. Por sua vez, na internet a empresa já estava a crescer acima do mercado e deverá reforçar essa evolução nos próximos anos, pois anteriormente tinha a concorrência “interna” da internet fornecida pela PT. Para o total de proveitos estima-se uma taxa composta de crescimento anual (CAGR) de 4,2% entre 2007 e 2013 (Tabela 6.3).

Tabela 6.3 – Proveitos Operacionais por Área de Negócio da Zon

Na Tabela estão discriminadas as receitas estimadas provenientes de todas as áreas de negócio da Zon, em milhões de euros, para o período de 2007 a 2013. Procedeu-se igualmente ao cálculo da taxa composta de crescimento anual (CAGR) por área de negócio (em percentagem).

Milhões de Euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 07-13
Televisão	455,0	468,6	482,7	497,1	512,1	527,4	543,2	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Internet	99,2	104,2	109,4	114,9	120,6	124,2	127,9	4,3%
Crescimento		5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	
Voz	1,0	35,0	39,2	43,9	49,2	50,6	52,2	93,4%
Crescimento		3414,1%	12,0%	12,0%	12,0%	3,0%	3,0%	
Publicidade	33,0	34,0	35,0	36,1	37,1	38,3	39,4	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Outras Receitas	41,4	42,6	43,9	45,2	46,6	48,0	49,4	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Total Televisão+ Internet+ Voz	629,5	684,4	710,1	737,2	765,5	788,5	812,2	4,3%
Crescimento		8,7%	3,8%	3,8%	3,8%	3,0%	3,0%	
Audiovisuais	108,0	111,2	114,6	118,0	121,6	125,2	129,0	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Ajustamentos de Holding	-21,9	-22,5	-23,2	-23,9	-24,6	-25,4	-26,1	3,0%
Crescimento		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Total	715,7	773,1	801,5	831,3	862,5	888,3	915,0	4,2%
Crescimento		8,0%	3,7%	3,7%	3,8%	3,0%	3,0%	

A área de maior contribuição para os proveitos operacionais é claramente a de televisão, que, no entanto, deverá perder algum peso com o crescimento da área de voz, que em 2007 tinha um peso nulo e, estima-se, deverá passar para 6% em 2013 (Tabela 6.4).

Tabela 6.4 – Estrutura de Proveitos Operacionais da Zon

Na Tabela é possível observar o peso das diferentes áreas de negócio da Zon em percentagem do total de proveitos operacionais para o período de 2007 a 2013.

Milhões de Euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Televisão	64%	61%	60%	60%	59%	59%	59%
Internet	14%	13%	14%	14%	14%	14%	14%
Voz	0%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
Publicidade	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Outras Receitas	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Audiovisuais	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Ajustamentos de Holding		-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Custos Operacionais

Sonaecom

A estrutura de custos da Sonaecom apresenta um peso predominante dos custos de interconexão (representam 26% do total de custos operacionais em 2013). No entanto, estes custos pela mesma razão apontada na explicação das receitas deverão cair, na área de comunicações móveis, 5% em valor absoluto em 2008²¹, 20% em 2009, 2010 e 2011, o que justifica a queda do seu peso nos custos totais (em 2013 representará 19%). O custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas (CMVMC), de marketing, fornecimentos e serviços externos (FSE) e os custos com pessoal têm pesos similares na estrutura de custos, representado ente 12 e 14% (Tabela 6.5 e Figura 6.3). Por sua vez, os custos de rede pesam 8%, enquanto as provisões e os outros custos apenas 2%.

Finalmente as amortizações ascendem a cerca de 18% do total de custos. Para estas utilizou-se uma taxa média de amortizações de 10%²².

Tabela 6.5 – Estrutura de Custos Operacionais da Sonaecom

Na Tabela é possível observar o peso das diferentes classes de custos em percentagem do total de custos operacionais da Sonaecom para o período de 2007 a 2013.

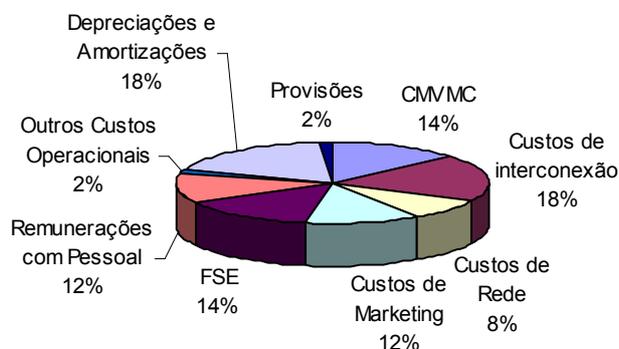
% dos Custos Operacionais	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
CMVMC	12%	12%	13%	13%	14%	14%	14%
Custos de interconexão	26%	25%	23%	21%	19%	19%	19%
Custos de Rede	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Custos de Marketing	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%
FSE	13%	13%	13%	14%	14%	14%	14%
Remunerações com Pessoal	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%
Outros Custos Operacionais	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Depreciações e Amortizações	16%	17%	17%	18%	18%	18%	18%
Provisões	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

²¹ A Sonaecom será protegida pelo regulador, com o objectivo de proteger o concorrente mais fraco, e continuará a receber 11 cêntimos de receita de interconexão média por chamada até Outubro de 2009. No entanto, começará a pagar menos aos seus concorrentes neste tipo de custo, já em 2008. Considera-se uma quebra destes custos de 5% em 2008 e de 20% em 2009, 2010 e 2011, pois pressupõe-se que os custos de interconexão por chamada passarão de 11 cêntimos em 2007, para 10,5 cêntimos em 2008, 8,5 cêntimos em 2009, 6,5 cêntimos em 2010 e 5 cêntimos em 2011.

²² Note-se que pelas Tabelas do Decreto Regulamentar Número 2/90 de 12 de Janeiro, que define o Regime das Reintegrações e Amortizações, a taxa de amortização de centrais de transmissão é de 12,5% e a de postos públicos e particulares de 10%. No entanto, também existem edifícios e outros activos com taxas mais reduzidas, pelo que segundo a empresa a taxa média de amortizações ronda os 10%.

Figura 6.3 – Estrutura de Custos da Sonaecom no ano 2013

Na Figura é possível observar a estrutura de custos prevista, por peso (em percentagem), da Sonaecom para o ano de 2013.



Zon

Os custos de programação e os fornecimentos e serviços externos são os principais contribuintes para a totalidade dos custos da Zon (representam 25% do total de custos operacionais em 2013). Os custos com pessoal também representam um peso importante (7%). O custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas, de marketing, de telecomunicações, comissões e provisões representam pesos reduzidos entre 2% a 4% (Tabela 6.6 e Figura 6.4).

Finalmente as amortizações ascendem a cerca de cerca de 20% do total de custos. Para estas utilizou-se, igualmente, uma taxa média de amortizações de 10%, pelas mesmas razões apontadas para a Sonaecom.

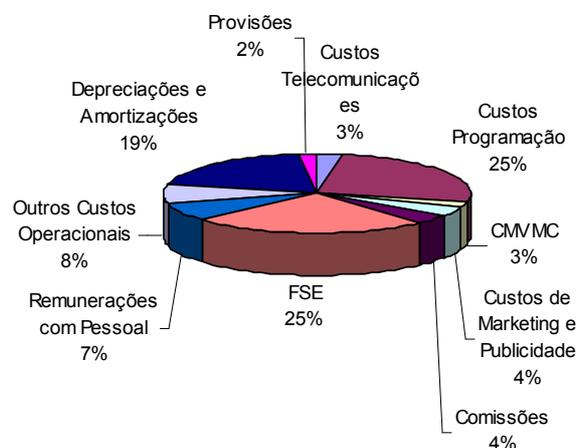
Tabela 6.6 – Estrutura de Custos Operacionais da Zon

Na Tabela é possível observar o peso das diferentes classes de custos em percentagem do total de custos operacionais da Zon para o período de 2007 a 2013.

% dos Custos Operacionais	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Custos Telecomunicações	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Custos Programação	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
CMVMC	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%
Custos de Marketing e Publicidade	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Comissões	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
FSE	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Remunerações com Pessoal	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Outros Custos Operacionais	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Depreciações e Amortizações	20%	20%	20%	19%	19%	19%	19%
Provisões	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Figura 6.4 – Estrutura de Custos da Zon no ano 2013

Na Figura é possível observar a estrutura de custos prevista, por peso (em percentagem), da Zon para o ano de 2013.



Rendibilidade dos Proveitos

Sonaecom

Ao nível operacional, a Sonaecom apresentou um *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations*, em 2007, de 162 milhões de euros. Estima-se que este

deverá atingir os 285,4 milhões, em 2013, o que representa um CAGR, entre 2007 e 2013, de cerca de 10%.

Os níveis de rentabilidade dos proveitos terão uma evolução positiva ao longo do tempo, decorrente da melhoria do negócio de linha fixa em termos de crescimento de receitas e eficiência, ascendendo o EBIT consolidado da Sonaecom a 10% das vendas em 2013. Ao nível da rentabilidade dos proveitos depois de impostos e encargos financeiros, estima-se um resultado líquido de 64,1 milhões de euros em 2013, o que corresponde uma rentabilidade líquida das vendas de 6%.

Em termos de crescimento de resultados líquidos espera-se que estes cresçam a uma taxa composta próxima dos 10% por ano até 2013 (Tabela 6.7).

Tabela 6.7 – Resultados Operacionais da Sonaecom

Na Tabela é possível observar a estimativa de EBITDA, EBIT, Resultados Antes de Impostos e Resultados Líquidos da Sonaecom, em milhões de euros, para o período considerado de 2007 a 2013 e dos pesos respectivos em percentagem dos proveitos totais.

Milhões de Euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 07-13
EBITDA	162,0	177,8	203,8	234,1	269,0	277,1	285,4	9,9%
% Proveitos	18%	19%	22%	24%	27%	27%	27%	
EBIT	22,0	26,3	47,8	74,2	105,7	108,9	112,1	31,2%
% Proveitos	2%	3%	5%	8%	10%	10%	10%	
Resultados antes de Impostos	0,5	-0,8	18,4	44,2	76,8	82,2	88,1	134,5%
% Proveitos	0%	0%	2%	5%	8%	8%	8%	
Resultados Líquidos	36,8	-0,6	13,4	32,2	55,8	59,8	64,1	9,7%
% Proveitos	4%	0%	1%	3%	6%	6%	6%	

A Optimus será sempre a área de maior contribuição para o EBITDA, embora em 2013, o peso da área de comunicações fixas (SCF) tenda a aproximar-se deste negócio, atingindo um EBITDA de cerca de 100 milhões de euros. A área de software e sistemas de informação terá uma contribuição reduzida (5,5 milhões de euros), enquanto o Público terá um EBITDA negativo.

Durante o período de 2007 a 2013 prevê-se uma evolução positiva da rentabilidade do EBITDA consolidado, que ascenderá a 27% dos proveitos da Sonaecom em 2013. Para esta melhoria destaca-se o comportamento da área de linha fixa, com uma taxa composta de crescimento anual do EBITDA, no período mencionado, de 47,3% e uma margem EBITDA que deverá passar dos actuais 4% para cerca de 25% em 2013 (ver Tabela 6.8 e Figura 6.5).

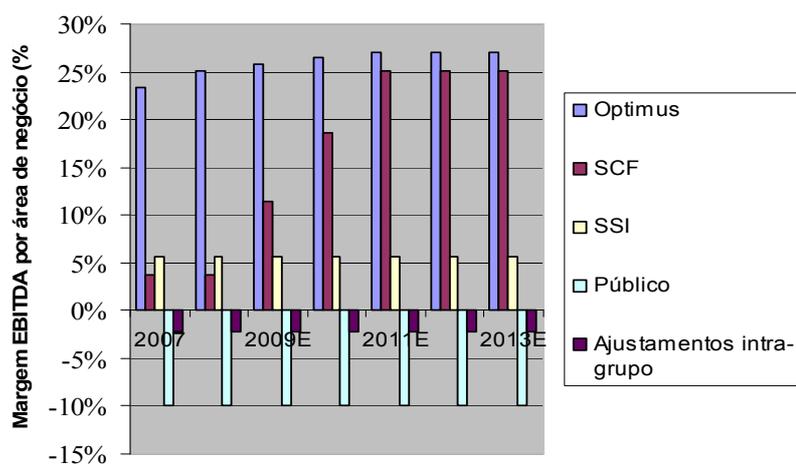
Tabela 6.8 – EBITDA por Área de Negócio da Sonaecom

Na Tabela está discriminado o EBITDA estimado proveniente de todas as áreas de negócio da Sonaecom, em milhões de euros, para o período de 2007 a 2013 e a respectiva margem (EBITDA ÷ Proveitos de cada segmento de negócio).

Milhões de Euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 07-13
Optimus	153,7	169,3	171,0	173,3	176,3	181,6	187,1	3,3%
Mg. EBITDA	23%	25%	26%	26%	27%	27%	27%	
SCF	9,8	10,1	34,4	62,4	94,4	97,2	100,1	47,3%
Mg. EBITDA	4%	4%	12%	19%	25%	25%	25%	
SSI	4,6	4,7	4,9	5,0	5,2	5,3	5,5	3,0%
Mg. EBITDA	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
Público	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	3,0%
Mg. EBITDA	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	
Ajustamentos intra-grupo	-2,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	3,0%
Mg. EBITDA	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	

Figura 6.5 – EBITDA por Área de Negócio da Sonaecom

Na Figura é possível ver a evolução da margem EBITDA estimada por área de negócio da Sonaecom (em percentagem) para o período de 2007 a 2013.



Zon

A nível operacional, a Zon apresentou um EBITDA de 220,2 milhões de euros em 2007 e deverá atingir os 323,4 milhões em 2013, o que representa um CAGR, entre 2007 e 2013, de 6,6%.

A rentabilidade dos proveitos irá ter uma evolução positiva ao longo do período previsional, devendo a margem EBITDA e a margem EBIT atingir, respectivamente, 35% e 20% em 2013.

Estima-se um resultado líquido de 117,3 milhões de euros em 2013, o que representa uma rentabilidade líquida dos proveitos de 13%. Este resultado deverá crescer a uma taxa próxima de 15% (Tabela 6.9). Note-se que, o resultado líquido foi penalizado em 21,5 milhões de euros em 2007, em consequência de custos de reestruturação relacionados com o *spin-off*, pelo que esta taxa de crescimento composta seria inferior caso se retirasse esse impacto.

No caso da Zon só é possível fazer a análise do EBITDA como um todo, uma vez que não existe informação disponível que permita efectuar a sua desagregação por área de negócio.

Tabela 6.9 – Resultados Operacionais da Zon

Na Tabela é possível observar a estimativa de EBITDA, EBIT, Resultados Antes de Impostos e Resultados Líquidos da Zon, em milhões de euros, para o período considerado de 2007 a 2013. Apresenta-se igualmente a evolução de cada uma destas rubricas em percentagem dos proveitos totais.

Milhões de Euros	2007	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	CAGR 07-13
EBITDA	220,2	262,8	275,9	289,9	304,8	314,0	323,4	6,6%
% Proveitos	31%	34%	34%	35%	35%	35%	35%	
EBIT	98,1	137,9	148,5	160,2	172,6	177,8	183,1	11,0%
% Proveitos	14%	18%	19%	19%	20%	20%	20%	
Resultados antes de Impostos	69,8	127,5	127,8	142,1	156,1	162,4	168,8	15,9%
% Proveitos	10%	16%	16%	17%	18%	18%	18%	
Resultados Líquidos	48,9	88,6	88,8	98,7	108,4	112,9	117,3	15,7%
% Proveitos	7%	11%	11%	12%	13%	13%	13%	

Investimento em Capital Fixo (*Capex*)

Sonaecom

A Sonaecom irá levar a cabo um forte investimento em capital fixo nos próximos anos, o que irá suportar o elevado crescimento da actividade. Desta forma, o investimento em capital fixo deverá atingir os 1.139 milhões de euros no período de 2008 a 2013. Em termos de distribuição temporal, deverão ser realizados fortes investimentos entre 2008 e 2011, que representarão cerca de 20% dos proveitos totais. A taxa de reinvestimento do EBITDA é muito elevada, sobretudo no início do período considerado (chegará a atingir os 111% em 2008), mas estima-se que estabilizará nos 63% em 2013 (Tabela 6.10).

Tabela 6.10 – Investimento em Capital Fixo da Sonaecom

Na Tabela é possível observar o *capex* e o EBITDA, em milhões de euros, e o rácio *Capex/Proveitos* e *Capex/EBITDA* (em percentagem), de forma a perceber a capacidade de investimento da Sonaecom para o período de 2007 a 2013.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>Capex</i>	164,4	197,7	195,8	194,7	194,4	175,6	180,8
<i>Capex/Proveitos Operacionais</i>	18%	21%	21%	20%	19%	17%	17%
EBITDA	162,0	177,8	203,8	234,1	269,0	277,1	285,4
<i>Capex/EBITDA</i>	101%	111%	96%	83%	72%	63%	63%

Em 2013, a taxa de reinvestimento de 63%, traduz que o EBITDA será aproximadamente de 1,57 vezes superior ao *capex*, um valor confortável que evidencia a capacidade que a Sonaecom terá em acompanhar o progresso tecnológico, que é fundamental neste sector.

Em termos de distribuição por área de negócio, as comunicações móveis (Optimus) e fixas (SCF) absorvem praticamente todo o investimento. Nas comunicações móveis, em 2008 serão realizados fortes investimentos (145 milhões de euros na melhoria da rede móvel com vista à angariação de novos clientes no segmento de internet móvel) e nas comunicações fixas, a empresa já anunciou um plano de investimento de 240 milhões de euros em fibra óptica entre 2009 e 2011 (Tabela 6.11 e Figura 6.6).

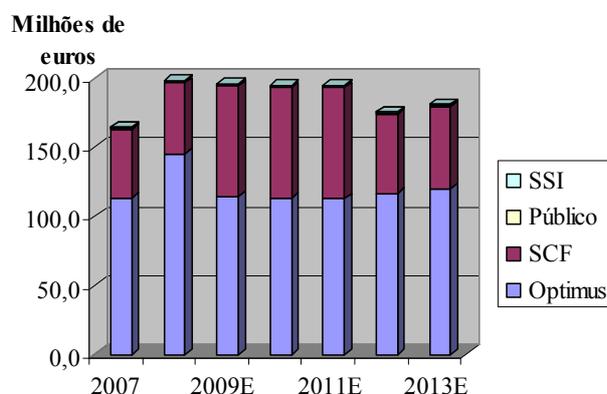
Tabela 6.11 – *Capex* estimado da Sonaecom por área de negócio

Na Tabela pode-se observar o *capex* estimado da Sonaecom por área de negócio, em milhões de euros, para o período 2007 a 2013. Note-se que o Público e a SSI assumem valores residuais.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Optimus	113,2	145,0	114,3	113,1	112,8	116,2	119,7
SCF	49,8	51,3	80,0	80,0	80,0	57,7	59,5
Público	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
SSI	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Consolidado	164,4	197,7	195,8	194,7	194,4	175,6	180,8

Figura 6.6 – Evolução do *Capex* por Área de Negócio da Sonaecom

Na Figura é possível observar a evolução do *capex* estimado por área de negócio da Sonaecom, em milhões de euros, para o período de 2007 a 2013. Note-se que o Público e a SSI assumem valores residuais.



Zon

A empresa apresenta um *target* de investimento em capital fixo de 150 milhões de euros por ano para o período de 2008 a 2010, estimando-se que deverá atingir os 931 milhões de euros entre 2008 e 2013 (ver Tabela 6.12 e Figura 6.7). O investimento deverá ocorrer de uma forma equilibrada em termos de montante anual (representando cerca de 18% dos proveitos totais em 2013).

A taxa de reinvestimento deverá atingir os 51% em 2013, pelo que se conclui que a empresa apresenta um rácio EBITDA/*capex* de 2 vezes, encontrando-se numa situação confortável para poder investir em novos negócios e mercados.

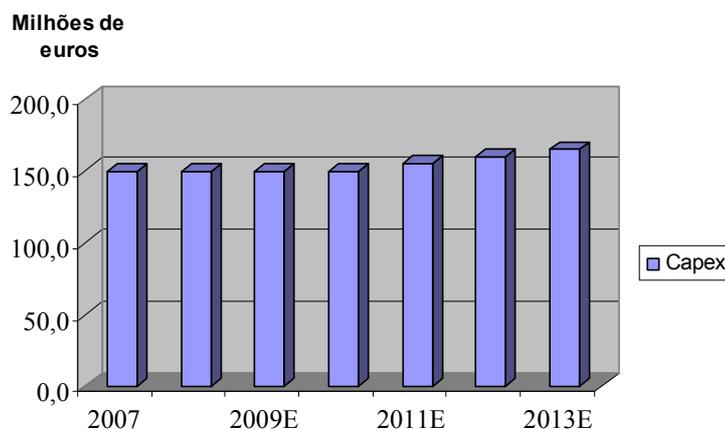
Tabela 6.12 – Investimento em Capital Fixo da Zon

Na Tabela é possível observar o *capex* e o EBITDA, em milhões de euros, e o rácio *Capex*/Proveitos e *Capex*/EBITDA, em percentagem, de forma a perceber a capacidade de investimento da Zon para o período de 2007 a 2013.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>Capex</i>	150,0	150,0	150,0	150,0	155,6	160,3	165,1
<i>Capex</i> /Proveitos Operacionais	21%	19%	19%	18%	18%	18%	18%
EBITDA	220,2	262,8	275,9	289,9	304,8	314,0	323,4
<i>Capex</i> /EBITDA	68%	57%	54%	52%	51%	51%	51%

Figura 6.7 – Evolução do *Capex* da Zon

Nesta Figura é possível observar a evolução do *capex* estimado da Zon, em milhões de euros, para o período de 2007 a 2013.



Investimento em Fundo de Maneio Necessário

No caso do sector das telecomunicações o Fundo de Maneio Necessário é normalmente negativo, devido ao facto de ser um negócio caracterizado por um muito reduzido prazo médio de recebimentos²³.

Nas avaliações considerou-se que o crescimento do Fundo de Maneio Necessário acompanha o crescimento dos proveitos.

Para se chegar ao valor do investimento em Fundo de Maneio usaram-se as equações (1.3 a 1.6) da secção 2.

Sonaecom

Na Sonaecom, o Fundo de Maneio Necessário representa -14% do total de proveitos e prevê-se que esta percentagem se mantenha estável ao longo do período previsional, atingindo esta rubrica um valor de - 153,2 milhões de euros em 2013. Por sua vez, o Investimento em Fundo de Maneio será de - 4,5 milhões de euros, traduzindo a libertação de meios com carácter de permanência para a actividade (Tabela 6.13).

²³ No sector das telecomunicações os clientes pagam muito cedo (por exemplo: cartões pré-pagos), enquanto os pagamentos aos fornecedores ocorrem mais tarde.

Tabela 6.13 – Investimento em Fundo de Maneio da Sonaecom

Na Tabela é possível observar a estimativa para o Investimento em Fundo de Maneio Necessário da Sonaecom, em milhões de euros, para o período de 2007 a 2013.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Créditos de Curto Prazo	296,8	305,7	311,8	321,2	333,7	343,7	354,0
Existências	24,0	24,8	25,2	26,0	27,0	27,8	28,7
Necessidades Financeiras de Exploração	320,9	330,5	337,0	347,2	360,7	371,6	382,7
Recursos Financeiros de Exploração	449,3	462,8	472,0	486,2	505,2	520,3	535,9
Fundo de Maneio Necessário	-128,5	-132,3	-134,9	-139,0	-144,4	-148,8	-153,2
% Proveitos	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%	-14%
Investimento em Fundo de Maneio	-28,4	-3,9	-2,6	-4,1	-5,4	-4,3	-4,5

Zon

Na Zon, o Fundo de Maneio Necessário representa -19% do total de proveitos, e prevê-se que esse peso se mantenha estável ao longo do período previsional. Desta forma, atingirá - 175,9 milhões de euros em 2013.

Por sua vez, o Investimento em Fundo de Maneio será de - 5,1 milhões de euros, ou seja, significa que ficam meios libertos para o negócio tal como no caso da Sonaecom (Tabela 6.14).

Tabela 6.14 – Investimento em Fundo de Maneio da Zon

Na Tabela é possível observar a estimativa para o Investimento em Fundo de Maneio Necessário da Zon, em milhões de euros, para o período de 2007 a 2013.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Créditos de Curto Prazo	179,7	194,1	201,3	208,7	216,6	223,1	229,8
Existências	29,9	32,3	33,4	34,7	36,0	37,1	38,2
Necessidades Financeiras de Exploração	209,6	226,4	234,7	243,4	252,5	260,1	267,9
Recursos Financeiros de Exploração	347,2	375,0	388,8	403,3	418,4	430,9	443,9
Fundo de Maneio Necessário	-137,6	-148,7	-154,1	-159,8	-165,8	-170,8	-175,9
% Proveitos	-19%	-19%	-19%	-19%	-19%	-19%	-19%
Investimento em Fundo de Maneio	-73,4	-11,0	-5,5	-5,7	-6,0	-5,0	-5,1

Estrutura de Capitais

Sonaecom

Em 2005, a empresa fez um aumento de capital em espécie, no qual o accionista France Telecom passou de minoritário na Novis, Clix e Optimus para accionista da Sonaecom. Este reforço de capital levou ao equilíbrio do nível de alavancagem financeira da empresa. Como é

possível verificar na Tabela 6.15, a dívida representará cerca de 25% do capital total em 2013 apesar do forte plano de investimento, valor que está em linha com a média do sector (também 25%). Note-se que a natureza deste negócio obriga a que as empresas disponham de fundos próprios para poderem acompanhar as constantes inovações tecnológicas e tirar partido das oportunidades de negócio que exigem rapidez de decisão, não podendo estar muito dependentes do mercado de crédito.

Tabela 6.15 – Estrutura de Capitais da Sonaecom

Na Tabela é possível observar os dados estimados referentes ao passivo financeiro, ao capital próprio contabilístico, ao capital total e ao rácio de alavancagem financeira da Sonaecom, de forma a perceber a evolução da estrutura de capitais ao longo do período considerado (2007-13). O Capital Próprio inclui os interesses minoritários.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Passivo Financeiro	373,8	416,9	435,6	432,9	407,5	373,0	336,8
Capital Próprio	935,4	934,9	948,4	970,2	1000,9	1016,6	1033,5
Capital Total	1309,2	1351,8	1384,0	1403,1	1408,3	1389,6	1370,4
Passivo Financeiro / Capital Total	29%	31%	31%	31%	29%	27%	25%
Capital Próprio / Capital Total	71%	69%	69%	69%	71%	73%	75%
Passivo Financeiro / Capital Próprio	40%	45%	46%	45%	41%	37%	33%

Em relação à Autonomia Financeira, a empresa apresenta um rácio superior a 50%, encontrando-se equilibrada do ponto de vista da sua estrutura de financiamentos através de fundo próprios e capitais alheios. (Tabela 6.16).

Tabela 6.16 – Autonomia Financeira da Sonaecom

Na Tabela é possível observar a evolução da Autonomia Financeira (Capital Próprio/Activo Total) da Sonaecom ao longo do período considerado (2007-13).

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Capital Próprio	935,4	934,9	948,4	970,2	1000,9	1016,6	1033,5
Activo Total	1758,5	1814,6	1856,0	1889,3	1913,5	1909,9	1906,3
Autonomia Financeira	53%	52%	51%	51%	52%	53%	54%

Zon

A Zon vai pagar um dividendo de 50 cêntimos por acção, em 2008, referente a 2007, 20 dos quais recorrentes e 30 referentes a um dividendo extraordinário. Esta forte remuneração accionista tem como consequência uma diminuição dos capitais próprios, pois a empresa não

gerou resultados suficientes para pagar um dividendo tão elevado, tendo de suportar este pagamento com reservas. Note-se que a dimensão deste dividendo ficou-se a dever a promessas realizadas aos accionistas ainda quando a empresa se encontrava dentro do universo PT.

No entanto, a Zon deverá reduzir progressivamente a sua alavancagem financeira até 2013, devido à estabilização do *capex* e ao facto de se estimar um aumento sustentado do EBITDA. Assim, a dívida representará 28% do capital total em 2013, valor que está ligeiramente acima dos comparáveis do sector (Tabela 6.17).

Tabela 6.17 – Estrutura de Capitais da Zon

Na Tabela é possível observar os dados estimados referentes ao passivo financeiro, ao capital próprio contabilístico, ao capital total e ao rácio de alavancagem financeira da Zon, de forma a perceber a evolução da estrutura de capitais ao longo do período considerado (2007-13). O Capital Próprio inclui os interesses minoritários.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Passivo Financeiro	264,0	305,1	265,3	239,1	220,7	207,1	193,0
Capital Próprio	389,0	328,1	351,2	384,5	420,3	452,9	486,7
Capital Total	652,9	633,3	616,5	623,6	641,0	660,1	679,7
Passivo Financeiro / Capital Total	40%	48%	43%	38%	34%	31%	28%
Capital Próprio / Capital Total	60%	52%	57%	62%	66%	69%	72%
Passivo Financeiro / Capital Próprio	68%	93%	76%	62%	53%	46%	40%

Em relação à Autonomia Financeira, a empresa apresentará um rácio acima dos 40% em 2013, pelo que se encontra em boa situação financeira (ver Tabela 6.18).

Tabela 6.18 – Autonomia Financeira da Zon

Na Tabela é possível observar a evolução da Autonomia Financeira (Capital Próprio/Activo Total) da Zon ao longo do período considerado (2007-13)

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Capital Próprio	389,0	328,1	351,2	384,5	420,3	452,9	486,7
Activo Total	1000,1	1008,3	1005,3	1026,9	1059,4	1091,0	1123,6
Autonomia Financeira	39%	33%	35%	37%	40%	42%	43%

Política de distribuição de Resultados

Sonaecom

A política de distribuição de resultados aos accionistas deverá consistir num *payout* de 80% a partir de 2009, uma vez que, em 2008, os resultados líquidos deverão situar-se muito próximos de zero. Note-se que o accionista maioritário (Sonae SGPS) já investiu bastante no negócio de telecomunicações e ainda não obteve retorno, pelo que pretenderá receber dividendos o mais rapidamente possível. Por outro lado, é importante para o mercado que a empresa sinalize o pagamento de dividendos, pois os investidores atribuem um valor positivo a esse facto. Assume-se que estes 80% de *payout* serão para manter no futuro.

Zon

Em 2008 a Zon pagou um dividendo ordinário de 20 cêntimos, referente ao exercício de 2007. Para além disso pagou um dividendo extraordinário de 30 cêntimos. Este valor excedeu os resultados líquidos obtidos em resultado do processo do *spin-off* da PT, tendo sido uma forma de remunerar os seus accionistas. No futuro, considera-se que a empresa deverá voltar a pagar um *payout ratio* em linha com o dos anos anteriores a 2007, ou seja, de 80%.

Rácios de Rendibilidade

Sonaecom

Os rácios de rendibilidade demonstram o fraco retorno do negócio tornando-se evidente a necessidade de tomada de medidas por parte dos accionistas. O *Return on Equity*²⁴ deverá atingir um valor muito próximo de 0% em 2008, embora se preveja que aumente para 6% em 2013. Por sua vez, o *Return on Capital Employed*²⁵ deverá chegar a 8% em 2013 (Tabela 6.19).

²⁴ O ROE é dado pelo quociente Resultado Líquido/Capital Próprio.

²⁵ O RoCE é dado pelo quociente EBIT/Capital Investido.

Tabela 6.19 – Rácios de Rendibilidade da Sonaecom

Na Tabela é possível observar a evolução do ROE e do RoCE da Sonaecom, ambos em percentagem, ao longo do período considerado (2007-13).

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Resultado Líquido	36,8	-0,6	13,4	32,2	55,8	59,8	64,1
Capital Próprio	934,6	934,0	947,4	968,8	998,9	1014,1	1030,3
ROE	4%	0%	1%	3%	6%	6%	6%
EBIT	22,0	26,3	47,8	74,2	105,7	108,9	112,1
Capital Investido	1309,2	1351,8	1384,0	1403,1	1408,3	1389,6	1370,4
RoCE	2%	2%	3%	5%	8%	8%	8%

Zon

Os rácios de rendibilidade estão em níveis interessantes, com o *Return on Equity* a atingir 24% em 2013. Note-se que, o ROE, em 2007, está bastante abaixo dos restantes anos estimados, pois registaram-se 21,5 milhões de euros de custos de reestruturação relacionados com o *spin-off* que penalizaram os resultados líquidos.

Por sua vez, o *Return on Capital Employed* deverá chegar a 27%, em 2013, com o sucesso da estratégia de *cross-selling* implementada pela empresa nas áreas de voz e internet (Tabela 6.20).

Tabela 6.20 – Rácios de Rendibilidade da Zon

Na Tabela é possível observar a evolução do ROE e do RoCE da Zon, ambos em percentagem, ao longo do período considerado (2007-13)

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Resultado Líquido	48,9	88,6	88,8	98,7	108,4	112,9	117,3
Capital Próprio	389,0	328,1	351,2	384,5	420,3	452,9	486,7
ROE	13%	27%	25%	26%	26%	25%	24%
EBIT	98,1	137,9	148,5	160,2	172,6	177,8	183,1
Capital Investido	652,9	633,3	616,5	623,6	641,0	660,1	679,7
RoCE	15%	22%	24%	26%	27%	27%	27%

6.3. Avaliação: *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

Neste ponto vai-se avaliar a Sonaecom e a Zon utilizando a metodologia do *Free Cash Flow to the Firm*, ou seja, vão-se determinar os *cash flows* gerados pela empresa para remunerar os investidores.

Os FCFF foram obtidos utilizando a expressão (1.1) na secção 2.

A taxa de imposto utilizada foi a taxa marginal de imposto sobre os lucros e corresponde à taxa de Imposto sobre o Rendimento Colectivo (IRC) da República Portuguesa (25%) acrescida da taxa de derrama (1,5%).

Sonaecom

Estima-se que a Sonaecom apresente um FCFF negativo em 2008 e 2009, devido ao forte investimento que a empresa irá realizar na sua rede móvel e sobretudo em fibra óptica, o qual só deverá ter retorno mais tarde. Em 2013, prevê-se que o FCFF atinja 79,3 milhões de euros (Tabela 6.21).

Tabela 6.21 – Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* da Sonaecom

Na Tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF da Sonaecom ao longo do período considerado (2007-13).

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
EBIT	22,0	26,3	47,8	74,2	105,7	108,9	112,1
Impostos	5,8	7,0	12,7	19,7	28,0	28,8	29,7
EBIT (1-t)	16,2	19,3	35,1	54,5	77,7	80,0	82,4
Depreciações e Amortizações	140,0	151,6	156,0	159,9	163,4	168,3	173,3
Investimento em Capital fixo	164,4	197,7	195,8	194,7	194,4	175,6	180,8
Investimento em Fundo de Maneio	-28,4	-3,9	-2,6	-4,1	-5,4	-4,3	-4,5
FCFF	20,1	-23,0	-2,1	23,8	52,0	77,0	79,3

Zon

A Zon já apresenta e deverá continuar a apresentar um *cash flow* forte e consistente num sector que é tradicionalmente defensivo. Em 2013, prevê-se que o FCFF atinja 114,9 milhões de euros (Tabela 6.22).

Tabela 6.22 – Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* da Zon

Na Tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF da Zon ao longo do período considerado (2007-13).

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
EBIT	98,1	137,9	148,5	160,2	172,6	177,8	183,1
Impostos	26,0	36,5	39,4	42,5	45,7	47,1	48,5
EBIT (1-t)	72,1	101,4	109,1	117,8	126,8	130,6	134,6
Depreciações e Amortizações	122,1	124,9	127,4	129,7	132,2	136,2	140,3
Investimento em Capital fixo	150,0	150,0	150,0	150,0	155,6	160,3	165,1
Investimento em Fundo de Maneio	-73,4	-11,0	-5,5	-5,7	-6,0	-5,0	-5,1
FCFF	117,7	87,3	92,0	103,1	109,5	111,5	114,9

Estimação do Custo de Capital

Para se descontar os *cash flows* com vista à obtenção do valor do negócio, vai-se utilizar o custo médio ponderado de capital (*WACC*).

Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Re)

A taxa de rendibilidade desejada pelos accionistas foi estimada utilizando a expressão (1.9) deduzida com base nos pressupostos do CAPM.

A taxa de juro sem risco considerada foi a *yield* das obrigações do tesouro alemão a 10 anos que, em meados de 2008, se situava nos 4,5%.

O prémio de risco histórico do mercado foi estimado em 5% e reflecte o prémio de risco das empresas da Europa Ocidental. Para se chegar a este valor seguiu-se as estimativas apresentadas por Damodaran²⁶. Decidiu-se não sobrevalorizar este valor, apesar do actual aumento da volatilidade do mercado accionista, uma vez que o valor histórico já incorpora valores de crise e de “*boom*”.

Para o β e utilizou-se a estimativa fornecida pela Bloomberg (face ao Eurostoxx 50), ou seja, 0,90 para a Sonaecom e 0,74 para a Zon.

Estes dados estão todos alinhados pelos parâmetros da Europa devido ao sector das telecomunicações e destas duas empresas estarem totalmente sujeitas e integradas na competitividade do sector das Comunicações no universo da UE.

²⁶ Este dado é possível obter no site de Damodaran - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tabela 6.23 – Rendibilidade Exigida pelos Accionistas da Sonaecom

Na Tabela é possível observar a rendibilidade desejada pelos accionistas da Sonaecom em equilíbrio.

	%
Taxa de juro sem risco (Rf)	4,5%
Prémio de Risco (Rm-Rf)	5,0%
Beta alavancado (β_e)	0,90
Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Re)	9,00%

Note-se que a rendibilidade exigida pelos accionistas é superior ao *Return on Equity* (na secção 6.2 foi estimado em 6% para 2013), pelo que se justifica que os accionistas da empresa tomem alguma medida para inverter esta situação.

Tabela 6.24 – Rendibilidade Exigida pelos Accionistas da Zon

Na Tabela é possível observar a rendibilidade desejada pelos accionistas da Zon em equilíbrio.

	%
Taxa de juro sem risco (Rf)	4,5%
Prémio de Risco (Rm-Rf)	5,0%
Beta alavancado (β_e)	0,74
Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Re)	8,20%

Quanto à Zon, o seu *Return on Equity* é bastante elevado face à rendibilidade exigida pelos seus accionistas (prevê-se que atinja os 24% em 2013 - secção 6.2), pelo que os seus accionistas não estão tão pressionados para que ocorra a fusão.

Taxa de juro média da dívida (Rd)

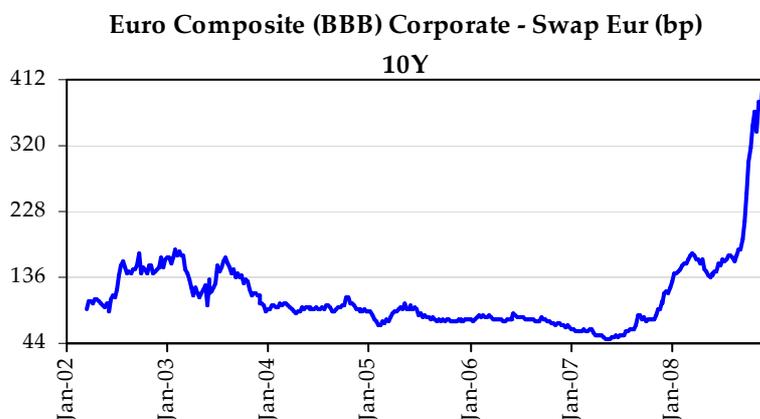
Para estimarmos o custo da dívida de cada empresa usou-se a taxa de juro sem risco (Rf), acrescida do *spread* de mercado ajustado ao nível de *rating* da empresa.

No presente caso, devido às actuais condições adversas no mercado de crédito arbitrou-se um valor para o *spread* tomando em consideração o *spread* de mercado para empresas com *rating* BBB.

Na Figura 6.8 é possível verificar o recente aumento dos *spreads* com a instabilidade no sistema financeiro derivada da crise do *sub-prime*:

Figura 6.8 – Spreads de crédito de empresas com *rating* BBB

Na Figura é possível observar o diferencial de preço (*spread* de crédito), em pontos básicos, de empresas com *rating* BBB para a taxa de juro da Zona Euro (*Swap Eur* 10 anos) para emissões obrigacionistas.



No caso da Sonaecom e da Zon, o custo médio da dívida foi de, respectivamente 6,1% e 3,1% em 2007. Contudo, estima-se que, em 2008, deverá aumentar para 7,5%, devido às condições actuais do mercado que levam a perspectivar que, quando for necessário assegurar o *roll-over* da dívida, o preçário será mais desfavorável às empresas (300bp acima da taxa de juro sem risco)²⁷. A Zon evidencia muita dívida de curto prazo e daí o preço mais baixo pago até 2007, mas terá que assegurar o *roll-over* desta dívida ao longo de 2008 e 2009 (também o facto de se enquadrar dentro do Grupo PT permitia-lhe ter uma taxa de financiamento mais baixa).

Em conclusão, a Sonaecom e a Zon não têm classificações de *rating* internacionais, pelo que se vai assumir que suportarão um *spread* semelhante a empresas com classificação BBB (300 pontos básicos).

Custo médio ponderado de capital (*WACC*)

A taxa de actualização deve reflectir o custo da estrutura de capitais a utilizar pelo grupo. Por um lado, o custo dos capitais alheios corrigidos pelo efeito da poupança fiscal que lhe está associada. Por outro, o custo do capital próprio que é dado pelo nível de taxa de remuneração exigida pelos accionistas. A ponderação a atribuir resulta da estrutura de capitais a preços de mercado.

²⁷ A Caixa Geral de Depósitos (rating A+ pela Standard&Poors) emitiu obrigações com um prazo de 5 anos e pagou 225 pontos básicos de *spread*, pelo que sendo a função da banca pedir dinheiro emprestado a quem tem excesso de recursos e cedê-los a quem não os tem obtendo pelo meio uma margem, conclui-se que o preçário de dívida será bastante mais elevado daqui para a frente.

O rácio de dívida sobre o capital total ($D / (D+E)$) considerado na avaliação da Sonaecom e da Zon, é de 25% (média do sector das telecomunicações), e consequentemente o rácio dos capitais próprios sobre o capital total ($E / (D+E)$) será de 75%.

O valor obtido, utilizando a equação (1.7), traduz o custo médio ponderado do capital e corresponde à taxa média de remuneração dos capitais investidos.

Tabela 6.25 –WACC: *Weighted Average Cost of Capital* da Sonaecom

Na Tabela 6.25 é possível observar o custo médio ponderado de capital (taxa de desconto) dos *cash-flows* da Sonaecom (em percentagem).

%	
Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Re)	9,00%
Taxa de juro média da dívida (Rd)	7,50%
Taxa de Imposto	26,5%
Custo da dívida após impostos (Rd (1-t))	5,51%
D / (D+E)	25%
WACC	8,13%

Tabela 6.26 –WACC: *Weighted Average Cost of Capital* da Zon

Na Tabela 6.26 é possível observar o custo médio ponderado de capital (taxa de desconto) dos *cash-flows* da Zon (em percentagem).

%	
Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Re)	8,20%
Taxa de juro média da dívida (Rd)	7,50%
Taxa de Imposto	26,5%
Custo da dívida após impostos (Rd (1-t))	5,51%
D / (D+E)	25%
WACC	7,53%

Note-se que derivado do facto do beta da Zon ser bastante inferior ao da Sonaecom, o seu WACC é inferior em 60 pontos básicos, o que demonstra o menor perfil de risco da Zon que tem *cash flows* bastante resilientes.

Valor de Continuidade

Para efeitos de avaliação da empresa, é necessário estimar o seu valor no final do horizonte temporal de projecções financeiras (ano 2013), ou seja, o valor de continuidade. Para este

efeito tem que se projectar os *cash flows* com base numa taxa nominal de crescimento sustentável de longo prazo²⁸.

Usualmente estima-se que o crescimento perpétuo (g_N) seja muito semelhante à taxa de inflação objectivo por parte do Banco Central Europeu (2%), acrescida da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) português previsto – utilizou-se a média dos últimos 10 anos (1%) – ver Tabela 6.27 e Figura 6.9.

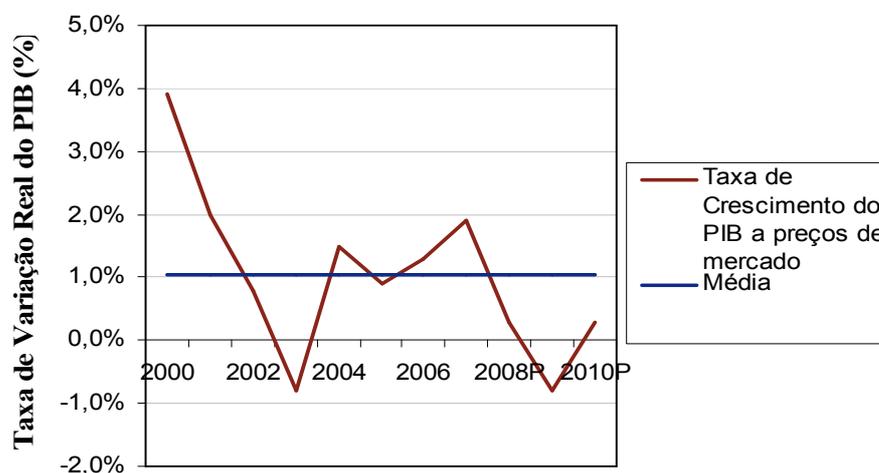
Tabela 6.27 – Evolução da Taxa de crescimento real do PIB em Portugal²⁹

Na Tabela 6.27 é possível observar a taxa de crescimento real do PIB português (em percentagem), entre 2000 e 2010. Para os anos de 2008, 2009 e 2010 apresentam-se estimativas do Banco de Portugal - Boletim Económico de Inverno (2008). Com base nestes dados chegou-se a uma média de 1% de crescimento para o período em causa.

%	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008P	2009E	2010E	Média
Taxa de Crescimento do PIB (a preços de mercado)	3,9%	2,0%	0,8%	-0,8%	1,5%	0,9%	1,3%	1,9%	0,3%	-0,8%	0,3%	1,0%

Figura 6.9 – Taxa de crescimento real do PIB em Portugal face à média

Na Figura é possível observar a evolução da taxa de crescimento real do PIB, em Portugal, de 2000 a 2010, em relação à média dos 10 anos considerados.



²⁸ Esta taxa pode ser modelizada no pressuposto de que a empresa se abstém de solicitar aumentos de capital aos seus accionistas e reporta uma razão entre os lucros por acção e o respectivo valor contabilístico de ROE. Perante este facto, o valor contabilístico das acções crescerá anualmente apenas por via da retenção de lucros, a uma taxa dada pelo produto de ROE e da taxa de retenção. Mantendo-se esta constante, os dividendos crescerão anualmente a essa mesma taxa, isto é: $g = ROE \times (1 - p)$, onde ROE designa a rentabilidade dos capitais próprios e p o rácio de distribuição de dividendos. Com esta definição, para 2013, a Sonaecom e a Zon teriam uma taxa de crescimento sustentável de, respectivamente, 1,2% e 4,8%. No entanto, usualmente, calcula-se esta taxa como o somatório da taxa de inflação acrescida da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB).

²⁹ Os dados relativos ao PIB até 2007 foram retirados dos Boletins Estatísticos do Banco de Portugal.

Deste modo, utilizando-se a expressão (1.15) obtém-se:

$$g_N = (1,01 \times 1,02) - 1 \approx 3\%$$

O valor de continuidade é tratado como uma perpetuidade com crescimento constante e obtém-se utilizando a fórmula (1.13).

Sonaecom

Estimou-se um valor de continuidade de 1.599,3 milhões de euros (Tabela 6.28), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2008, de 1.082,1 milhões de euros.

Zon

No caso da avaliação da Zon, chegou-se a um valor de continuidade de 2.624,9 milhões de euros (Tabela 6.29), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2008, de 1.826 milhões de euros.

Valor do Negócio

Depois de determinados os FCFF, o valor de continuidade e o WACC, pode-se determinar o valor do negócio da empresa. Este corresponde ao somatório do valor dos *cash flows* futuros actualizados da empresa, os quais ocorrem nas fases previsional e de continuidade (equação 1.16).

Note-se que para se obter o valor da fase previsional, há que somar os cash-flows descontados de acordo com a expressão (1.12).

Sonaecom

Na Sonaecom, o valor do negócio tendo como referência a data de 31 de Dezembro de 2008 foi estimado em 1.228,6 milhões de euros (Tabela 6.28).

Tabela 6.28 – Valor do Negócio da Sonaecom³⁰

Na Tabela é possível observar o valor do negócio da Sonaecom, em milhões de euros, no final de 2008.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
FCFF	20,1	-23,0	-2,1	23,8	52,0	77,0	79,3
Taxa de Crescimento na perpetuidade							3,0%
Valor da Perpetuidade							1.599,3
WACC		8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%	8,13%
Factor de Desconto		1,00	0,92	0,86	0,79	0,73	0,68
FCFF Descontado		-23,0	-1,9	20,4	41,2	56,3	1135,7
Valor do Negócio							1.228,6

Zon

Para a Zon, o valor do negócio, tendo como referência a mesma data, foi estimado em 2.339,5 milhões de euros (Tabela 6.29).

Tabela 6.29 – Valor do Negócio da Zon

Na Tabela é possível observar o valor do negócio da Zon, em milhões de euros, no final de 2008.

Milhões de euros	2007	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
FCFF	117,7	87,3	92,0	103,1	109,5	111,5	114,9
Taxa de Crescimento na perpetuidade							3,0%
Valor da Perpetuidade							2.624,9
WACC		7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%
Factor de Desconto		1,00	0,93	0,86	0,80	0,75	0,70
FCFF Descontado		87,3	85,6	89,2	88,0	83,4	1905,9
Valor do Negócio							2.339,5

Firm Value

Em ambas as empresas os activos extra-exploração existentes são os valores em Caixa e Depósitos Bancários. Desta forma, pela expressão (1.17) obtém-se o valor do *Firm Value*, que representa o valor de mercado dos activos.

³⁰ O factor de desconto no ano N é calculado da seguinte forma: $\text{Factor de Desconto}_N = 1 \div (1 + \text{WACC})^N$ em que $N=0,1,2,3,4$ e 5 . N é o ano a que se refere o factor de desconto, sendo o ano de 2008 o ano zero da avaliação.

Sonaecom

Para a Sonaecom, obteve-se um *Firm Value* de 1.312,5 milhões de euros (Tabela 6.30).

Tabela 6.30 – *Firm Value* da Sonaecom

Na Tabela é possível observar o *Firm Value* da Sonaecom, em milhões de euros, no final de 2008.

Milhões de euros	2008P
Valor do Negócio	1.228,6
Dep. Bancários e Caixa	83,9
<i>Firm Value</i>	1.312,5

Zon

Por sua vez, para a Zon estimou-se um *Firm Value* de 2.406,4 milhões de euros (Tabela 6.31).

Tabela 6.31 – *Firm Value* da Zon

Na Tabela é possível observar o *Firm Value* da Zon, em milhões de euros, no final de 2008.

Milhões de euros	2008P
Valor do Negócio	2.339,5
Dep. Bancários e Caixa	66,9
<i>Firm Value</i>	2.406,4

Valor dos Capitais Próprios

Para se obter o Valor dos Capitais Próprios tem que se subtrair o Passivo Financeiro e os Interesses Minoritários ao *Firm Value* (equação 1.18). Dividindo o Valor dos Capitais Próprios pelo número de acções obtém-se o Valor por Acção (equação 1.19).

Sonaecom

Chegou-se a um valor do capital próprio de 894,7 milhões de euros. Dividindo pelo número total de acções da empresa (actualmente 366,2 milhões), obtém-se o valor por acção de 2,44 euros (Tabela 6.32).

Tabela 6.32 - Valor por Acção da Sonaecom

Na Tabela é possível observar o valor por acção da Sonaecom, em milhões de euros, no final de 2008.

Milhões de euros	2008P
Firm Value	1.312,5
Passivo Financeiro	416,9
Interesses Minoritários	0,9
Valor dos Capitais Próprios	894,7
Número de acções (milhões)	366,2
Preço por acção (euros)	2,44

Zon

Ao valor de avaliação da Zon têm de se subtrair os dividendos que serão pagos em 2008. Na Sonaecom não se efectuou essa correcção, uma vez que a empresa ainda não paga dividendos. Desta forma, obteve-se um valor para o capital próprio de 1.932 milhões de euros. Dividindo pelo número total de acções da empresa (309,1 milhões), chegou-se ao valor por acção de 6,25 euros (Tabela 6.33).

Tabela 6.33 – Valor por Acção da Zon

Na Tabela é possível observar o valor por acção da Zon, em milhões de euros, no final de 2008.

Milhões de euros	2008P
Firm Value	2.406,4
Passivo Financeiro	305,1
Dividendos a pagar em 2008	154,5
Interesses Minoritários	14,7
Valor dos Capitais Próprios	1.932,0
Número de acções (milhões)	309,1
Preço por acção (euros)	6,25

6.4. Análise de sensibilidade

Como é possível observar, o peso do valor de continuidade é muito elevado. Assim, optou-se por fazer uma análise de sensibilidade à taxa de crescimento da perpetuidade (g_N). O valor considerado para as duas empresas foi de 3%, pelo que para a presente análise se considerou um intervalo de 2% a 4%. O valor de avaliação da empresa também é particularmente sensível ao WACC, pelo que também se considerou esta variável para a análise de

sensibilidade (intervalo de 7,63% a 8,63% e de 7,03% a 8,03%, para a Sonaecom e para a Zon respectivamente).

Sonaecom

O valor de cada acção varia bastante consoante a oscilação das variáveis taxa de crescimento perpétuo do negócio (g_N) e WACC. No cenário mais pessimista (correspondente a g_N mais baixa e ao WACC mais alto) o valor por acção situa-se em 1,71 euros, enquanto no cenário inverso, mais optimista, chega-se a 3,77 euros (Tabela 6.34).

Tabela 6.34 – Análise de Sensibilidade da Sonaecom

Na Tabela é possível observar uma análise de sensibilidade do valor por acção da Sonaecom (em euros), para final de 2008, em função da variação da taxa de crescimento perpétuo do negócio (g_N) e do WACC.

Análise de Sensibilidade (euros)		Taxa de Crescimento Perpétuo (%)				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,63%	2,25	2,52	2,85	3,25	3,77
	8,13%	1,96	2,18	2,44	2,76	3,16
	8,63%	1,71	1,89	2,11	2,37	2,68

Zon

Por sua vez, na Zon, no cenário mais pessimista, o valor por acção situa-se em 4,65 euros, enquanto no cenário mais optimista chega-se a 9,42 euros (Tabela 6.35).

Tabela 6.35 – Análise de Sensibilidade da Zon

Na Tabela é possível observar uma análise de sensibilidade do valor por acção da Zon (em euros), para final de 2008, em função da variação da taxa de crescimento perpétuo do negócio (g_N) e do WACC.

Análise de Sensibilidade (euros)		Taxa de Crescimento Perpétuo (%)				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	7,03%	5,80	6,41	7,16	8,13	9,42
	7,53%	5,18	5,66	6,25	6,98	7,93
	8,03%	4,65	5,05	5,52	6,09	6,81

6.5. Avaliação por múltiplos de mercado

Os múltiplos de mercado utilizados para se chegar a uma avaliação das empresas em estudo foram o EV/Proveitos e o EV/EBITDA.

Estes múltiplos são frequentemente utilizados para comparar empresas de um mesmo sector de actividade com perfis semelhantes. De facto, complementam uma análise pelo *Free Cash Flow to the Firm*, dada a dificuldade em prever algumas variáveis, como o crescimento das vendas ou o impacto que novos negócios podem ter no valor da empresa.

O EV/EBITDA fornece informação de grande utilidade, uma vez que relaciona as margens de lucro operacional (excluindo potenciais problemas derivados de diferentes políticas de amortização ou de planos de investimento desfasados) com os valores dos capitais investidos na empresa. Assim, é possível apurar o número de anos necessários para que o *cash flow* operacional compense os capitais investidos. Para empresas com um forte crescimento é usual este rácio ser bastante mais elevado do que para empresas com crescimentos mais baixos.

Sonaecom

Utilizando os dados da avaliação realizada obtém-se, para a Sonaecom, em 2008, um múltiplo de mercado EV/Proveitos de 0,8x e EV/EBITDA de 3,9x (Tabela 6.36).

Tabela 6.36 – Múltiplos de Mercado da Sonaecom utilizando os dados da avaliação

A partir da capitalização bolsista do final de 2008 e dos dados da avaliação individual da Sonaecom, nomeadamente os Activos Extra-Exploração, o Passivo Financeiro e os Interesses Minoritários, obtém-se o Valor de Negócio (EV) de mercado. Se fizermos o quociente deste com as estimativas obtidas para os proveitos e o EBITDA consegue-se apurar o rácio EV/Proveitos e EV/EBITDA de mercado da Sonaecom em número de vezes.

Milhões de euros	2008P
Capitalização Bolsista	368,1
Activos Extra-Exploração	83,9
Passivo Financeiro	416,9
Interesses Minoritários	0,9
Valor do Negócio de Mercado (EV)	702,0
Proveitos	926,1
EBITDA	177,8
EV/Proveitos	0,8 x
EV/EBITDA	3,9 x

Para se chegar à média das empresas comparáveis teve que se procurar essencialmente operadores móveis, pois em 2008, o peso desta área nas receitas da Sonaecom deverá atingir

73%. Desta forma, utilizando os dados fornecidos pela *Thomson Financial*, em 31 de Dezembro de 2008, obtém-se os seguintes valores para os rácios do sector (Tabela 6.37):

Tabela 6.37 – Múltiplos do Sector dos Operadores Móveis

Na Tabela 6.37 é possível observar os múltiplos EV/Proveitos e EV/EBITDA, em número de vezes, das empresas comparáveis com a Sonaecom ponderados pela capitalização bolsista.

2008.12.31	Cap Bolsista (milhões de euros)	EV/Proveitos 2008	EV/EBITDA 2008
Operadores Móveis (média)	85.159	2,5 x	6,8 x
Vodafone	76.795	2,5 x	7,0 x
Mobistar	3.099	2,2 x	5,8 x
Mobile Telesystems	171	2,9 x	5,9 x
Telefonica O2 Czech Republic	5.093	2,1 x	4,9 x

O múltiplo EV/ Proveitos aponta para um valor de avaliação de cada acção de 5,38 euros, enquanto que pelo EV/EBITDA se chega a 2,4 euros – ver Tabela 6.38. Estes valores demonstram que a empresa está a negociar abaixo do sector (no final de 2008, a cotação da Sonaecom estava em 1,01 euros), reflectindo que o mercado não acredita que a empresa consiga ter sucesso no mercado de comunicações fixas. Os investidores esperam um crescimento menor da empresa face aos seus comparáveis, motivo que justifica o seu desconto actual.

Tabela 6.38 – Avaliação da Sonaecom utilizando os Múltiplos do Sector

A partir dos múltiplos do sector é possível, usando as estimativas obtidas para os proveitos e para o EBITDA da Sonaecom, em 2008, chegar ao valor por acção.

	Média do Sector	Valor do Negócio Implícito (milhões de euros)	Valor por Acção (euros)
EV/Proveitos 2008	2,5 x	2.302,9	5,38
EV/EBITDA 2008	6,8 x	1.211,2	2,40

Zon

Utilizando os dados da avaliação realizada para a Zon, em 2008, obtém-se um múltiplo EV/Proveitos de 1,8x e um EV/EBITDA de 5,3x (Tabela 6.39).

Tabela 6.39 – Múltiplos de Mercado da Zon utilizando os dados da avaliação

A partir da capitalização bolsista do final de 2008 e dos dados da avaliação individual da Zon, nomeadamente os Activos Extra-Exploração, o Passivo Financeiro e os Interesses Minoritários, obtém-se o Valor de Negócio (EV) de mercado. Se fizermos o quociente deste com as estimativas obtidas para os proveitos e o EBITDA consegue-se apurar o rácio EV/Proveitos e EV/EBITDA de mercado da Zon em número de vezes.

Milhões de euros	2008P
Capitalização Bolsista	1.146,7
Activos Extra-Exploração	66,9
Passivo Financeiro Líquido	305,1
Interesses Minoritários	14,7
Valor do Negócio de Mercado (EV)	1.399,7
Proveitos	773,1
EBITDA	262,8
EV/Proveitos	1,8 x
EV/EBITDA	5,3 x

Os melhores comparáveis são os operadores de televisão, pois as receitas da Zon provenientes dessa área de negócio têm um peso muito significativo (61%). Deste modo, recorrendo aos dados fornecidos pela *Thomson Financial*, em 31 de Dezembro de 2008, chega-se a (Tabela 6.40):

Tabela 6.40 – Múltiplos do Sector dos Operadores de Televisão

Na Tabela é possível observar os múltiplos EV/Proveitos e EV/EBITDA, em número de vezes, das empresas comparáveis com a Zon ponderados pela capitalização bolsista.

2008.12.31	Cap Bolsista (milhões de euros)	EV/Revenues 2008	EV/EBITDA 2008
Operadores de TV (média)	7.439	2,5 x	6,9 x
Virgin Media	1.059	1,5 x	4,9 x
Telenet	1.354	3,3 x	6,8 x
Fastweb	1.651	1,8 x	5,8 x
Iliad	3.375	2,7 x	8,1 x

Fazendo uma avaliação através do múltiplo EV/ Proveitos do sector, chega-se a um valor por acção de 4,84 euros, enquanto pelo EV/EBITDA obtém-se 4,55 euros. Conclui-se, assim, que a empresa está a negociar abaixo dos comparáveis (no final de 2008, a cotação da Zon estava em 3,71 euros), traduzindo o receio dos investidores relativamente ao impacto negativo do

ataque da PT à base de subscritores da Zon no segmento da televisão, penalizando o crescimento futuro da empresa – ver Tabela 6.41.

Tabela 6.41 – Avaliação da Zon utilizando os Múltiplos do Sector

A partir dos múltiplos do sector é possível, usando as estimativas obtidas para os proveitos e para o EBITDA da Zon em 2008, chegar ao valor por acção.

	Média do Sector	Valor do Negócio Implícito (milhões de euros)	Valor por Acção (euros)
EV/Proveitos 2008	2,5 x	1.903,7	4,84
EV/EBITDA 2008	6,9 x	1.812,9	4,55

7. A FUSÃO

No cenário de fusão entre a Zon e a Sonaecom, seria criada uma empresa que teria receitas de 1,7 mil milhões de euros, ultrapassando desta forma a facturação actual da Vodafone. Em termos de dimensão, seria criado o segundo maior *player* do sector, com uma base de clientes de 3 milhões no mercado móvel e de 1,5 milhões no *pay-TV*.

Esta nova empresa poderia ter muitas sinergias ao nível dos custos, reduzindo os gastos em infra-estruturas e em alguns serviços e apresentaria uma boa base de clientes para explorar o *cross-selling*. Para além disso, tratando-se de duas empresas que se complementam, originariam um *player* muito completo para poder concorrer com a PT, com uma rede independente de linha fixa (cabo) e móvel (a da Optimus).

Assume-se que a fusão entre a Sonaecom e a Zon ocorreria em 2008, mas só teria impacto nas contas de 2009.

Proveitos Operacionais

Ao nível das receitas, estima-se que não haveriam impactos nas avaliações feitas, pois apesar da área de comunicações fixas (SCF) da Sonaecom ir investir menos que os 240 milhões de euros anunciados em fibra óptica, entre 2009-11 (pois já não teria essa necessidade) a empresa resultante da fusão ficaria melhor em termos concorrenciais e, conseqüentemente, deveria aguentar as receitas conjuntas estimadas, pois deveria evidenciar algum *pricing power*. Desta forma, a empresa resultante atingiria quase 2 mil milhões de receitas em 2013 (Tabela 7.1).

Por área de negócio, a queda nas receitas da Optimus deve-se, como já foi referido, à redução das tarifas de terminação móveis que actualmente situa-se em 11 cêntimos por chamada e irá ser reduzida, até 2011, para um valor de 5 cêntimos. Por sua vez, na área de linha fixa (Internet + TV + Voz), as receitas teriam um crescimento superior às outras áreas devido ao *cross-selling* que a futura empresa levaria a cabo sobre a sua nova base de clientes.

As restantes áreas deverão crescer à taxa de crescimento sustentável, ou seja 3%³¹.

³¹ Note-se que as receitas intragrupo estimadas são as actuais das duas empresas separadas a crescerem a uma taxa de 3% ao ano. Não há informação disponível que permita, objectivamente, estimar estas receitas doutra forma.

Tabela 7.1 – Proveitos Operacionais por Área de Negócio da futura empresa

Na Tabela estão discriminadas as receitas estimadas provenientes de todas as áreas de negócio da futura empresa resultante da fusão entre a Sonaecom e a Zon, em milhões de euros, para o período considerado (2008-13). Na área de Internet + TV + Voz já estão incluídas as receitas da Sonaecom Fixo (SCF).

Milhões de Euros	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 08-13
Optimus	676,1	662,9	656,1	654,3	674,0	694,2	0,5%
Crescimento	3,0%	-1,9%	-1,0%	-0,3%	3,0%	3,0%	
Internet + TV + Voz	951,4	1.009,2	1.072,1	1.140,6	1.174,8	1.210,1	4,9%
Crescimento	7,0%	6,1%	6,2%	6,4%	3,0%	3,0%	
Público	34,4	35,4	36,5	37,6	38,7	39,9	3,0%
Crescimento	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
SSI	82,3	84,7	87,3	89,9	92,6	95,4	3,0%
Crescimento	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Audiovisuais	111,2	114,6	118,0	121,6	125,2	129,0	3,0%
Crescimento	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Ajustamentos intragrupo	-156,2	-160,9	-165,7	-170,7	-175,8	-181,1	3,0%
Crescimento	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Total	1.699,2	1.746,0	1.804,2	1.873,3	1.929,5	1.987,4	3,2%
Crescimento	5,2%	2,8%	3,3%	3,8%	3,0%	3,0%	

A futura empresa ficaria bastante mais equilibrada em termos do peso das áreas de negócio tendo como referência uma empresa de telecomunicações, com a área de comunicações móveis a pesar 35% das receitas geradas, enquanto a de comunicações fixas atingiria os 61% em 2013 (Tabela 7.2).

Tabela 7.2 – Estrutura de Proveitos Operacionais da futura empresa

Na Tabela é possível observar o peso (em percentagem) das diferentes áreas de negócio na estrutura de proveitos operacionais da futura empresa resultante da fusão da Zon com a Sonaecom para o período de 2008 a 2013.

Milhões de Euros	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Optimus	40%	38%	36%	35%	35%	35%
Internet + TV + Voz	56%	58%	59%	61%	61%	61%
Público	2%	2%	2%	2%	2%	2%
SSI	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Audiovisuais	7%	7%	7%	6%	6%	6%
Ajustamentos intragrupo	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%	-9%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Custos operacionais

A fusão das duas empresas teria uma influência significativa ao nível dos custos. As sinergias criadas seriam muito significativas na área de linha fixa (não se consideraram cortes nas demais áreas de negócio de forma a se manter o conservadorismo da análise).

Desta forma, a partir de 2009, estima-se que os custos operacionais da empresa resultante referentes à área de comunicações fixas da Sonaecom (SCF) caiam 18% ao ano, face aos custos desta empresa isoladamente, devido sobretudo ao corte que se verificaria nos fornecimentos e serviços externos, custos de rede, de marketing e com pessoal (Tabela 7.3).

Tabela 7.3 – Variação de custos na Sonaecom Fixo com a fusão

Na Tabela é possível observar a queda (em percentagem) das diferentes classes de custos operacionais da Sonaecom Fixo (SCF) para o período de 2008 a 2013, devido às sinergias criadas, caso ocorresse a fusão entre a Zon e a Sonaecom.

% dos Custos Operacionais	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
CMVMC	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Custos de interconexão	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Custos de Rede	0%	-35%	-35%	-35%	-35%	-35%
Custos de Marketing	0%	-50%	-50%	-50%	-50%	-50%
FSE	0%	-40%	-40%	-40%	-40%	-40%
Remunerações com Pessoal	0%	-40%	-40%	-40%	-40%	-40%
Outros Custos Operacionais	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Provisões	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Depreciações e Amortizações	0%	-8%	-12%	-16%	-16%	-16%
Total	0%	-17%	-18%	-18%	-18%	-18%

As estimativas referentes às variações de custos apresentadas na Tabela 7.3, devem-se aos seguintes pressupostos de evolução:

- Custos de Rede: deveriam sofrer uma redução de cerca de 35%, uma vez que os clientes da Sonaecom Fixo seriam migrados para a rede da Zon e conseqüentemente, estima-se que seria desnecessário manter custos tão elevados, pois parte da rede da SCF não seria necessária;
- Custos de Marketing: a área de linha fixa ficaria com uma marca única que seria a Zon, pelo que os custos de Marketing poderiam ser reduzidos substancialmente, para cerca de 50%;
- Fornecimentos e Serviços Externos: o aumento da dimensão da empresa e a sua reorganização levaria a uma poupança neste tipo de custos, que poderia chegar a 40%.
- Remunerações com pessoal: a Sonaecom Fixo tem actualmente 192 empregados e poderia reduzir 40% dos seus quadros (78 pessoas), o que representaria uma poupança de custos na mesma percentagem;

- Depreciações e amortizações: como a empresa deixaria de investir montantes tão elevados, as amortizações seriam reduzidas em função dos novos valores de investimento.

Em termos monetários, é possível concluir que a quebra nos custos de rede e de fornecimentos e serviços externos seria a grande responsável pelas sinergias criadas (Tabela 7.4).

Tabela 7.4 – Poupança de custos na Sonaecom Fixo com a fusão

Na Tabela é possível observar a queda, em milhões de euros, das diferentes classes de custos operacionais da Sonaecom Fixo (SCF) para o período de 2008 a 2013, devido às sinergias criadas, caso ocorresse a fusão entre a Zon e a Sonaecom.

Milhões de euros	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
CMVMC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Custos de interconexão	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Custos de Rede	0,0	-15,6	-16,1	-16,5	-17,0	-17,6
Custos de Marketing	0,0	-9,8	-10,1	-10,4	-10,7	-11,0
FSE	0,0	-19,5	-20,1	-20,7	-21,3	-21,9
Remunerações com Pessoal	0,0	-4,0	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5
Outros Custos Operacionais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisões	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depreciações e Amortizações	0,0	-2,7	-5,0	-6,9	-7,1	-7,3
Total	0,0	-51,6	-55,3	-58,8	-60,5	-62,3

Rendibilidade dos Proveitos

O benefício proveniente das sinergias nos custos permitiria à futura empresa atingir os 33% de margem EBITDA consolidada (Tabela 7.5).

Tabela 7.5 – Resultados Operacionais da futura empresa

Na Tabela é possível observar a estimativa de EBITDA e EBIT da empresa resultante da fusão da Zon com a Sonaecom, em milhões de euros, para o período considerado (2008-13) e as respectivas margens em percentagem do total de proveitos.

Milhões de Euros	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	CAGR 08-13
EBITDA	440,6	528,5	574,3	625,7	644,5	663,8	8,5%
% Proveiros	26%	30%	32%	33%	33%	33%	
EBIT	164,2	247,9	289,8	337,0	347,1	357,5	16,8%
% Proveiros	10%	14%	16%	18%	18%	18%	

Investimento em Capital Fixo (*Capex*)

Ao nível do *capex* assumiu-se que a área de comunicações fixas da Sonaecom (Sonaecom Fixo) já não investiria os 80 milhões por ano em fibra óptica, entre 2009 e 2011, passando a investir a um ritmo de crescimento de 3% ao ano (investiria menos 77 milhões de euros no período de 2009 a 2011 do que o projectado para a empresa individualmente) – ver Tabela 7.6.

Tabela 7.6 – Redução do *capex* da Sonaecom Fixo com a fusão

Na Tabela pode-se observar a redução, em milhões de euros, do *capex* estimado da Sonaecom Fixo com a fusão da Zon e da Sonaecom para o período de 2008 a 2013.

Milhões de euros	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<i>Capex</i> inicial	51,3	80,0	80,0	80,0	57,7	59,5
<i>Capex</i> com fusão	51,3	52,8	54,4	56,1	57,7	59,5
Variação	0,0	-27,2	-25,6	-23,9	0,0	0,0

7.1. Estimação do *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF)

A empresa apresentaria um *cash flow* sólido, atingindo um FCFF de 232,7 milhões de euros em 2013 (ver Tabela 7.7).

Tabela 7.7 – Cálculo do *Free Cash Flow to the Firm* da futura empresa

Na Tabela é possível observar o cálculo e a evolução do FCFF da empresa resultante da fusão da Zon com a Sonaecom, em milhões de euros, ao longo do período considerado (2008-13).

Milhões de euros	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
EBIT	164,2	247,9	289,8	337,0	347,1	357,5
Impostos	43,5	65,7	76,8	89,3	92,0	94,7
EBIT (1-t)	120,7	182,2	213,0	247,7	255,1	262,8
Depreciações e Amortizações	276,4	280,7	284,5	288,7	297,4	306,3
Investimento em Capital fixo	347,7	318,6	319,1	326,1	335,9	346,0
Investimento em Fundo de Maneio	-14,9	-8,1	-9,8	-11,4	-9,3	-9,6
FCFF	64,3	152,3	188,2	221,7	225,9	232,7

Custo médio ponderado de capital (WACC)

O custo médio ponderado de capital considerado será o mesmo que o calculado para a Zon, uma vez que se vai assumir que será esta a empresa adquirente – ver Tabela 7.8. Note-se que a principal questão que se coloca é perceber se o beta de 0,74 será o adequado para a empresa resultante. No presente caso considera-se que este beta é aceitável, pois o conjunto das duas

empresas fusionadas levaria à criação de uma nova empresa muito equilibrada, que poderia fazer frente à PT cujo beta é de 0,76³² (note-se que esta está presente em África e no Brasil e consequentemente tenderá a ter um beta superior).

Tabela 7.8 – WACC: *Weighted Average Cost of Capital* da futura empresa

Na Tabela é possível observar o custo médio ponderado de capital (WACC) dos *cash-flows* da futura empresa resultante da fusão da Zon com a Sonaecom (em percentagem).

	%
Taxa de juro sem risco (Rf)	4,5%
Prémio de Risco (Rm-Rf)	5,0%
Beta alavancado (β_e)	0,74
Rendibilidade Desejada pelos Accionistas (Re)	8,20%
Taxa de juro média da dívida (Rd)	7,50%
Taxa de Imposto	26,5%
Custo da dívida após impostos (Rd (1-t))	5,51%
D / (D+E)	25%
WACC	7,53%

Valor de continuidade

Estimou-se um valor de continuidade de 5.316,6 milhões de euros (Tabela 7.9), o que corresponde a um valor descontado para o final de 2008, de 3.698,5 milhões de euros.

Valor do Negócio

O valor do negócio, tendo como referência o final de 2008, foi estimado em 4.576,4 milhões de euros (Tabela 7.9).

Tabela 7.9 – Valor do Negócio da futura empresa

Na Tabela é possível observar o valor do negócio da empresa resultante da fusão da Zon com a Sonaecom, em milhões de euros, para o final de 2008.

Milhões de euros	2008P	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
FCFF	64,3	152,3	188,2	221,7	225,9	232,7
Taxa de Crescimento na perpetuidade						3,0%
Valor de Continuidade						5.316,6
WACC	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%
Factor de Desconto	1,00	0,93	0,86	0,80	0,75	0,70
FCFF Descontado	64,3	141,6	162,8	178,3	169,0	3.860,4
Valor do Negócio	4.576,4					

³² Dado retirado da Bloomberg.

Firm Value

Somando-se o valor extra-exploração ao Valor do Negócio obtém-se o *Firm Value* no valor de 4.727,1 milhões de euros (Tabela 7.10)

Tabela 7.10 – *Firm Value* da futura empresa

Na Tabela é possível observar o valor do *Firm Value* da empresa resultante da fusão entre a Zon e a Sonaecom, em milhões de euros, para o final de 2008.

Milhões de euros	2008P
Valor do Negócio	4.576,4
Activos Extra-Exploração	150,8
<i>Firm Value</i>	4.727,1

Valor dos Capitais Próprios

Subtraindo ao *Firm Value* da empresa resultante da fusão, o Passivo Financeiro, os Interesses Minoritários e os Dividendos a pagar, chegou-se a um Valor dos Capitais Próprios de 3.834,9 milhões de euros (Tabela 7.11).

Tabela 7.11 – Valor dos Capitais Próprios da futura empresa

Na Tabela é possível observar o valor dos capitais próprios da empresa resultante da fusão entre a Zon e a Sonaecom, em milhões de euros, para o final de 2008.

Milhões de euros	2008P
<i>Firm Value</i>	4727,1
Passivo Financeiro	722,1
Dividendos a pagar em 2008	154,5
Interesses Minoritários	15,6
Valor dos Capitais Próprios	3.834,9

7.2. Sinergias

O valor das sinergias é obtido pela diferença entre o valor dos capitais próprios da empresa resultante da fusão e o somatório dos capitais próprios individualmente considerados (da Sonaecom e da Zon). Ao valor apurado, dever-se-á, igualmente, subtrair os custos de reestruturação. Estima-se que estes corresponderiam a 125,6 milhões³³ (valor antes de impostos) e estariam relacionados com:

- Rescisões de pessoal: a Sonaecom Fixo tinha 192 empregados em 2007. O custo médio por empregado situava-se nos 49.000 euros e como se poderia reduzir a força de trabalho em cerca de 40%, ou seja 78 pessoas, assumindo-se um valor por rescisão de 250.000 euros, os custos relacionados com rescisões atingiriam os 19,7 milhões de euros;
- Custos de consultoria, auditoria e legais: não existe um valor padrão para se assumir, mas tendo em consideração operações passadas de M&A, deveriam atingir 2% dos custos totais da futura empresa em 2009, ou seja, cerca de 31 milhões de euros;
- Custos de integração da rede e dos sistemas informáticos (software, hardware e consultores). Este valor seria o mais pesado e deveria atingir cerca de 75 milhões de euros (5% dos custos totais da empresa fusionada em 2009).

O valor total de sinergias seria, desta forma, de 915,8 milhões de euros (Tabela 7.12).

Tabela 7.12 – Valor das Sinergias Criadas com a fusão

Na Tabela 7.12 é possível observar o valor das sinergias criadas com a fusão da Zon e da Sonaecom, em milhões de euros, para o final de 2008.

Milhões de euros	2008P
Valor dos Capitais Próprios ZON+SNC com fusão	3.834,9
Valor dos Capitais Próprios SNC	894,7
Valor dos Capitais Próprios ZON	1.932,0
Custos de Reestruturação (depois de Impostos)	92,5
Sinergias	915,8

³³ Segundo Domingos Ferreira (2002), não há um padrão para os custos de reestruturação que se possa referir como *benchmark* numa operação de fusão, pois cada operação tem as suas características e estes custos por vezes até podem anular todas as sinergias criadas.

Note-se que caso tivesse ocorrido a aquisição da PT por parte da Sonaecom, os custos de reestruturação seriam muito superiores pois as rescisões contratuais seriam em muito maior número, concluindo-se que cada fusão é uma fusão.

7.3. Proposta de Troca de Acções

Actualmente, as empresas enfrentam dificuldades em aceder ao mercado de crédito a um preço atractivo, bem como ao mercado de capitais (penalizante devido às quedas registadas e ausência de liquidez). Deste modo, e atendendo ainda ao facto do accionista principal da Sonaecom querer continuar no sector das telecomunicações, considera-se provável que a fusão se realize através de troca de acções, sendo a empresa emitente a Zon, pois a sua dimensão é bastante superior. Assim sendo, admite-se que a empresa adquirente vai ser a Zon e a adquirida a Sonaecom.

Pressupõe-se que as sinergias criadas seriam distribuídas tendo em conta a ponderação da capitalização bolsista, pelo que antes de se proceder aos cálculos relacionados com a fusão é importante ter em linha de conta a informação apresentadas na Tabela 7.13:

Tabela 7.13 – Resumo de valores importantes a ter em conta para a fusão

Na Tabela observa-se o valor da capitalização bolsista da Sonaecom e da Zon, em milhões de euros, no final de 2008. O valor das sinergias totais (915,8 milhões de euros) é repartido em função do peso de cada empresa no somatório das capitalizações bolsistas.

É ainda identificado o valor a atribuir para a fusão a ambas as empresas (após sinergias), em milhões de euros e o prémio que os accionistas de cada empresa irão receber em (em percentagem) face ao preço de mercado.

O valor do conjunto (2.430,6 milhões de euros) resulta do somatório dos valores atribuídos a cada empresa com sinergias. Na última coluna encontra-se referido o número de acções actual de cada empresa antes da fusão.

Milhões de euros	Zon	Sonaecom	Total
Cap. Bolsista 2008	1.146,7	368,1	1.514,8
Peso (%)	76%	24%	100%
Sinergias a atribuir	693,3	222,5	915,8
Valor a atribuir para a fusão	1.840,0	590,6	2.430,6
Prémio (%)	60%	60%	
Número de Acções iniciais (milhões)	309,1	366,2	

Valor a atribuir para a fusão e Valor do Conjunto

Para se chegar aos valores atribuídos às duas empresas para a fusão somou-se o seu valor de mercado às sinergias atribuídas a cada uma das empresas em função da sua capitalização bolsista.

Desta forma, o valor atribuído à Sonaecom será a sua capitalização bolsista, acrescida das sinergias correspondentes, chegando-se a um valor de 590,6 milhões de euros (Tabela 7.13).

No caso da Zon, o valor atinge os 1.840 milhões de euros (Tabela 7.13).

O valor do conjunto, utilizando a equação (1.30), vai corresponder ao somatório das capitalizações bolsistas da Zon, da Sonaecom e do valor das sinergias, chegando-se, dessa forma, a 2.430,6 milhões de euros (Tabela 7.13).

Número de Acções a emitir pela empresa Adquirente

Procedendo-se agora à fusão, para se apurar o novo número de acções que a Zon deverá emitir para adquirir a totalidade das acções da Sonaecom, vai-se utilizar a expressão:

$$\frac{590,6 \text{ milhões de euros}}{2.430,6 \text{ milhões de euros}} = \frac{\text{N}^\circ \text{ de novas Acções a emitir pela Adquirente}}{(\text{N}^\circ \text{ de novas Acções a emitir pela Adquirente} + 309,1 \text{ milhões de Acções})}$$

$$\Leftrightarrow \text{Número de novas Acções a emitir pela Adquirente} = 99,2 \text{ milhões de acções}$$

Conclui-se, assim, que serão emitidas 99,2 milhões de novas acções.

Rácio de troca

Para apurarmos o rácio de troca da fusão usamos a equação (1.27), o que traduz:

$$\text{Rácio de Troca} = 99,2 \text{ milhões de Acções} \div 366,2 \text{ milhões de Acções} = 0,27$$

O rácio de troca será de 0,27, ou seja, a Zon terá de oferecer 0,27 acções por cada acção da Sonaecom aos accionistas desta última empresa.

Número final de Acções

Para se chegar ao número final de acções da empresa resultante utiliza-se a expressão (1.31):

$$\begin{aligned} \text{Número final de Acções} &= 309,1 \text{ milhões de Acções} + 99,2 \text{ milhões de Acções} \\ &= 408,3 \text{ milhões de Acções} \end{aligned}$$

Desta forma, o número final de acções da empresa resultante será de 408,3 milhões.

Valor de cotação da nova empresa

Por sua vez, o valor da cotação da nova empresa resultante da fusão será de 5,95 euros por acção, utilizando a equação (1.29):

$$\text{Novo preço das Acções} = 2.430,6 \text{ milhões de euros} \div 408,3 \text{ milhões de Acções} = 5,95 \text{ euros}$$

A Tabela 7.14 resume os valores obtidos para a fusão:

Tabela 7.14 – Resumo dos valores obtidos com a fusão

Na Tabela 7.14 observa-se o número de novas acções a emitir pela Zon para assegurar a troca pelas acções da Sonaecom, o rácio de troca da fusão, o número final de acções da futura empresa e o valor da cotação da nova empresa após a conclusão da fusão.

Valores da fusão	
Nº de Novas Acções (milhões)	99,2
Rácio de troca	0,27
Nº Final de Acções (milhões)	408,3
Valor da Cotação da nova empresa (euros)	5,95

7.4. Nova Estrutura Accionista

A nova estrutura accionista após o processo de fusão ficará repartida da seguinte forma – equações (1.32) e (1.35):

$$\text{Participação Final da empresa Adquirida na resultante} = \frac{99,2 \text{ milhões de Acções}}{408,3 \text{ milhões de Acções}} = 24\%$$

$$\text{Participação Final da empresa Adquirentena resultante} = \frac{309,1 \text{ milhões de Acções}}{408,3 \text{ milhões de Acções}} = 76\%$$

Após se multiplicar o valor da participação da empresa adquirida (Sonaecom) na nova empresa (24%) pela posição de cada um dos seus accionistas actuais chega-se às suas novas participações. O mesmo acontece com a empresa adquirente (Zon). Assim as novas posições na futura empresa aparecem evidenciadas na Tabela 7.15:

Tabela 7.15 – Estrutura Accionista da futura empresa

Na Tabela é possível observar a estrutura accionista da futura empresa resultante da fusão da Zon com a Sonaecom, no final de 2008, em número de acções e percentagem de capital detido.

31-12-2008	%	Nº de Acções
Sontel BV (Sonae SGPS)	12,21%	16.879.406
Grupo CGD	11,42%	15.455.000
BPI	5,86%	12.287.294
France Telecom	4,66%	6.488.219
Cinveste	4,38%	5.886.508
Telefónica	4,13%	46.643.068
Espirito Santo Irmãos	3,79%	23.929.242
Cofina	3,72%	11.458.280
Fundação José Berardo	3,28%	17.882.962
BES	3,01%	6.182.000
Joaquim Oliveira / Controlinveste	2,81%	15.183.444
Ongoing	2,39%	6.641.930
EDP	1,93%	9.762.452
Visabeira	1,63%	13.408.982
ESAF	1,59%	3.985.468
Grupo SGC	1,51%	49.857.988
BES Vida	1,44%	19.037.265
Metalgest	0,98%	7.896.429
SAC Capital	0,31%	1.263.326
Accionistas Institucionais	71,06%	290.129.263
Free-float	28,94%	118.179.991
Total	100,00%	408.309.255

A nova estrutura accionista demonstra que a Sonae SGPS passaria a ser o maior accionista da empresa resultante, pelo que ficaria com uma palavra importante na gestão permitindo-lhe continuar no sector, tal como pretende. Os restantes accionistas principais continuariam a ser o Grupo CGD, o BPI e o BES (este último detém para além da sua posição accionista directa, as participações da ESAF e do BES Vida), que permaneceriam com uma posição relativamente idêntica à que detêm actualmente na Zon. Desta forma, conclui-se que a operação de consolidação não alteraria o jogo de forças de forma significativa.

8. CONCLUSÃO

Em mercados em fase de maturidade, como o das telecomunicações, com quotas de mercado estabilizadas, a entrada de um novo concorrente (Zon após o *spin-off*) distorceu equilíbrios existentes que já não eram favoráveis às empresas instaladas.

A agravar a situação destas empresas, sobretudo das de pequena dimensão (Sonaecom), este sector implica um investimento muito elevado em infra-estruturas e manutenção. Assim, a obtenção de massa crítica suficiente em termos de clientes, que permita obter ganhos de escala, é fundamental para fazer face aos elevados custos fixos. Ora, tal não tem sido possível de obter pela Sonaecom, sobretudo, na área das comunicações fixas. Note-se, no entanto, que os custos marginais são bastante reduzidos e desta forma, depois de instaladas as infra-estruturas e de se ter atingido uma dimensão razoável, o custo marginal de um novo cliente é muito diminuto.

No caso da Zon, a empresa encontra-se desequilibrada para concorrer no sector como um todo, pois não oferece serviço móvel com rede própria, algo que é necessário para que a empresa possa oferecer o *quadruple play* com qualidade acrescida.

Conclui-se, assim, que no caso da Sonaecom e da Zon, a fusão das empresas, que são complementares, é sem dúvida a melhor solução para os accionistas de ambas, permitindo ganhos de eficiência. A escala obtida pela futura empresa permitiria o acréscimo dos resultados operacionais, através da redução de custos (sinergias) e possibilitaria a exploração de *cross-selling* numa base de clientes significativa, pois esta nova empresa atingiria os 3 milhões de clientes na área de comunicações móveis e de 1,5 milhões na de comunicações fixas.

Para além disso, teríamos em Portugal um segundo *player* muito completo (operador integrado e forte em todos os segmentos de negócio) que poderia concorrer de igual para igual com a PT, com uma rede independente de linha fixa (cabo) e móvel (a da Optimus), podendo também os consumidores saírem beneficiados, pois poderiam ter acesso a melhores produtos com melhor preço.

Em conclusão, a fusão das duas empresas por troca de acções, com as sinergias obtidas a serem divididas na proporção da sua capitalização bolsista produziria um aumento significativo de valor aos accionistas de ambas as empresas e permitiria que estes continuassem ligados ao sector das telecomunicações.

9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANACOM, Anuário do Sector das Comunicações (2008). Lisboa.

ANACOM, Informação Estatística do Serviço de Acesso à Internet (2º trimestre 2008), http://www.anacom.pt/streaming/internet_2qtr2008.pdf?contentId=642938&field=ATTACHED_FILE

ANACOM, Serviço Telefónico Fixo (2º trimestre de 2008), http://www.anacom.pt/streaming/fts_2ndqtr2008.pdf?contentId=679139&field=ATTACHED_FILE

ANACOM, Serviço Telefónico Móvel (2º trimestre de 2008), http://www.anacom.pt/streaming/smt_2ndquarter2008.pdf?contentId=636538&field=ATTACHED_FILE

ANACOM, Serviços de Televisão por Subscrição (2º trimestre de 2008), http://www.anacom.pt/streaming/uk_2Q2008_DTH.pdf?contentId=660858&field=ATTACHED_FILE

Ansoff, H. I. (1987), *Corporate strategy*. New York: Penguin Books.

Banco de Portugal, Boletim Económico de Inverno (2008). Lisboa.

Banco de Portugal, Boletim Estatístico (Janeiro 2009), http://www.bportugal.pt/root/publish/relatorio/Cap1_EnquadramentoInternacional_07_p.xls

Brealey, R. A. e Myers, S. C. (2007), *Princípios de finanças empresariais*. 8ª ed. New York: McGraw-Hill. ISBN: 978844160852.

Copeland, T.; Koller, T. e Murrin, J. (2000), *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3ª ed. New York: John Wiley & Sons. 478 p. (Wiley Professional Banking and Finance Series). ISBN: 0471-36191-7.

Damodaran, A. (2002), *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 2ª ed. New York: John Wiley & Sons (Wiley Frontiers in Finance). ISBN 0-471-41490-5.

Damodaran, A. (2009), *Updated Data (Dados de Mercado)*, manuscrito não publicado, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Ferreira, D. (2002), *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas*. Lisboa: Edições Sílabo. 2V. (Sílabo Gestão). ISBN 972-618-281-6.

Golbe D. L. e White, L. J. (1988), *Mergers and acquisitions in the US economy: an aggregate and historical overview*. Cambridge, Mass.: NBER.

Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Lintner, J. (1965), The valuation of risk assets and the selection of risk investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics* 47, 13-37.

Markowitz, H. (1952), Portfolio selection, *The Journal of Finance* 7, 77-91.

Mossin, J. (1966), Equilibrium in a capital asset market, *Econometrica* 3, 768-783.

Mota, A. G. Barroso, C. S.; Nunes, J. P. e Ferreira, M. A. (2006), *Finanças Empresariais – Teoria e Prática* (2ª edição). Lisboa: Publisher Team.

OCDE (2007), *OECD Communications Outlook 2007*. Paris: OECD Publications. ISBN: 978-92-64-00681-2.

Pires, C. (2006), *Mercados e Investimentos Financeiros*. Lisboa: Escolar Editora.

Rappaport, A. (1998), *Creating shareholder value*. New York: Free Press. 205 p. ISBN: 978-0-684-84410-7.

Ross, S. A., Westerfield, R. e Jordan, B. (2009), *Fundamentals of Corporate Finance*. 9ª ed. McGraw-Hill. ISBN-10: 0073382396.

Sharpe, W.F. (1964), Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *The Journal of Finance* 19, 425-441.

Sonaecom, Relatório e Contas 2007,

<http://www.sonaecom.pt/channelDetailLast.aspx?channelId=E2BB095D-B966-4560-B6F8-71E38F33D774&schemaId=7FFB69F6-FC3B-476C-88AA-A9FA73545E13>

The Economist, Healthy network effects: Telecoms mergers, 5 de Maio de 2005,

http://www.economist.com/printedition/displayStory.cfm?Story_ID=3941071

Zon, Relatório e Contas 2007,

<http://www.zon.pt/microsites/investidores/financialReports.aspx>

10. ANEXOS

Anexo A – Demonstração de Resultados Consolidados da Sonaecom

Este anexo resume a Demonstração de Resultados da Sonaecom, no ano histórico de 2007, no ano base de 2008 e contém as estimativas para os anos de 2009 a 2013 (horizonte previsional).

Milhões de euros	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receitas Operacionais	899,1	926,1	944,4	972,9	1.010,9	1.041,2	1.072,4
Receitas de Serviços	813,6	838,1	853,3	878,5	913,0	940,4	968,6
Vendas de Equipamentos e Produtos	79,1	81,4	84,0	86,6	89,4	92,0	94,8
Outras Receitas	6,4	6,6	7,2	7,8	8,4	8,7	9,0
Custos Operacionais	877,1	899,8	896,7	898,7	905,2	932,3	960,3
CMVMC	108,6	111,9	115,2	118,7	122,3	125,9	129,7
Custos de interconexão	230,5	226,4	203,2	185,2	171,6	176,7	182,0
Custos de Rede	67,8	69,9	72,0	74,1	76,3	78,6	81,0
Custos de Marketing	96,5	99,4	102,4	105,4	108,6	111,9	115,2
FSE's	112,7	116,1	119,6	123,2	126,9	130,7	134,6
Remunerações com Pessoal	95,0	97,9	100,8	103,8	106,9	110,1	113,4
Outros Custos Operacionais	13,8	14,2	14,6	15,1	15,5	16,0	16,5
Depreciações e Amortizações	140,0	151,6	156,0	159,9	163,4	168,3	173,3
Provisões	12,2	12,5	12,9	13,3	13,7	14,1	14,5
EBITDA	162,0	177,8	203,8	234,1	269,0	277,1	285,4
EBIT	22,0	26,3	47,8	74,2	105,7	108,9	112,1
Resultados Financeiros	-21,5	32,3	34,6	35,2	34,1	31,9	29,2
Resultados Extraordinários	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,5	-0,8	18,4	44,2	76,8	82,2	88,1
Impostos	36,6	0,2	-4,9	-11,7	-20,3	-21,8	-23,3
EBM	37,2	-0,6	13,5	32,5	56,4	60,4	64,8
Interesses Minoritários	-0,4	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7
Resultado Líquido	36,8	-0,6	13,4	32,2	55,8	59,8	64,1

Anexo B – Balanço Consolidado da Sonaecom

No anexo é possível observar a situação patrimonial da Sonaecom no ano histórico de 2007, no ano base de 2008 e as estimativas previstas para os anos de 2009 a 2013 (horizonte previsional).

Milhões de euros	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Activos	1.758,5	1.814,6	1.856,0	1.889,3	1.913,5	1.909,9	1.906,3
Activos Fixos	1.353,8	1.400,2	1.435,2	1.458,2	1.469,0	1.454,5	1.439,7
Activos Intangíveis	189,4	199,7	208,5	216,3	223,2	224,8	226,5
Goodwill	528,2	528,2	528,2	528,2	528,2	528,2	529,2
Activos tangíveis	533,2	569,1	600,1	627,1	651,3	657,0	662,9
Investimentos financeiros	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Impostos Diferidos	101,1	101,3	96,4	84,7	64,4	42,6	19,3
Outros Activos não correntes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Activos Correntes	404,7	414,3	420,9	431,1	444,6	455,4	466,6
Existências	24,0	24,8	25,2	26,0	27,0	27,8	28,7
Clientes	209,7	216,0	220,3	226,9	235,8	242,9	250,2
Outros activos correntes	87,1	89,7	91,5	94,3	97,9	100,9	103,9
Caixa	83,9	83,9	83,9	83,9	83,9	83,9	83,9
Capital Próprio	934,6	934,0	947,4	968,8	998,9	1.014,1	1.030,3
Capital Social	366,2	366,2	366,2	366,2	366,2	366,2	366,2
Acções Próprias	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9
Reservas	540,5	577,2	576,7	579,4	585,8	597,0	608,9
Resultado líquido do período	36,8	-0,6	13,4	32,2	55,8	59,8	64,1
Interesses Minoritários	0,9	0,9	1,0	1,3	1,9	2,6	3,2
Passivo	823,1	879,7	907,6	919,1	912,6	893,3	872,8
Passivo de longo prazo	422,6	467,2	486,9	485,7	462,4	429,5	395,1
Dívida de longo prazo	373,2	416,3	435,0	432,3	406,9	372,4	336,2
Outras passivos financeiros de LP	49,4	50,9	51,9	53,4	55,5	57,2	58,9
Passivo Corrente	400,5	412,5	420,7	433,4	450,3	463,7	477,6
Dívida de curto prazo	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Fornecedores	185,3	190,9	194,7	200,5	208,4	214,6	221,1
Outras dívidas de terceiros	18,4	18,9	19,3	19,9	20,6	21,3	21,9
Outros Passivos correntes	196,3	202,2	206,2	212,4	220,7	227,3	234,1
Capital Próprio e Passivo	1.758,6	1.814,6	1.856,0	1.889,3	1.913,5	1.909,9	1.906,3

Anexo C – Demonstração de Resultados Consolidados da Zon

Este anexo resume a Demonstração de Resultados da Zon, no ano histórico de 2007, no ano base de 2008 e contém as estimativas para os anos de 2009 a 2013 (horizonte previsional).

Milhões de euros	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receitas Operacionais	715,7	773,1	801,5	831,3	862,5	888,3	915,0
Televisão+ internet + voz	629,5	684,4	710,1	737,2	765,5	788,5	812,2
Audiovisuais	108,0	111,2	114,6	118,0	121,6	125,2	129,0
Ajustamentos de Holding	-21,9	-22,5	-23,2	-23,9	-24,6	-25,4	-26,1
Custos Operacionais	617,5	635,2	653,0	671,0	689,9	710,6	731,9
Remunerações e Salários	44,3	45,6	47,0	48,4	49,8	51,3	52,9
Custos de Telecomunicações	17,5	18,1	18,6	19,2	19,8	20,3	21,0
Custos de Programação	156,2	160,9	165,7	170,6	175,8	181,0	186,5
CMVMC	15,3	15,8	16,3	16,7	17,3	17,8	18,3
Marketing	22,9	23,6	24,3	25,0	25,8	26,5	27,3
Comissões	22,8	23,5	24,2	24,9	25,6	26,4	27,2
FSE's	154,1	158,7	163,5	168,4	173,4	178,6	184,0
Provisões	12,2	12,6	13,0	13,4	13,8	14,2	14,6
Outros Custos Operacionais	50,1	51,6	53,2	54,8	56,4	58,1	59,9
Depreciações e Amortizações	122,1	124,9	127,4	129,7	132,2	136,2	140,3
EBITDA	220,2	262,8	275,9	289,9	304,8	314,0	323,4
EBIT	98,1	137,9	148,5	160,2	172,6	177,8	183,1
Resultados Financeiros	-3,7	-10,4	-20,7	-18,2	-16,5	-15,3	-14,3
Resultados Extraordinários	-24,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	69,8	127,5	127,8	142,1	156,1	162,4	168,8
Impostos	-18,1	-33,8	-33,9	-37,6	-41,4	-43,0	-44,7
EBM	51,7	93,7	94,0	104,4	114,7	119,4	124,1
Interesses Minoritários	-2,8	-5,1	-5,1	-5,7	-6,3	-6,5	-6,8
Resultado Líquido	48,9	88,6	88,8	98,7	108,4	112,9	117,3

Anexo D – Balanço Consolidado da Zon

No anexo é possível observar a situação patrimonial da Zon no ano histórico de 2007, no ano base de 2008 e as estimativas previstas para os anos de 2009 a 2013 (horizonte previsional).

Milhões de euros	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Activos	1.000,1	1.008,3	1.005,3	1.026,9	1.059,4	1.091,0	1.123,6
Activos Fixos	723,7	715,0	703,7	716,5	739,9	764,0	788,8
Activos Intangíveis	181,8	189,8	197,1	203,6	211,0	218,7	226,7
Goodwill	77,9	77,9	77,9	77,9	77,9	77,9	77,9
Activos tangíveis	347,7	364,8	380,2	394,0	409,9	426,3	443,2
Investimentos financeiros	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5	18,5
Impostos Diferidos	75,2	41,4	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros Activos não correntes	22,6	22,6	22,6	22,6	22,6	22,6	22,6
Activos Correntes	276,5	293,3	301,6	310,3	319,5	327,0	334,8
Existências	29,9	32,3	33,4	34,7	36,0	37,1	38,2
Clientes	134,3	145,1	150,4	156,0	161,8	166,7	171,7
Outros activos correntes	45,4	49,0	50,8	52,7	54,7	56,4	58,0
Caixa	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9	66,9
Capital Próprio	379,3	313,4	331,4	359,0	388,5	414,6	441,6
Capital Social	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Acções Próprias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reservas	327,4	221,7	239,4	257,2	276,9	298,6	321,2
Resultado líquido do período	48,9	88,6	88,8	98,7	108,4	112,9	117,3
Interesses Minoritários	9,6	14,7	19,9	25,6	31,8	38,3	45,1
Passivo	611,1	680,2	654,1	642,4	639,1	638,1	636,9
Passivo de longo prazo	160,7	203,5	164,5	139,2	121,8	108,9	95,6
Dívida de longo prazo	139,5	180,6	140,8	114,6	96,2	82,6	68,5
Outras passivos financeiros de LP	21,2	22,9	23,7	24,6	25,5	26,3	27,1
Passivo Corrente	450,5	476,6	489,6	503,1	517,3	529,1	541,3
Divida de curto prazo	124,5	124,5	124,5	124,5	124,5	124,5	124,5
Fornecedores	230,2	248,7	257,9	267,4	277,5	285,8	294,4
Outras dívidas de terceiros	10,9	11,8	12,2	12,7	13,2	13,5	14,0
Outros Passivos correntes	84,8	91,6	95,0	98,5	102,2	105,3	108,4
Capital Próprio e Passivo	1.000,1	1.008,3	1.005,3	1.026,9	1.059,4	1.091,0	1.123,6