

EQUITY VALUATION – CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.

João Pedro Duarte Correia Félix

Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em

Finanças

Orientador: Doutor Pedro Leite Inácio, Professor Auxiliar do Departamento de Finanças

Setembro de 2018

Resumo

Os CTT – Correios de Portugal, S.A. são um grupo empresarial português fundado em 1520, líder no negócio dos correios.

Aproveitando a proximidade com os clientes e a confiança dos portugueses na solidez do grupo, inaugurou recentemente o Banco CTT.

O objetivo deste trabalho é perceber se as ações do grupo estão sub ou sobrevalorizadas na bolsa de valores face a uma avaliação baseada na análise fundamental, e consoante o resultado fornecer uma recomendação ao investidor.

A avaliação foi realizada segundo dois métodos, o Método dos Fluxos de Caixa Descontados e o Método dos Múltiplos.

No final procedeu-se a uma análise de sensibilidade para perceber como o valor estimado da ação responderia a flutuações de alguns pressupostos assumidos.

De acordo com estes pressupostos foi possível chegar a um preço de 10,89 euros/ação para a data 31 de dezembro de 2016.

Estando as ações dos CTT em 31 de Dezembro de 2016 cotadas a 6,45 euros, concluímos que as ações estão manifestamente subvalorizadas a esta data. Posto isto a recomendação que daria a um investidor seria a de comprar as ações dos CTT.

Palavras-chave: Avaliação; CTT; Fluxos de Caixa Descontados; Múltiplos

Abstract

CTT – Correios de Portugal, S.A. are a Portuguese group that was founded in 1520 and which is the leader in the postal business.

Benefiting from a wide customer base and having a large notoriety and good image among its clients, the group recently launched CTT Bank, therefore entering in the financial institution business.

The aim of this study is to find out whether CTT's shares are under or overvalued in the stock market, when compared to a valuation based on fundamental analysis, and accordingly issue a recommendation for the investment community.

This valuation was based in two different valuation methods: Discounted Cash Flow Valuation and Relative Valuation, based on the multiples of a peer group.

Then a sensitivity analysis was performed to assess how the share value could change due to the impact of changes in several assumed key value drivers.

According to the central case assumptions it was estimated the value as of 31 December 2016 at 10,89€, well above the respective share market price, which was then 6,45€. Therefore, as the shares were greatly undervalued by the market it would be recommended buying CTT's stock at that time.

Keywords: Valuation; CTT; Discounted cash flow; Multiples

Agradecimentos

Este trabalho representa o fim de uma etapa árdua no meu percurso académico. Não teria sido possível concretizá-lo sem a ajuda e a dedicação de algumas pessoas que estiveram sempre ao meu lado.

Agradeço do fundo do coração aos meus pais que sempre me deram a ajuda emocional e financeira necessária para poder concluir com êxito todos os desafios a que me propus.

Ao professor Pedro Inácio, orientador deste trabalho, obrigado pela dedicação, acompanhamento e disponibilidade que me deu, imprescindível para poder continuar focado na elaboração do mesmo.

Índice geral

Resumo	iii
Abstract	v
Agradecimentos.....	vii
Índice geral	ix
Índice de imagens	xi
Índice de tabelas	xiii
Índice de equações	xv
1. Introdução	1
2. Revisão da literatura	2
2.1. Métodos de avaliação	2
2.1.1. Fluxos de caixa descontados	3
2.1.1.1. Firm valuation	4
2.1.1.2. Equity valuation	7
2.1.2. Modelo patrimonial	10
2.1.3. Método dos múltiplos.....	10
2.1.4. Método das opções	12
3. Visão geral da empresa	13
3.1. História da empresa	13
3.2. Segmentos de negócio.....	13
3.3. Análise financeira	17
3.4. Estrutura acionista.....	19
3.5. Performance bolsista.....	20

Equity Valuation – CTT

3.6. Análise setorial	21
4. Análise macroeconómica	26
5. Avaliação.....	27
5.1. Metodologia.....	27
5.2. Pressupostos.....	27
5.2.1. Crescimento das vendas.....	27
5.2.2. Taxa de juro sem risco (R_f)	27
5.2.3. Beta	27
5.2.4. Custo do capital próprio (K_e).....	28
5.3. Resultados da avaliação	28
5.4. Análise de sensibilidade.....	29
5.5. Análise de cenários	31
5.6. Avaliação por múltiplos	32
6. Conclusão	34
Bibliografia:.....	35
Anexos.....	37
Anexo 1 – Estrutura organizacional.....	37
Anexo 2 – Balanço.....	37
Anexo 3 – Demonstração de resultados	40
Anexo 4 – Interest coverage ratio (Damodaran)	41
Anexo 5 – Cálculo do Beta (regressão linear).....	43
Anexo 6 - Cálculo dos múltiplos (PER e EV/EBITDA).....	43

Índice de imagens

Imagem 1 – Evolução percentual de compradores online em Portugal, UE e no mundo	16
Imagem 2 – Volume total de e-commerce em Portugal (milhões de euros).....	16
Imagem 3– Desempenho da ação CTT vs PSI20 vs setor	21
Imagem 4 – Evolução do volume versus receita de correio por operador	22
Imagem 5 – Evolução do volume versus receita de “Expresso e Encomendas” por operador..	22
Imagem 6 – Modelo das 5 forças de Porter	23
Imagem 7 – Estrutura organizacional dos CTT.....	37
Imagem 8 – Cálculo do Beta característico dos CTT.....	43

Índice de tabelas

Tabela 1 – Corporate valuation	3
Tabela 2 – Múltiplos	11
Tabela 3 – Rendimentos operacionais.....	14
Tabela 4 – Tráfego correio endereçado.....	14
Tabela 5 – Expresso e encomendas.....	15
Tabela 6 – Rendimentos operacionais por área de negócio	17
Tabela 7 – Rentabilidade dos capitais	18
Tabela 8 – Demonstração consolidada da posição financeira	19
Tabela 9 – Estrutura acionista.....	20
Tabela 10 – Quotas tráfego postal.....	23
Tabela 11 – FCFF - Método WACC.....	28
Tabela 12 – Price target ação CTT	29
Tabela 13 – Análise de sensibilidade.....	30
Tabela 14 – Análise de cenários	31
Tabela 15 – Avaliação por múltiplos	32
Tabela 16 – Balanço dos CTT entre 2014 e 2016	37
Tabela 17 – Demonstração de resultados dos CTT entre 2014 e 2016	40
Tabela 18 – Interest coverage ratio	41
Tabela 19 – Encargos financeiros dos CTT entre 2014 e 2016	42

Índice de equações

Equação 1 – Fórmula dos fluxos de caixa descontados.....	3
Equação 2 – Fórmula do valor residual	4
Equação 3 – Valor da empresa pelo FCFF	4
Equação 4 – Fórmula do FCFF	5
Equação 5 – Fórmula do WACC	5
Equação 6 – Fórmula do custo do capital próprio.....	5
Equação 7 – Fórmula do coeficiente Beta	6
Equação 8 – Fórmula do interest coverage ratio	7
Equação 9 – Fórmula do Valor da Ação (MDD).....	8
Equação 10 – Fórmula do valor da ação com taxa crescimento constante	8
Equação 11 – Fórmula do FCFE.....	9
Equação 12 – Fórmula do valor dos capitais próprios	9
Equação 13 – Fórmula do valor dos capitais próprios com crescimento perpétuo	9
Equação 14 – Fórmula do PER.....	11
Equação 15 – Rácio P/B	12
Equação 16 – Fórmula do PRICE/cash flow ratio.....	12

Lista de abreviaturas

CAPEX - Capital Expenditure

CAPM - Capital Asset Pricing Model

CF - Cash Flow

CTT - Correios de Portugal, S.A.

D - Debt/Dívida

DCF - Discounted Cash Flow

E - Equity/Capitais Próprios

EBIT - Lucro antes de Juros e Impostos

EBITDA - Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações

EUA - Estados Unidos da América

EV - Enterprise Value/Valor da Empresa

FCFE - Free Cash Flow to Equity

FCFF - Free Cash Flow to Firm

FMI - Fundo Monetário Internacional

g - Taxa de Crescimento

OPV - Oferta Pública de Venda

PER - Price Earnings Ratio

PIB - Produto Interno Bruto

ROCE - Rentabilidade dos Capitais Empregues

ROE - Rentabilidade dos Capitais Próprios

Equity Valuation – CTT

ROIC - Rentabilidade dos Capitais Investidos

VR - Valor Residual

WACC - Weighted Average Cost Of Capital/Custo Médio Ponderado do Capital

YTM - Yield to Maturity/Taxa de rendimento até à Maturidade

1. Introdução

O presente trabalho conclui o Mestrado em Finanças do Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa (ISCTE). Tem como objetivo o cálculo do valor dos CTT, de forma a obter um preço-alvo das suas ações na data de 31 de dezembro de 2016. Com base neste cálculo será dada uma recomendação ao investidor de compra ou venda das ações dos CTT. Os CTT – Correios de Portugal, S.A são um grupo empresarial português fundado em 1520, líder no negócio dos correios. Este grupo conta com a confiança dos portugueses, prova disso foi o sucesso verificado na recente inauguração do Banco CTT.

Este trabalho foi dividido da seguinte forma:

- Primeiramente apresenta-se a revisão da literatura sobre algumas metodologias de avaliação de empresas;
- De seguida, a história dos CTT, como também o contexto macro-económico em que este setor está inserido;
- Por último, a avaliação dos CTT e foram expostas as conclusões.

2. Revisão da literatura

Todos os ativos, reais ou financeiros, têm valor. A chave para investir e gerir um ativo com sucesso é saber qual o seu valor e perceber como é calculado (Damodaran, 2002). Assim sendo, é imprescindível saber avaliar um ativo/empresa.

Segundo Damodaran (2006a), saber o valor de um ativo assim como perceber o que o determina é um fator essencial para uma tomada de decisões inteligente em diversos campos, como gestão de portfólios, decisões sobre o preço a pagar ou a receber por determinado ativo/empresa, em investimentos e/ou financiamentos e em política de distribuição de dividendos. Segundo o mesmo autor, a avaliação é o coração das finanças. Perceber o que é que determina o valor de uma empresa e saber como determinar o seu valor parece ser um pré-requisito para tomar decisões sensatas (Damodaran, 2006b).

Uma avaliação pode ser realizada com os seguintes propósitos: Ajudar no planeamento/decisões estratégicas, identificar os produtos/serviços chave da empresa, avaliar empresas cotadas, definir o preço de compra e venda em transações, etc. (Fernández, 2007).

Para avaliar uma empresa de forma realista, além dos dados e das análises a efetuar, é necessário ter um profundo conhecimento da dinâmica de competitividade da indústria, pois a mesma é dinâmica (Koller et all, 2005).

2.1. Métodos de avaliação

Existem diversos modelos para avaliar ativos/empresas, com diferentes níveis de complexidade e usando diferentes pressupostos, embora todos eles usem o mesmo conceito base (Damodaran, 2012).

Bernstrom (2014) sugere três abordagens diferentes para avaliar uma empresa, como podemos observar na tabela seguinte:

Tabela 1 – Corporate valuation

Corporate valuation		
Fluxos de Caixa Descontados	Modelo Patrimonial	Múltiplos

2.1.1. Fluxos de caixa descontados

Segundo Damodaran (2002) este método é a base de todas as outras abordagens de avaliação. Para conseguirmos entender a ideia subjacente às outras abordagens convém então entender qual a ideia por detrás deste método.

A análise pelos fluxos de caixa descontados é o método mais preciso e flexível para avaliar projetos e empresas. Contudo, a precisão da avaliação depende em grande parte dos pressupostos assumidos (Koller et all, 2005).

Existem alguns modelos para aplicação deste método, sendo que todos eles começam por estimar fluxos futuros e atualizá-los a uma taxa apropriada (que reflita o risco), de forma a estimar o seu valor atual (present value).

Equação 1 – Fórmula dos fluxos de caixa descontados

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Onde:

CF_n = Fluxo de caixa gerado no período n

VR_n = Valor residual da empresa no ano n

k = Taxa de desconto apropriada ao risco

Embora a fórmula acima, à primeira vista, não faça transparecer a ideia de que engloba cash flows perpétuos, a mesma é também composta pelo valor residual. O valor residual não é nada mais do que a soma de todos os cash flows após o período n, atualizados, admitindo uma taxa de crescimento constante (g) dos mesmos, como indicado na fórmula seguinte:

Equação 2 – Fórmula do valor residual

$$VR_n = \frac{CF_n (1 + g)}{(k - g)}$$

Ainda que os fluxos tenham duração limitada, é razoável ignorar o seu valor após um certo período, pois o seu valor atual vai decrescendo consideravelmente com horizontes temporais maiores (Fernández 2007).

É essencial efetuar uma estimativa do valor residual com um elevado nível de precisão para qualquer avaliação, pois quase sempre o valor residual é responsável por uma grande percentagem do valor total da empresa (Copeland et al, 1994).

Embora existam diversos métodos de fluxos de caixa descontados podemos dividir este método em duas vertentes: firm valuation e equity valuation.

2.1.1.1. Firm valuation

Esta vertente avalia a empresa como um todo ao invés de avaliar a situação líquida da empresa (excluindo a dívida).

Segundo Damodaran (2012), consiste em avaliar toda a empresa, atualizando todos os FCFF (fluxos de caixa operacionais) à taxa WACC (custo médio do capital). Segundo este, a fórmula para avaliar uma empresa que se encontra com uma taxa de crescimento estável, na ótica da firm valuation, é a seguinte:

Equação 3 – Valor da empresa pelo FCFF

$$Value\ of\ Firm = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1 + WACC)^n}$$

Sendo assim, o primeiro passo é calcular o FCFF. O FCFF é o cash flow gerado pela atividade da empresa e corresponde ao montante disponível para remunerar todos os detentores de capital (próprio e alheio).

Segundo Bernstrom (2014), o FCFF pode ser calculado através da seguinte equação:

Equação 4 – Fórmula do FCFF

$$FCFF = EBIT(1 - t) + Depreciações - Capex - \Delta Working Capital$$

Após calcular o FCFF, o passo seguinte é calcular a taxa de risco apropriada. A taxa de desconto a utilizar deve então refletir o custo de oportunidade de todo o capital, seja ele próprio (equity) ou alheio (debt), ponderado pelo seu peso na estrutura de endividamento. Esta taxa de desconto é designada por WACC (weighted average cost of capital) e calculada da seguinte forma:

Equação 5 – Fórmula do WACC

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

Onde K_d e K_e representam o custo do capital alheio e próprio, respetivamente, t a taxa de imposto e D e E o valor de mercado da dívida e do capital próprio, respetivamente.

Para o cálculo do WACC tem que se estimar duas variáveis à partida: o custo do capital próprio (K_e) e o custo da dívida a terceiros (K_d).

Custo do capital próprio (K_e):

O custo do capital próprio representa o retorno que os acionistas esperam obter por injetarem capital na empresa. Um dos modelos mais usados pela literatura financeira e recomendado por Bernstrom (2014) é o modelo CAPM:

Equação 6 – Fórmula do custo do capital próprio

$$K_e = R_f + \beta \times PR$$

R_f : Taxa de juro sem risco

β : Coeficiente Beta

PR : Prémio de Risco do Mercado

Taxa de juro sem risco (R_f):

Equity Valuation – CTT

A taxa de juro sem risco pode-se dividir em duas componentes: a primeira visa pagar ao investidor o crescimento da inflação e a segunda visa remunerar o investidor pelo facto deste colocar o seu dinheiro à disposição de terceiros (Bernstrom, 2014). Como esta taxa não deve incluir risco de falência nem risco de reinvestimento, é comum usarem-se as YTM (taxas de rendimento até à maturidade) das obrigações do tesouro para períodos longos (iguais ou superiores a 10 anos).

Coefficiente Beta (β):

Este coeficiente visa quantificar o risco sistemático, parte do risco de investimento que não pode ser mitigado via diversificação. O Beta representa a sensibilidade dos retornos do ativo comparativamente ao retorno do mercado. Damodaran (2002) sugere o cálculo do coeficiente Beta através de uma regressão linear entre as rentabilidades históricas do mercado e da empresa em questão.

Equação 7 – Fórmula do coeficiente Beta

$$\beta_{im} = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

Quanto maior for o Beta maior risco o investimento apresenta, e por consequência maior será a taxa exigida. Se o valor do Beta for inferior a 1 significa que o investimento na empresa é menos arriscado do que a média do mercado, e vice-versa.

Prémio de risco:

O prémio de risco é o retorno extra, frequentemente exigido pelo investidor, adicionado à taxa de juro sem risco, por este investir numa classe de ativos com maior risco (Bernstrom, 2014). O Prémio de risco pode então ser visto como a diferença entre a rentabilidade esperada do mercado e a taxa de juro sem risco.

Custo do capital alheio (K_d):

O custo do capital alheio é a taxa a que uma empresa se consegue financiar atualmente através de terceiros. Segundo Damodaran (2002) existem três fatores que influenciam o custo da dívida: o risco de default da empresa, a taxa de juro sem risco e os benefícios

fiscais associados à dívida. Damodaran sugere as seguintes formas de calcular o custo do capital alheio:

- Se a empresa emitir obrigações de longo prazo, usar a yield to maturity como custo do capital alheio. O problema desta aproximação é que poucas empresas emitem obrigações de longo prazo e por consequência não é um mercado líquido.

- Se a empresa for cotada, adicionar um default spread às obrigações com um rating semelhante ao da empresa.

- Caso a empresa não seja cotada:

i) Se contraiu um financiamento bancário de longo prazo recentemente, usar a taxa de juro desse financiamento ou o “all-in-cost” respetivo como custo do capital alheio.

ii) Estimar um rating representativo do risco da empresa através do interest coverage ratio, usar esse rating para estimar um default spread e assim chegar ao custo do capital alheio.

O interest coverage ratio mede a proporção dos lucros da empresa face aos juros por ela suportada. Quanto maior o rácio mais facilidade a empresa tem de cumprir com as suas obrigações financeiras. A fórmula de cálculo é a seguinte:

Equação 8 – Fórmula do interest coverage ratio

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{EBIT}{\text{Juros suportados}}$$

No anexo 4 encontra-se a tabela de ICR de Damodaran, que relaciona o interest coverage ratio da empresa com um rating e com o spread a atribuir à mesma.

2.1.1.2. Equity valuation

Esta abordagem considera apenas o valor da empresa do ponto de vista acionista, isto é, considera exclusivamente a componente dos capitais próprios.

Segundo Damodaran (2012) esta abordagem divide-se em dois modelos, o modelo dos dividendos descontados e o free cash flow to equity.

Modelo dos dividendos descontados:

Este modelo é o mais simples para avaliar capitais próprios. Assenta na premissa de que o valor de uma ação é o valor atual dos dividendos que esta gera até à eternidade (Damodaran, 2012).

Equação 9 – Fórmula do Valor da Ação (MDD)

$$\text{Valor da ação} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

Onde:

D_t - Dividendo esperado no momento t

k_e - Custo do capital próprio

Para calcular o valor da ação é necessário calcular as duas variáveis acima referidas. O dividendo esperado é calculado através de pressupostos, tanto da taxa de crescimento dos dividendos como das futuras políticas de distribuição dos mesmos.

Para calcular o custo do capital próprio pode-se utilizar o modelo CAPM como explicado anteriormente.

Algumas versões foram criadas de forma a complementar o modelo original, entre elas destaca-se o modelo de Gordon. Este modelo é consistente para empresas que já atingiram uma certa estabilidade, e pressupõe que os dividendos irão crescer a uma taxa constante eternamente.

Este modelo relaciona o valor da ação com o dividendo esperado para o próximo período, com o custo do capital próprio e ainda com uma taxa de crescimento esperada dos dividendos futuros.

Equação 10 – Fórmula do valor da ação com taxa crescimento constante

$$\text{Valor da ação} = \frac{D_1}{k_e - g}$$

Onde:

D_1 - Dividendo esperado no ano seguinte

k_e - Custo do capital próprio

g – Taxa de crescimento perpétua dos dividendos

Free cash flow to equity:

O free cash flow to equity representa “o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, das obrigações tributárias, das necessidades de investimento, do principal, de juros e de quaisquer outros desembolsos de capital necessários à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados, descontado pelo custo do capital próprio (k_e)” (Damodaran, 2004, p.126).

Equação 11 – Fórmula do FCFE

$$\begin{aligned} FCFE = & \text{Result. Líquido} + \text{Amortizações e depreciações} - \text{Despesas de Capital} \\ & - \Delta FMN + \text{Novos empréstimos obtidos} \\ & - \text{Reembolso empréstimos já existentes} \end{aligned}$$

O valor dos capitais próprios (Equity Value) é o valor atual de todos os FCFE atualizados a uma taxa de desconto que represente o custo desses mesmos capitais próprios, k_e .

Equação 12 – Fórmula do valor dos capitais próprios

$$\text{Valor dos capitais próprios} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$$

Ou então, admitindo uma taxa de crescimento perpétua g ,

Equação 13 – Fórmula do valor dos capitais próprios com crescimento perpétuo

$$\text{Valor dos capitais próprios} = \frac{FCFE_1}{(1 + k_e)^1} + \frac{FCFE_2}{(1 + k_e)^2} + \dots + \frac{V. Residual_t}{(1 + k_e)^t}$$

O $V.Residual_t$ representa os $FCFE_{t+1}, FCFE_{t+2}$ até à eternidade. Como não é razoável estimar-se FCFE anualmente até à eternidade, usa-se a fórmula da perpetuidade para estimar o valor residual.

2.1.2. Modelo patrimonial

Neste modelo os ativos e passivos da empresa são valorizados através de estimativas contabilísticas, e a empresa é avaliada segundo estes mesmos ativos/passivos.

Este modelo é mais adequado para empresas em fase de maturidade e com potencial de crescimento nulo ou reduzido, pois não tem em conta o potencial de crescimento das empresas.

Este modelo avalia a empresa de um ponto de vista estático, ignorando não só o potencial de crescimento das empresas como também a situação atual da indústria, problemas organizacionais, etc. (Fernández, 2007).

Segundo Fernández (2007), alguns exemplos deste modelo são o valor contabilístico, o valor contabilístico ajustado, o valor de liquidação e o valor substancial.

2.1.3. Método dos múltiplos

Assume que o valor de um ativo pode ser determinado tendo em conta o preço de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, tendo por base alguns dos indicadores da empresa (vendas, resultados, etc.).

Neste método, um ativo é valorizado tendo em conta a valorização do mercado em relação a ativos similares. Designam-se por ativos similares ativos com cash flows, risco e potencial de crescimento semelhantes. É pois comum compararem-se ativos do mesmo setor.

Os múltiplos permitem realizar uma avaliação bastante rápida e simples. Se houver muitas empresas comparáveis e bem avaliadas é possível chegar a uma boa valorização relativa muito facilmente.

Algumas das desvantagens do uso dos múltiplos prendem-se ao facto deste método ser relativo. Se por um lado é fácil manipular a avaliação consoante os múltiplos ou as

empresas comparáveis usados, por outro, se as empresas comparáveis estiverem mal avaliadas, a avaliação por múltiplos irá ser pouco fidedigna.

Alguns exemplos dos múltiplos mais utilizados são apresentados na seguinte tabela:

Tabela 2 – Múltiplos

MÚLTIPLOS			
EV/EBITDA	P/E	PRICE/BOOK VALUE	PRICE/SALES

EV/EBITDA:

Este rácio é bastante utilizado pois permite determinar quantos anos seriam necessários para recuperar o valor investido na empresa, admitindo que todo o fluxo de caixa estivesse disponível para isso. É também muito útil pois ignora a estrutura financeira da empresa, uma vez que o EBITDA não leva em consideração impostos, juros, amortizações e depreciações.

P/E:

O P/E é um rácio financeiro que relaciona a cotação da ação com os resultados por ação. Relaciona portanto, do ponto de vista da ação, a capitalização bolsista da empresa com os seus resultados líquidos. Teoricamente representa o número de anos que o investidor demoraria a recuperar o seu investimento, admitindo que os lucros seriam sempre distribuídos na sua totalidade e admitindo um lucro constante. A sua fórmula de cálculo é a seguinte:

Equação 14 – Fórmula do PER

$$PER = \frac{\text{Cotação da ação}}{\text{Result. Líquido por ação}}$$

PRICE/BOOK VALUE:

Este rácio indica o quanto a cotação está acima do valor patrimonial da empresa. Compara o valor da empresa em bolsa com o valor contabilístico dos capitais próprios, sendo a relação entre a cotação da ação e o seu valor contabilístico.

Equity Valuation – CTT

Este rácio pode ser calculado de duas maneiras diferentes, sendo que o resultado deverá ser igual. A primeira forma será dividindo a capitalização bolsita pelo capital próprio da empresa. Como alternativa, é possível calcular este rácio dividindo a cotação da ação pelo valor contabilístico por ação, como indicado na seguinte fórmula:

Equação 15 – Rácio P/B

$$P/B = \frac{\text{Price per Share}}{\frac{\text{TotalBookValue}}{\text{Number of Shares Outstanding}}}$$

PRICE/CASH FLOW:

O rácio PRICE to cash flow compara a cotação da ação com o cash flow gerado pela mesma. É desejável que este rácio seja o mais pequeno possível, pois significa que o investidor paga menos por uma ação que gera um cash flow de certo montante.

A fórmula de cálculo é a seguinte:

Equação 16 – Fórmula do PRICE/cash flow ratio

$$\text{Price/Cash Flow ratio} = \frac{\text{Price per Share}}{\text{Cash Flow per Share}}$$

2.1.4. Método das opções

Este método serve-se de modelos de preço de opções para avaliar um certo ativo.

Segundo Damodaran (2012) existem dois modelos de avaliação de opções, o modelo de Black-Scholes e o modelo binomial.

Existem ativos que não podem ser avaliados utilizando os métodos de avaliação convencionais, pois o seu valor deriva de características próprias de opções. É o caso de empresas que têm exclusivamente um projeto em curso, e que este esteja dependente de uma patente.

Este método tem muitas vezes em conta o perfil do gestor, uma vez que avalia um ativo consoante diversas hipóteses, tais como avançar/abandonar ou investir/não investir em determinado projeto, com base na evolução do mercado.

3. Visão geral da empresa

3.1. História da empresa

A sigla CTT significa correios, telégrafos e telefones, e o seu símbolo (imagem do cavaleiro montado num cavalo a tocar trombeta) deve-se ao facto de na origem da empresa as deslocações terem sido feitas por vezes a cavalo, onde o cavaleiro tocava trombeta para sinalizar a sua chegada.

A história dos CTT remonta ao século XVI. Portugal, como país aventureiro e com uma palavra a dizer nos descobrimentos, teve a necessidade de comunicar com o mundo de uma forma eficaz e segura. Desta forma, em 1520, D.Manuel I cria o serviço de correio público pioneiro em Portugal.

Desde a sua criação, os CTT sofreram várias alterações a nível estrutural, sendo que em 1969 foram transformados em empresa pública e em 1992 transformaram-se em sociedade anónima.

Em 2013 os CTT iniciam o seu processo de privatização e a sua entrada em bolsa. A sua privatização iniciou-se através de uma OPV, alienando então apenas 70% do capital do grupo. No ano seguinte é alienado o restante capital, numa operação dirigida exclusivamente a clientes institucionais, passando os CTT a ser uma empresa com capital totalmente privado.

Em 2015, aproveitando a proximidade e a confiança dos portugueses, decide dar mais um passo marcante na sua história, abrindo o Banco CTT. Em novembro de 2015 abriu exclusivamente para os colaboradores CTT e em março de 2016 abriu ao público dando início à sua atividade, com 52 agências. O seu target é a classe média, oferecendo produtos e serviços financeiros simples, a baixo custo e sempre com uma perspectiva de proximidade. O projeto Banco CTT foi um sucesso, terminando 2016 com mais de 100 mil clientes e mais de 250 milhões de euros em depósitos.

3.2. Segmentos de negócio

O negócio dos CTT encontra-se dividido em três segmentos, da seguinte forma:

Equity Valuation – CTT

- **CORREIO** – Esta área de negócio inclui o negócio de serviços postais e de soluções empresariais, e é assegurada pelos CTT, S.A, CTT Contacto (resultado da incorporação da PostContacto e da Mailtec Processos na CTT Gest) e MailTec Comunicação.

- **EXPRESSO E ENCOMENDAS** – Esta área de negócio é assegurada pela CTT Expresso em Portugal, pela Tourline Express em Espanha, e pela CORRE em Moçambique (desde 2010, detendo os CTT 50% do capital da mesma).

- **SERVIÇOS FINANCEIROS** – Através do serviço payshop, de outros serviços financeiros dos CTT, S.A e mais recentemente do Banco CTT.

No anexo 1, está apresentada a estrutura organizacional do grupo CTT.

Tabela 3 – Rendimentos operacionais

Rendimentos Operacionais (milhares de euros)			
	2014	2015	2016
Total	717,8	727,2	695,1

Em 2016, os rendimentos operacionais sofreram uma quebra de 4,4% face a 2015.

Os rendimentos operacionais da área de negócio de correio atingiram 502.5 milhares de euros em 2016, que correspondeu a um decréscimo de 3,5% face a 2015.

Esta evolução negativa deve-se em grande parte à queda de tráfego de correio endereçado, associada à queda de correio registado.

Tabela 4 – Tráfego correio endereçado

	2014	2015	2016
Tráfego correio endereçado (milhões de objetos)	841,30	814,70	780,20

A queda da receita no correio registado deve-se à redução dos consumos por parte do Estado e Administração Pública, que tem vindo a reduzir a utilização deste tipo de correio desde 2015.

Este segmento tem vindo a ser afetado pelo avanço das tecnologias. Com o avanço tecnológico o efeito de substituição torna-se evidente e inevitável pois o correio eletrónico é mais barato e mais rápido.

A tendência de evolução do correio publicitário continua a ser uma área promissora para os CTT. A empresa quer posicionar-se como referência no marketing direto e relacional em Portugal. Para isso lançaram em janeiro de 2017 um novo serviço integrado de publicidade, dirigido para micro, pequenas e médias empresas, que permite que as mesmas, através de uma plataforma online (www.cttads.pt), possam conceber, produzir e gerir campanhas publicitárias.

O setor expresso e encomendas, embora tenha sofrido uma quebra de rendimentos operacionais em 2016, é um setor que tem vindo a crescer de forma acentuada nos últimos anos, com perspetivas de continuação. A quebra de rendimentos é justificada por alguns fatores: Contração da economia portuguesa, comportamento do tráfego internacional motivado pela maior agressividade da concorrência, e perda de um cliente relevante no mercado nacional.

Já o crescimento de tráfego entre B2C deve-se ao aumento considerável de compras Online (e-commerce).

Tabela 5 – Expresso e encomendas

	2014	2015	2016
Expresso e encomendas – Portugal (milhões de objetos)	13,80	14,40	14,60

Fonte: RC 2016

Como se pode observar na imagem 1, desde 2009 que a evolução da % de compradores online tem sido bastante positiva. As perspetivas de crescimento são boas pois prevê-se que as transações continuem a aumentar. A previsão da evolução do volume de negócios e-commerce até 2021 encontra-se na Imagem 2 abaixo representada.

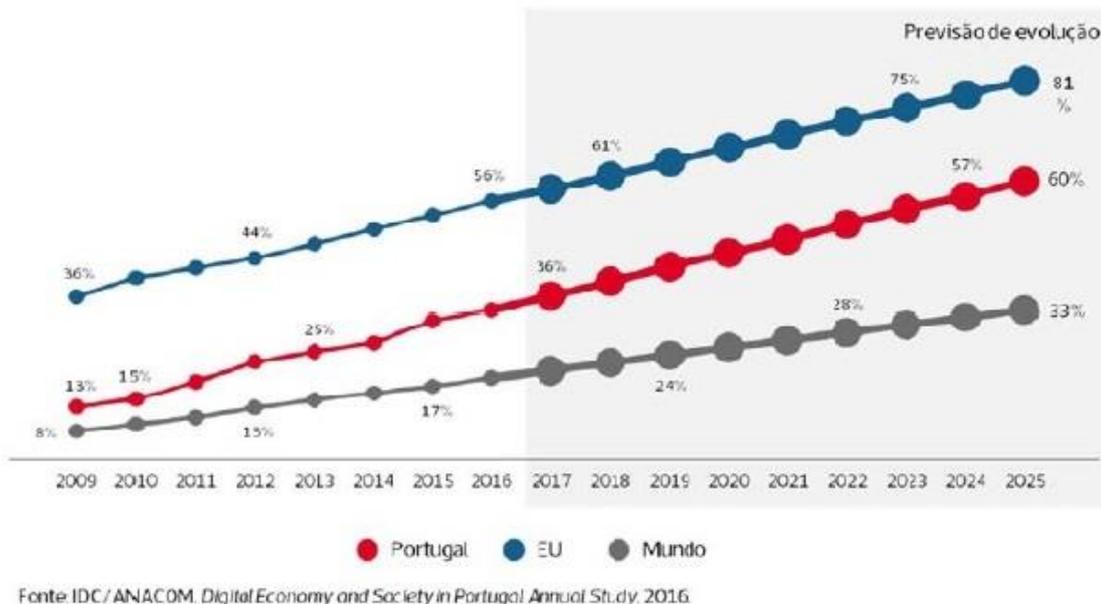


Imagem 1 – Evolução percentual de compradores online em Portugal, UE e no mundo

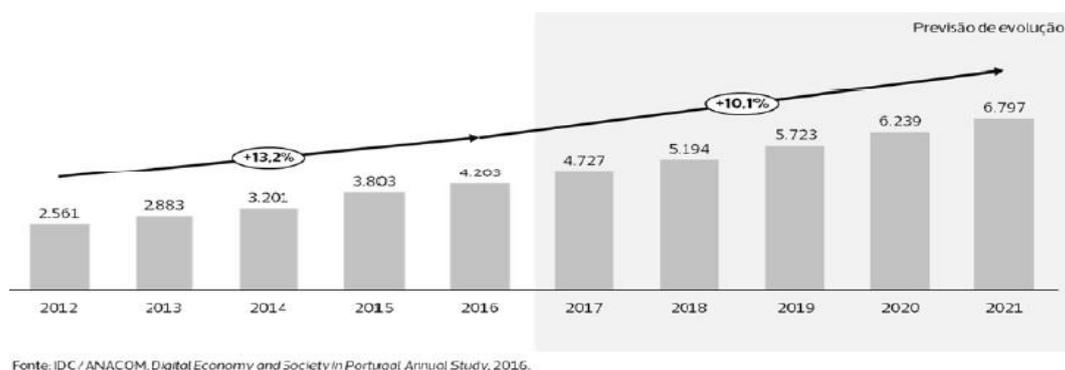


Imagem 2 – Volume total de e-commerce em Portugal (milhões de euros)

Relativamente aos serviços financeiros, os seus rendimentos apresentam uma diminuição face a 2015 na ordem dos 6%. Esta diminuição é explicada pela redução da prestação de serviços (reduções nos seguros, na cobrança de faturas e impostos e no carregamento de telemóveis). O banco CTT apresentou rendimentos operacionais de 1 milhão de euros, sendo metade do montante relativo a processamento de transações e serviços prestados através das diversas formas de pagamento.

3.3. Análise financeira

O resultado líquido consolidado dos CTT no exercício de 2016 atingiu os 62,2 milhões de euros. Este resultado representa um decréscimo de 13,7% face ao exercício anterior. Este decréscimo é justificado pelo impacto do Banco CTT. Excluindo o efeito do Banco CTT nos resultados do grupo, o resultado líquido dos CTT seria de 85,5 milhões de euros, o que representaria um aumento de 4,5 milhões de euros em relação a 2015.

O EBITDA de 2016 foi de 119,5 milhões de euros, menos 24,5 milhões de euros que no período homólogo, o que se traduz num decréscimo de 17%. Este resultado reflete um decréscimo de 32,1 milhões de euros nos rendimentos operacionais recorrentes, derivado de uma quebra nos rendimentos dos segmentos Expresso & Encomendas e Correio, valor esse que não foi compensado pela redução de 1,3% nos gastos operacionais recorrentes.

Os resultados financeiros foram de -5,6 milhões de euros, menos 0,3 milhões de euros face ao período homólogo. Os rendimentos financeiros decresceram 54,7% face a 2015 devido à quebra das taxas remuneratórias dos depósitos a prazo, à redução dos níveis de liquidez resultante do investimento no Banco CTT, e de uma política conservadora de aplicação da liquidez por parte dos CTT. Já os gastos financeiros foram de 6,5 milhões de euros, sendo maioritariamente compostos por gastos com benefícios aos empregados. Em 2016 a taxa efetiva de imposto sobre o rendimento foi de 27,39% comparativamente aos 31,11% de 2015.

Tabela 6 – Rendimentos operacionais por área de negócio

Rendimentos operacionais (em milhões de euros)						
	2014		2015		2016	
Área de Negócio	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Correio	514,9	72%	520,6	72%	502,5	72%
Expresso e encomendas	129	18%	131,3	18%	120,8	17%
Serviços financeiros e outros (Banco CTT)	73,9	10%	75,3	10%	71,8	10%
Total	717,8	100%	727,2	100%	695,1	100%

Fonte: Relatórios e contas 2014, 2015 e 2016

De acordo com a figura acima, a área “Correio” é a que representa um peso maior no volume de rendimentos operacionais, representando 72% destes nos três últimos anos. O segmento “Expresso e encomendas” em 2016 sofreu um decréscimo de 8% relativamente a 2015. Este decréscimo é justificado em parte pelo decréscimo na prestação de serviços em Portugal e Espanha e pela redução de 0,6 milhões de euros nos rendimentos operacionais em Moçambique, originada pela evolução da taxa de câmbio. O segmento “Serviços Financeiros” apresenta um decréscimo de 6% em relação ao ano anterior. Este decréscimo é justificado pelas reduções nos seguros, na cobrança de faturas e impostos, e no carregamento de telemóveis. Pelo contrário, as comissões relativas aos títulos da dívida pública aumentaram 1,7 milhões de euros e o negócio de soluções integradas de pagamento aumentou 1,2 milhões de euros.

O Banco CTT registou rendimentos operacionais de 1 milhão de euros, sendo que 50% deste valor diz respeito ao processamento de transações e serviços prestados através de diversos meios de pagamento disponibilizados aos clientes.

Tabela 7 – Rentabilidade dos capitais

Rentabilidade dos capitais		
	2015	2016
ROE	28,8%	25,6%
ROIC	21,3%	13,0%
ROCE	20,2%	18,1%

Como se pode observar pela Tabela 7, a rentabilidade dos capitais sofreu uma quebra em 2016. A rentabilidade dos capitais próprios (ROE) passou de 28,8% em 2015, para 25,6% em 2016, pela redução do resultado líquido em 13,7%. A rentabilidade dos capitais investidos (ROIC) bem como a rentabilidade dos capitais empregues também sofreram uma quebra face ao exercício de 2015, justificada essencialmente pela redução de 17,3% nos resultados antes de resultados financeiros, fortemente motivado pelo lançamento do banco CTT.

Tabela 8 – Demonstração consolidada da posição financeira

Demonstração consolidada da posição financeira		
(mil euros)	2015	2016
Ativo não corrente	354 906	452 618
Ativo corrente	764 566	864 080
Total do ativo	1 119 472	1 316 697
Capital próprio	251 835	233 327
Total do Passivo	867 637	1 083 370
Passivo não corrente	292 668	269 533
Passivo corrente	574 970	813 837
Total capital próprio e passivo	1 119 472	1 316 697

Em 2016, o total do ativo aumentou 197,2 milhões de euros em relação ao exercício anterior, sendo que mais de 75% deste aumento é relativo a ativos financeiros detidos pelo Banco CTT. O capital próprio sofreu uma quebra de 18,5 milhões de euros face a 2015, justificada pelo decréscimo dos resultados líquidos de 9,9 milhões de euros e pela redução de 8,5 milhões de euros nas outras variações no capital próprio. Em 2016 o Grupo CTT procedeu à compra de ações próprias (400.354) pelo valor total de 3,2 milhões de euros, totalizando 5,1 milhões de euros (600.531 ações). O passivo aumentou 215,7 milhões de euros face a 2015. Este aumento de 24,9% em relação a 2015 é justificado em grande parte pelos depósitos de clientes do Banco CTT no valor de 253,9 milhões de euros. No anexo 2 e 3 podemos encontrar o balanço e a demonstração de resultados, respetivamente.

3.4. Estrutura acionista

O CTT é uma empresa de 100% de capital privado desde 2014. A sua estrutura acionista está representada na tabela 9. Analisando a tabela, constata-se que o maior acionista dos CTT é Manuel Carlos de Mello Champalimaud.

Tabela 9 – Estrutura acionista

Acionista	Nr ações	%
Manuel Carlos de Mello Champalimaud	14 861 000	9,91%
Standard Life Investments (Holdings) Limited	10 007 653	6,67%
Allianz Global Investors Europe GmbH (AGIE)	7 552 637	5,04%
BNP Paribas Investment Partners, Limited Company	7 502 430	5,00%
Norges Bank	7 422 099	4,95%
BLACKROCK, INC.	4 961 965	3,31%
Bank of Montreal	3 124 801	2,08%
Kames Capital PLC	3 022 170	2,01%
Indumenta Pueri, S.L	3 020 368	2,01%
CTT, S.A. (ações próprias)	600 531	0,40%
Restantes acionistas	87 924 346	58,62%
Total	150 000 000	100,00%

FONTE: RC 2016

O capital social está diluído por 150 milhões de ações tendo um valor nominal de 75 milhões de euros. Em 31 de dezembro de 2016 existiam 600.531 ações próprias, adquiridas em junho de 2015 e em março e agosto de 2016. Este número de ações próprias representa um aumento de 200% face a 31 de dezembro de 2015, em que os CTT detinham 200.177 ações próprias.

3.5. Performance bolsista

A figura da imagem 3 mostra o histórico de cotações de 2016 dos CTT, do PSI20 e de alguns players do setor dos CTT. A Cotação da ação CTT em 31 de dezembro de 2015 era de 8,85 euros, sendo que a 31 de dezembro de 2016 era de 6,445 euros, representando uma desvalorização de 27%.

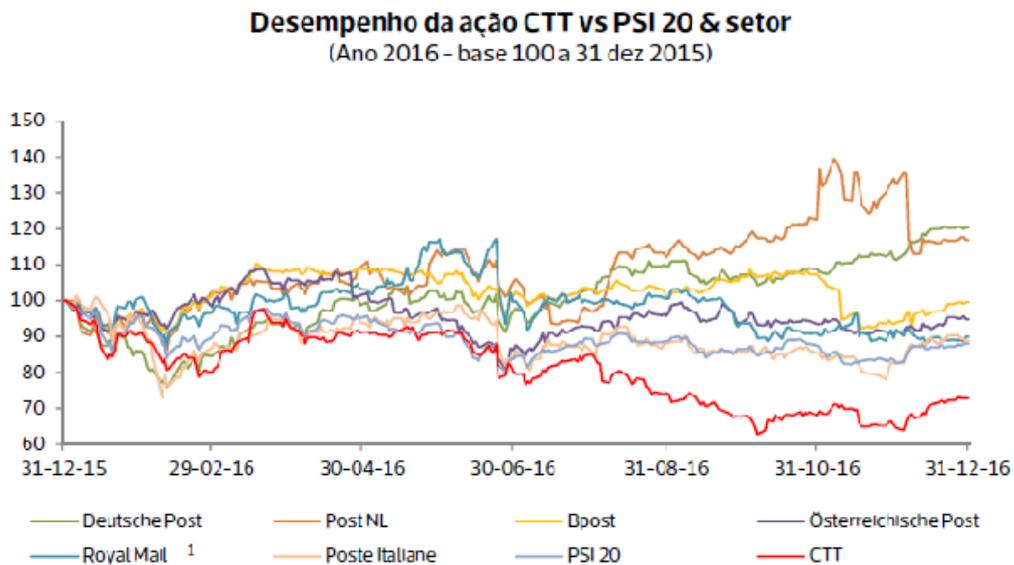


Imagem 3– Desempenho da ação CTT vs PSI20 vs setor

Fonte: Relatórios e contas 2016

No ano de 2016 os CTT pagaram um dividendo de 0,47 euros, tendo o preço do mesmo depreciado em 27%.

Desde a data do IPO até ao final de 2016 a ação dos CTT gerou um retorno global acionista de 37,10%, o segundo melhor do setor postal europeu, apenas superado pela Bpost.

Durante o ano 2016 foram, em média, transacionadas 150 milhões de ações dos CTT, o que representa cerca de 100% de rotação do capital em bolsa, demonstrando assim a liquidez elevada deste título.

3.6. Análise setorial

O setor postal continua numa profunda transformação a nível mundial. Os segmentos de correio têm vindo a sofrer uma queda acentuada nos últimos anos a nível mundial, sendo que Portugal não é exceção.

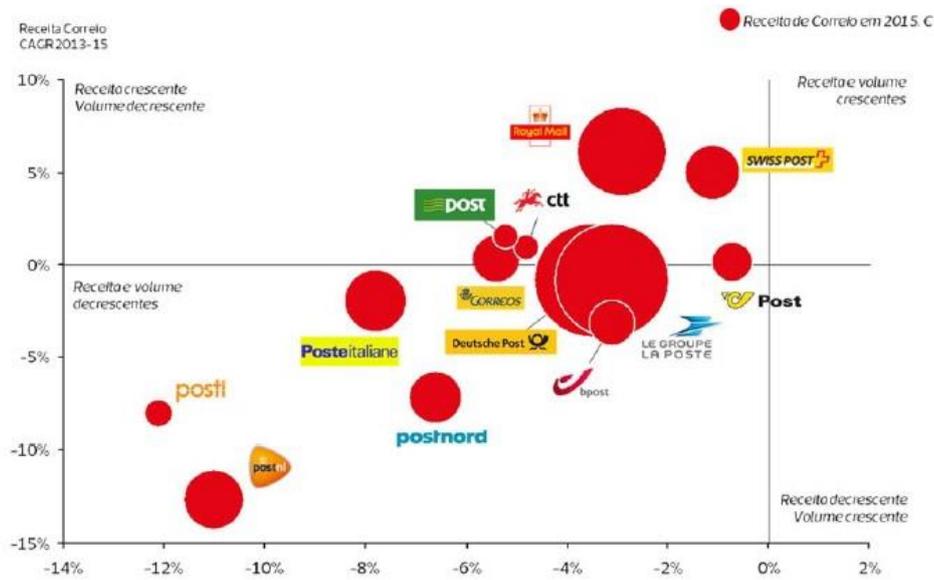


Imagem 4 – Evolução do volume versus receita de correio por operador

A imagem anterior mostra que, embora alguns operadores tenham conseguido uma receita crescente no setor do correio no período de 2013 a 2015, todos eles viram o seu volume decrescer. Já o setor de “Expresso e Encomendas” continua numa fase de forte crescimento, muito impulsionado pelo e-commerce, com receitas e volumes genericamente crescentes como a imagem seguinte ilustra.

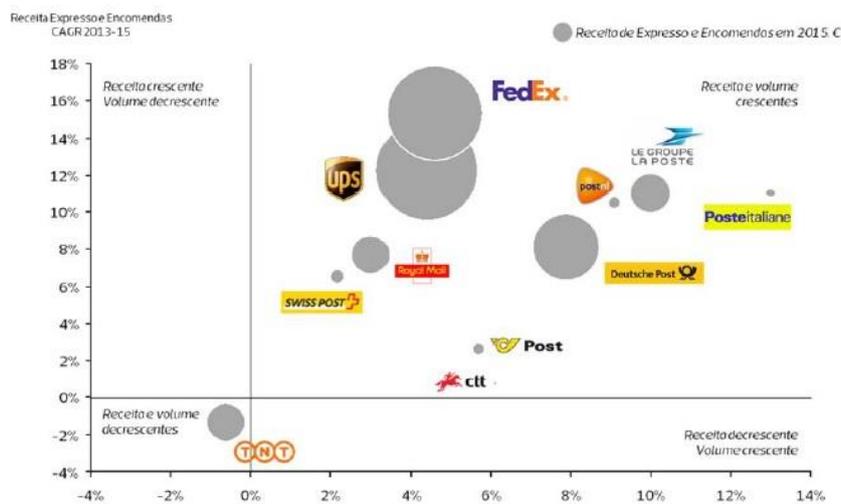


Imagem 5 – Evolução do volume versus receita de “Expresso e Encomendas” por operador

De forma a analisar a competição entre as empresas concorrentes aos CTT, utilizou-se o modelo das 5 forças de Porter.



Imagem 6 – Modelo das 5 forças de Porter

Rivalidade entre os concorrentes:

Embora o setor em que o grupo CTT se insere tenha imensos players (59 prestadores no 3ºS 2016, segundo a ANACOM), o grupo CTT possui um MARKET SHARE superior a 90% como poderemos constatar na seguinte tabela:

Tabela 10 – Quotas tráfego postal

QUOTAS TRÁFEGO POSTAL		
	3T2015	3T2016
GRUPO CTT	94,4%	92,2%
CHRONOPOST	1,2%	1,4%
CITYPOST	0,2%	1,2%

Equity Valuation – CTT

GRUPO ADICIONAL	0,3%	1,2%
VASP PREMIUM	0,8%	0,9%
OUTROS	3,1%	3,1%

FONTE: ANACOM

Conclui-se portanto que a quota de mercado dos seus concorrentes é residual.

É também de salientar a facilidade com que os clientes deste serviço podem mudar de fornecedor, uma vez que não existem custos de mudança.

Ameaça de entrada de novos concorrentes:

Esta ameaça é bastante reduzida, não só pelo investimento inicial necessário como também pelo crescente aumento das comunicações eletrónicas. Este fator torna o setor menos atrativo para potenciais investidores. Também alguns fatores, como o nível de confiança na marca e economias de escala, podem ajudar a tornar o setor pouco atrativo para investimento.

Poder de negociação dos fornecedores:

Os fornecedores do CTT (material administrativo, outsourcing, veículos) pertencem a setores altamente concorrenciais, o que torna o poder de negociação destes relativamente fraco. A acrescer a isto, com exceção de eventuais contratos em vigor, é relativamente fácil mudar de fornecedor.

Ameaça de produtos/serviços substitutos:

Com a evolução da tecnologia foram surgindo alternativas cada vez mais rápidas e menos onerosas em comparação ao serviço postal, como por exemplo telefones, scanners, internet, etc. Estas tecnologias vieram sem dúvida fazer frente ao business core dos CTT, provocando um decréscimo da receita nesta área.

Já em relação ao setor de encomendas, setor em ascensão motivada pelo ‘boom’ do E-commerce, as tecnologias acima referidas não são de todo uma ameaça.

É possível que a médio/longo prazo a tecnologia possa ameaçar o setor de encomendas, nomeadamente o transporte de mercadorias, recorrendo a drones.

Poder de Negociação dos clientes:

Em relação a clientes particulares o poder negocial é praticamente nulo.

Já em relação a clientes institucionais o poder de negociação dos mesmos é, em alguns casos, elevado. “Clientes de peso”, como instituições bancárias e a autoridade tributária, têm elevado poder negocial, pois são clientes responsáveis por uma boa parte do volume de negócios do CTT. Aproveitando essa mais-valia conseguem pressionar quanto a tempos de entrega.

4. Análise macroeconómica

Se por um lado o ano de 2016 foi pautado por taxas de juro baixas, reflexo das políticas monetárias pela FED e pelo BCE, certos marcos políticos, como a eleição de Donald Trump a presidente dos Estados Unidos da América assim como o referendo no Reino Unido para a sua saída da União Europeia (Brexit), vieram trazer uma enorme instabilidade aos mercados financeiros.

O FMI estima um abrandamento do crescimento da economia mundial para 2016 (3,1%) comparativamente a 2015 (3,2%). Ainda assim, em 2016 a atividade económica nos EUA apresentou uma melhoria ao longo do ano (1,6%). Espanha terá crescido mais do que previsto (3,2%) e o Reino Unido teve um crescimento do PIB de 2%. A China cresceu 6,9% em 2016 graças a uma forte política de estímulos e o Japão terá crescido 0,9%, superando as expectativas. A forte recessão que a Argentina e o Brasil sofreram tornou a atividade económica da América Latina mais baixa do que o esperado.

Relativamente a Portugal as projeções do BP para o período de 2017 a 2019 são de um crescimento a um ritmo superior ao observado nos últimos anos. O Produto interno bruto (PIB) deverá apresentar crescimentos médios de 2,5% em 2017, 2% em 2018 e de 1,8% em 2019. De acordo com o Banco Central Europeu (BCE) o ritmo de crescimento de Portugal neste período deverá ser maior do que o da zona euro. Esta previsão baseia-se no notável desempenho de Portugal a nível de investimento e das exportações. As exportações deverão aumentar na ordem dos 6,8% em 2018 e dos 4,8% em 2019.

Quanto ao desemprego o Banco de Portugal estima um decréscimo bastante favorável deste, sendo que as últimas projeções apontam para uma taxa de desemprego na ordem dos 9,4% em 2017, 8,2% em 2018 e dos 7,0% em 2019.

Relativamente ao financiamento, as projeções para o período de 2017 a 2019 traduzem um reforço na capacidade de financiamento da economia portuguesa, medida pelo saldo conjunto da balança corrente e de capital.

5. Avaliação

5.1. Metodologia

Este capítulo tem como objetivo avaliar as ações dos CTT em 31 de Dezembro de 2016 para perceber se as ações estariam sub ou sobrevalorizadas nesta data. Para isso usou-se o método dos fluxos de caixa descontados a uma taxa representativa do custo médio de capital depois de impostos, WACC. Este método, FCFF, foi utilizado por ser o mais popular entre financeiros e também por ser indicado para avaliar empresas com uma estrutura financeira estável. Foram estimados fluxos de caixa (cash flows) para quatro anos, correspondendo ao período de 2017 a 2020.

De forma a complementar a avaliação pelo método FCFF foi feita também uma avaliação relativa, usando múltiplos para perceber se as conclusões a tirar são as mesmas da avaliação anterior.

5.2. Pressupostos

Para avaliar os CTT usando o método FCFF é obrigatório assumir pressupostos. Os pressupostos estão listados abaixo, assim como a sua forma de cálculo.

5.2.1. Crescimento das vendas

Assumiu-se um crescimento das vendas de 1,2 % entre 2016 e 2020 e de 1,3% a partir de 2020. Embora a rubrica de vendas tenha sofrido um decréscimo de 2015 para 2016, com o nascimento do Banco CTT espera-se que esta tendência sofra uma inversão.

5.2.2. Taxa de juro sem risco (R_f)

Como referência para a taxa de juro sem risco usou-se as obrigações do tesouro portuguesas a 10 anos. O seu valor é de 3,87%, retirado da Bloomberg (30/12/2016).

5.2.3. Beta

Equity Valuation – CTT

O Beta foi calculado através de uma regressão linear entre a rentabilidade das ações dos CTT e a rentabilidade do índice PSI-20, no período de 2014 a 2016, com informação retirada da Bloomberg. O valor do Beta foi de 0,71, o que significa que um investimento nas ações CTT representa menos risco do que no índice PSI-20.

5.2.4. Custo do capital próprio (Ke)

Para o cálculo do custo do capital próprio usou-se o modelo CAPM, caracterizado pela equação 6 acima mencionada.

Como prémio de risco do mercado admitiu-se a taxa de 9,24%. Esta taxa é a taxa aconselhada a usar por Damodaran para uma empresa a operar em Portugal.

Com todas as componentes da fórmula calculadas chega-se então a uma taxa de rentabilidade de 10,43%, esperada pelo acionista.

$$K_e = 3,87\% + 0,71 * 9,24\% = 10,43\%$$

5.3. Resultados da avaliação

No quadro seguinte é apresentado o valor dos FCFF:

Tabela 11 – FCFF - Método WACC

FCFF - MÉTODO WACC							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBIT (1-t) [€]	99 880 864	79 821 770	65 990 146	74 818 464	75 716 286	76 624 881	77 544 380
DEPRECIACÕES [€]	21 562 000	23 740 000	26 611 000	22 169 329	22 435 362	22 704 586	22 977 041
WORKING CAPITAL (VARIAÇÃO) [€]	-	-48 471 159	-3 813 902	10 149 880	3 911 000	3 957 932	4 005 427
CAPEX [€]	7 519 000	28 362 000	29 514 000	30 104 280	30 706 365	31 320 492	31 946 903
FCFF [€]		123 670 929	66 901 048	56 733 633	63 534 282	64 051 043	64 569 091

Fonte: Construção própria

Para chegar ao valor da empresa (enterprise value) calculou-se o valor atual dos FCFF, estimados anteriormente, assim como do FCFF da perpetuidade. De seguida somou-se

ao valor anterior as rubricas “Caixa” e “Outros Ativos” e subtraiu-se a rubrica “Outros Passivos”.

A fim de calcular o target price da ação CTT calculou-se o equity value subtraindo o valor da dívida ao valor da empresa (enterprise value). Sendo o equity value o valor da empresa na ótica dos acionistas, dividindo este valor pelo número de ações chegou-se a um valor de 10,89 euros por ação:

Tabela 12 – Price target ação CTT

Valor explícito	152 741 750,33 €
Valor perpetuidade	769 074 555,04 €
Poupança fiscal	-
Caixa e equiv.de caixa	618 811 000,00 €
Outros ativos	452 617 000,00 €
Outros passivos	269 533 000,00 €
ENTERPRISE VALUE	1 723 711 305,38 €
Dívida	90 275 000,00 €
Interesses minoritários	-
EQUITY VALUE 2016	1 633 436 305,38 €
Número de ações	150 000 000
Price target ação CTT	10,89 €

5.4. Análise de sensibilidade

Para que seja possível avaliar uma empresa recorrendo ao método dos cash flows descontados é necessário assumir pressupostos. Como estes influenciam bastante a avaliação tornou-se necessário produzir uma análise de sensibilidade para perceber como é que o valor da ação varia de acordo com alterações em variáveis chave. As

Equity Valuation – CTT

variáveis chave escolhidas foram a taxa de crescimento perpétuo e o custo do capital próprio, pois são duas das variáveis que mais influenciam o resultado final. A figura seguinte mostra a análise acima referida:

Tabela 13 – Análise de sensibilidade

		CUSTO CAPITAL PRÓPRIO						
		7,43%	8,43%	9,43%	10,43%	11,43%	12,43%	13,43%
G PERPÉTUO	0,50%	12,41 €	11,58 €	10,94 €	10,41 €	9,98 €	9,62 €	9,30 €
	0,70%	12,63 €	11,76 €	11,07 €	10,52 €	10,07 €	9,69 €	9,37 €
	0,90%	12,87 €	11,94 €	11,22 €	10,64 €	10,17 €	9,78 €	9,44 €
	1,10%	13,12 €	12,13 €	11,37 €	10,76 €	10,27 €	9,86 €	9,52 €
	1,30%	13,38 €	12,33 €	11,52 €	10,89 €	10,38 €	9,95 €	9,59 €
	1,50%	13,67 €	12,54 €	11,69 €	11,02 €	10,49 €	10,04 €	9,67 €
	1,70%	13,98 €	12,77 €	11,87 €	11,16 €	10,60 €	10,14 €	9,75 €
	1,90%	14,31 €	13,02 €	12,05 €	11,31 €	10,72 €	10,24 €	9,83 €
	2,10%	14,67 €	13,28 €	12,25 €	11,47 €	10,84 €	10,34 €	9,92 €

Com uma simples análise à tabela apresentada é possível perceber que ambas as variáveis alteram significativamente o preço da ação. O preço da ação é tanto maior quanto maior for a taxa de crescimento perpétuo das vendas, e menor quanto maior for o custo de capital próprio.

A vermelho estão sinalizados os casos em que a ação teria um fair value inferior ao valor estimado. Pode-se observar que se o custo do capital próprio for superior ao estimado a cotação seria inferior à estimada, mesmo admitindo um crescimento perpétuo de 2,10%.

Nesta análise observa-se que o valor da cotação da ação varia de 9,30 euros a 14,67 euros, valores superiores ao market value da ação em 31 de dezembro de 2016 (6,45 euros).

5.5. Análise de cenários

Uma das análises de risco mais utilizada é a análise de cenários. Com esta é possível criar cenários, isto é, dar valores a variáveis e perceber como é que o valor da avaliação é afetado.

Neste trabalho foram criados dois cenários, um pessimista e outro otimista.

No cenário otimista assumiu-se que as taxas de crescimento (de vendas e perpétua) iriam ser superiores em 1% ao inicialmente esperado, enquanto no cenário pessimista iriam ser nulas. Relativamente ao custo da dívida e do capital próprio assumiu-se um decréscimo de 0,8% e 2,43%, respetivamente, no cenário otimista, e um acréscimo de 1,7% e 2,57% respetivamente para o cenário pessimista.

Tabela 14 – Análise de cenários

Sumário do cenário					
		Valores atuais:	Mais provável	Pessimista	Otimista
Células variáveis:	G	1,2%	1,2%	0,0%	2,2%
	g perpétuo	1,3%	1,3%	0,0%	2,3%
	Rd	4,3%	4,3%	6,0%	3,5%
	Re	10,43%	10,4%	13,00%	8,00%
Células de resultado:					
Preço alvo		10,89€	10,89 €	9,22 €	14,26 €

Como se pode observar, se as condições do cenário pessimista se verificarem, ceteris paribus, o fair value da ação deixa de ser 10,89 euros e passa a ser 9,22 euros. Ainda assim, neste cenário, a ação dos CTT continuaria subvalorizada, uma vez que a cotação em 31 de Dezembro de 2016 era de 6,45 euros. Já no cenário otimista a ação passaria de 10,89 euros para 14,26 euros.

É de notar que mesmo no cenário pessimista o fair value é superior ao market value da ação, o que se traduz num baixo risco para o investidor.

5.6. Avaliação por múltiplos

A fim de complementar a avaliação dos cash flows descontados foi realizada uma avaliação por múltiplos. As empresas escolhidas como empresas comparáveis foram selecionadas com os seguintes critérios: área de atuação (correio, encomendas), geografia (empresas europeias) e dimensão (expressiva).

As empresas escolhidas foram as seguintes: POST NL, DEUTSCHE POST AG e ROYAL MAIL GROUP.

No quadro seguinte pode-se observar um estudo comparativo de alguns múltiplos entre as empresas acima referidas versus os CTT:

Tabela 15 – Avaliação por múltiplos

EMPRESA	EV/EBITDA	PER	Price/book value	PRICE/SALES
POST NL	3,67	6,65	-	0,54
DEUTSCHE POST AG	9,03	13,64	3,45	0,70
ROYAL MAIL GROUP	7,76	20,09	1,82	0,43
CTT	5,05	17,00	3,37	1,4
MÉDIA	6,38	14,35	2,88	0,78
Preço Alvo	4,48 €	6,03 €		

Analisando os valores acima listados, pode-se tirar as seguintes conclusões:

EV/EBITDA:

O rácio EV/EBITDA dos CTT é inferior à média, o que pode significar que esta está subvalorizada em relação às concorrentes. É desejável que este rácio seja reduzido, pois significa que a empresa gera mais recursos (EBITDA) por unidade de valor da empresa.

P/E:

Sendo o P/E o número de anos necessário ao investidor para recuperar o dinheiro investido, é desejável que seja o menor possível. Os CTT têm um mau indicador P/E,

uma vez que estão acima da média. Segundo o quadro acima a POST NL é a empresa que mais rápido recupera o capital investido ao investidor.

PRICE/book value:

Este rácio exprime o quanto paga a mais por ação um investidor pela posse de capitais próprios da empresa. Isto significa que quanto maior o rácio mais cara estará a empresa. Como se pode observar, o CTT tem um valor relativamente alto, o que não é necessariamente mau. Poderá significar que os investidores estão dispostos a pagar mais, justamente por não terem receio do futuro da empresa.

PRICE/SALES:

O PRICE/SALES é um rácio financeiro que relaciona as vendas da empresa com a sua capitalização bolsista. Isto é, quantas vezes o investidor paga pelas vendas da empresa. Os CTT têm o rácio PRICE/SALES muito elevado (triplo da média), o que poderá indicar que a empresa está sobrevalorizada, contrariando assim a avaliação pelo método DCF.

Na análise da avaliação dos CTT pelos múltiplos P/E e EV/EBITDA constata-se que estas estão muito abaixo da avaliação feita através do método FCFF realizado anteriormente. Uma vez que o valor obtido da ação, tanto pelo múltiplo P/E como pelo EV/EBITDA, é inferior ao valor verificado em 31 de Dezembro de 2016, constata-se que pelo método dos múltiplos a ação estaria sobrevalorizada. No anexo 6 constam as fórmulas de cálculo do preço alvo das ações dos CTT pelo método dos múltiplos (P/E e EV/EBITDA).

6. Conclusão

A elaboração deste trabalho teve por objetivo avaliar o grupo CTT, chegar a um valor justo da ação e com isto recomendar a compra (ou a venda) da ação se o seu valor justo for superior (ou inferior) ao valor de mercado da mesma. Para proceder à avaliação foram usados dois métodos de avaliação: o método dos fluxos de caixa descontados (DCF) e o método dos múltiplos. O primeiro método foi escolhido pelo facto do Grupo CTT se encontrar numa fase de maturidade e ter uma estrutura financeira estável. O segundo foi utilizado para complementar o primeiro, por ser simples de aplicar e por possibilitar a comparação direta do CTT com os seus concorrentes. A avaliação pelo método dos fluxos de caixa descontados, mais concretamente pelo FCFF, à data de 31 de dezembro de 2016, foi de 10,89 euros. Se por um lado o método FCFF mostra que as ações dos CTT estariam subavaliadas à data de 31 de dezembro de 2016, o método dos múltiplos mostra que as ações estariam sobreavaliadas, pois o resultado obtido pelos múltiplos é inferior ao valor da ação na mesma data. Analisando apenas a avaliação pelo método FCFF, uma vez que a cotação em 31 de dezembro de 2016 fechou a 6,45 euros, conclui-se que o Grupo CTT está subvalorizado e que a recomendação a dar a um investidor é a de compra da ação. Como limitação neste trabalho é de salientar a omissão do efeito Banco CTT nesta avaliação, justificada pela falta de dados para a mesma.

Bibliografia:

Material acadêmico: Livros e Artigos

Berk, J., DeMarzo, P., & Harford, J., 2011. *Fundamentals of Corporate Finance*. Prentice Hall.

Bernstrom, S., 2014. *Valuation: The market approach*. John Wiley & Sons.

Brealey, R., M. Myers, and F. Allen, 2006. *Principles of Corporate Finance*. 8^a ed. New York: McGraw-Hill.

Damodaran, A., 2002. *A Face Oculta da Avaliação: Avaliação de empresas da velha tecnologia, da Nova Tecnologia e da Nova Economia*. São Paulo: Makron Books.

Damodaran, A., 2002. *Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value of any asset*. 2^a ed. New York: Wiley Finance.

Damodaran, A., 2004. *Finanças Corporativas: teoria e pratica*. 2^a ed. Porto Alegre: Bookman

Damodaran, A., 2006. *Damodaran on Valuation – Security Analysis For Investment and Corporate Finance*. 2^o ed. New York: John Wiley & Sons.

Damodaran, A., 2006. *Valuation Approaches and Metrics: A survey of the Theory and Evidence*. Stern School of Business, 0-76.

Damodaran, A., 2012. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.

Fernández, P. (2007). *Company Valuation Methods – The most common errors in valuation*. **University of Navarra – IESE Business School**, working paper no 449.

Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (1994). *Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies*. 2^a ed. New York: John Wiley & Sons.

Goedhart, M., Koller, T., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies*. 4^a ed. New Jersey: John Wiley.

Equity Valuation – CTT

Sabal, J.(2005). Wacc or APV?: The case of Emerging Markets. Universitat Ramon Llull.

Neves, J. C. (2002). Avaliação de Empresas e Negócios. Lisboa: McGraw-Hill Portugal.

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., & Stowe, J. D. (2010). Equity Asset Valuation. John Wiley & Sons.

Santos Pinho, C., & Tavares, S. (2012). Análise Financeira e Mercados (2ª Edição). Áreas Editora.

Steiger, F. (2008). The Validity of Company Valuation using Discounted Cash Flow Methods. European Business School, 1-25.

Relatórios:

Relatórios e Contas CTT (2014, 2015 e 2016)

Relatórios Banco de Portugal (2015 e 2016)

Internet/Bases de dados:

Bloomberg - <https://www.bloomberg.com/europe>

Damodaran - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Gurufocus - <https://www.gurufocus.com/>

Ine - <https://www.ine.pt>

MarketsInsider - <http://markets.businessinsider.com>

4 traders - <http://www.4-traders.com/>

Anexos

Anexo 1 – Estrutura organizacional

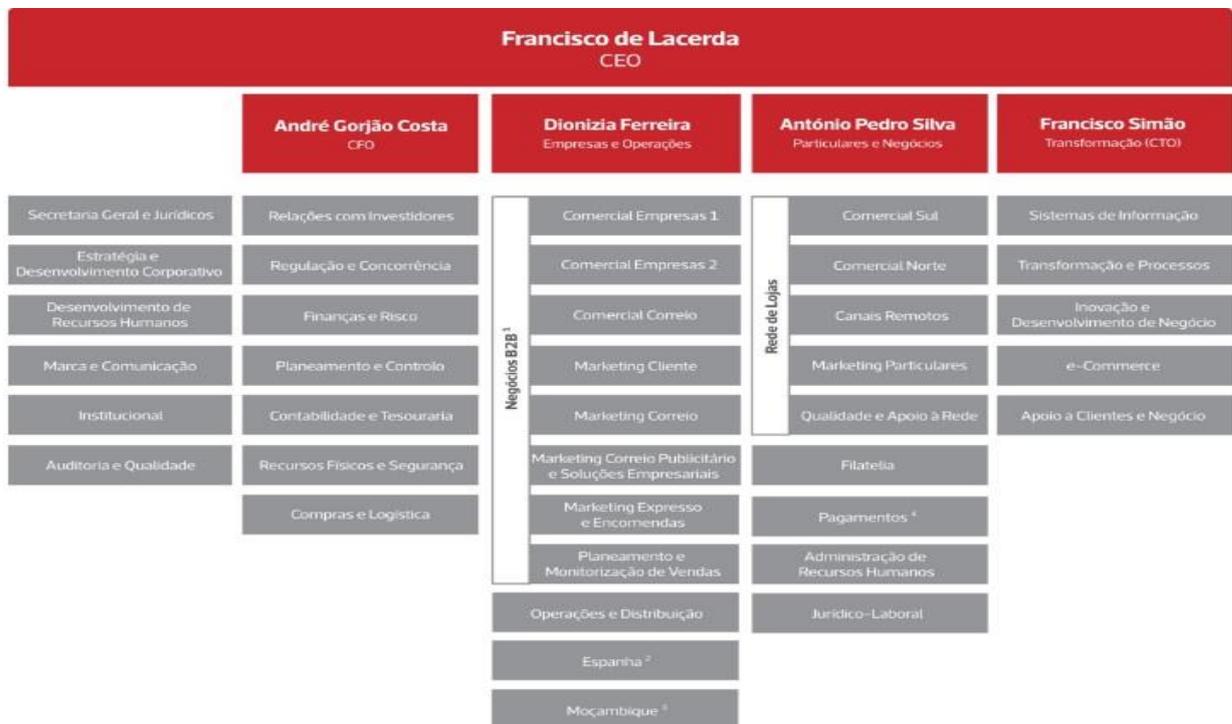


Imagem 7 – Estrutura organizacional dos CTT

1 - Inclui Mailtec Comunicação, CTT Contacto e CTT Expresso

2 - Inclui Tourline

3 - Inclui CORRE

4 - Inclui Payshop

Nota: O Banco CTT tem a sua estrutura de gestão própria, com autonomia relativamente à Comissão Executiva dos CTT

Anexo 2 – Balanço

Tabela 16 – Balanço dos CTT entre 2014 e 2016

ATIVO	2014	2015	2016
Ativo não corrente			

Equity Valuation – CTT

Ativos fixos tangíveis	212 466	209 941	208 921
Propriedades de investimento	23 330	19 783	9 292
Ativos intangíveis	13 426	27 624	38 917
Goodwill	7 705	8 058	7 701
Investimentos em associadas	227	256	296
Outros investimentos	1 107	1 107	1 504
Investimentos detidos até à maturidade	-	-	93 986
Outros ativos não correntes	791	601	1 306
Ativos financeiros dispon. para venda	-	-	4 473
Ativos por impostos diferidos	91 429	87 536	86 221
Total do ativo não corrente	350 481	354 906	452 617
Ativo corrente			
Inventários	5 785	5 455	5 408
Contas a receber	131 682	124 355	122 113
Crédito a clientes bancários	-	-	7 104
Imposto a receber	-	-	3 588
Diferimentos	5 693	8 169	6 129
Investimentos detidos até à maturidade	5 693 908	-	1 108
Outros ativos correntes	22 785	22 937	30 033
Ativos financeiros dispon. para venda	-	-	1 974
Outros ativos financeiros bancários	-	-	59 054
Caixa e equivalentes de caixa	664 570	603 650	618 811
	-	-	8 757
Total do ativo corrente	6 524 423	764 566	864 079

Total do ativo	6 874 904	1 119 472	1 316 696
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO			
Capital próprio			
Capital	75 000	75 000	75 000
Ações próprias	0	-1 873	-5 098
Reservas	31 774	33 384	34 892
Resultados transitados	84 375	91 728	93 589
Outras variações no capital próprio	-18 786	-18 645	-27 138
Resultado líquido do período atribuível a detentores capital do Grupo CTT	77 171	72 065	62 160
Interesses não controlados	-324	175	-79
Total do capital próprio	249 210	251 834	233 326
Passivo			
Passivo não corrente			
Contas a pagar	-	-	375
Financiamentos obtidos	1 913	1 035	127
Benefícios aos empregados	255 541	241 307	250446
Provisões	45 672	40 732	14128
Diferimentos	6 427	5 017	334
Passivos por impostos diferidos	4 841	4 576	4123
Total do passivo não corrente	314 394	292 667	269 533
Passivo corrente			
Contas a pagar	499 537	435 892	444 864

Equity Valuation – CTT

Depósitos de clientes bancários e outros empréstimos	-	-	253 945
Benefícios aos empregados	21 750	18 539	17 390
Imposto a pagar	6 173	7 923	-
Financiamentos obtidos	1 846	7 078	9 680
Diferimentos	5 502	13 746	4 178
Outros passivos correntes	82 584	91 792	82 562
Outros passivos financeiros bancários	-	-	1 218
Total do passivo corrente	617 392	574 969,5	813 837
Total do passivo	931 786	867 637	1 083 370
Total do capital próprio e do passivo	1 180 996	1 119 471	1 316 696

**em milhares de euros

Anexo 3 – Demonstração de resultados

Tabela 17 – Demonstração de resultados dos CTT entre 2014 e 2016

	2014	2015	2016
Vendas e prestação de serviços	703 284	705 169	669 669
Margem Financeira	0	0	26
Outros rendimentos operacionais	14 491	22 011	25 365
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	16 998	16 316	13 904
Fornecimentos e serviços externos	234 843	224 687	223 258
Gastos com o pessoal	320 429	331 738	328 394
Outros gastos e perdas operacionais	10 404	10 463	10 005
EBITDA (Recorrente)	135 101	143 975	119 499
Imparidades de inventários e contas a receber (perdas/reversões)	936	233	-549

Equity Valuation – CTT

Provisões (aumentos/reversões)	1 070	-240	1 251
Imparidades ativos não depreciáveis	10	0	0
Depreciações/ amortizações e imparidade de investimentos (perdas/reversões)	21 562	23 740	26 611
EBIT RECORRENTE	113 663	119 762	94 688
Reestruturações empresariais	-37 192	1 562	10 588
Gastos com estudos e assessoria para projetos estratégicos (incluindo privatização)	2 837	8 397	9 676
Outros rendimentos e gastos não recorrentes	10 460	130	16 459
EBIT	137 558	109 932	90 883
Rendimentos financeiros, líquidos	-7 473	-5 376	-5 868
Ganhos/perdas em associadas	54	54	230
EBT	130 139	104 610	85 245
Imposto sobre o rendimento do período	51 155	32 539	23 348
Resultado líquido do período antes de interesses não controlados	78 984	72 071	61 897
Prejuízos (lucros) atribuíveis a interessem não controlados	-327	5	-263
Net profit for the period attributable to Equity holders	79 311	72 066	62 160

**em milhares de euros

Anexo 4 – Interest coverage ratio (Damodaran)

Tabela 18 – Interest coverage ratio

Maior que	e menor ou igual a	Rating	Spread
-100000	0,4999999	D2/D	12,00%
0,5	0,799999	caa/CCC	10,00%
0,8	1,249999	CAa2/CC	8,00%
1,25	1,499999	C2/C	7,00%

Equity Valuation – CTT

1,5	1,99999	B3/B-	6,00%
2	2,499999	B2/B	5,00%
2,5	2,999999	B1/B+	4,00%
3	3,499999	Ba2/BB	3,25%
3,5	3,999999	Ba1/BB+	2,75%
4	4,499999	Baa2/BBB	1,75%
4,5	5,999999	A3/A-	1,20%
6	7,499999	A2/A	1,00%
7,5	9,499999	A1/A+	0,90%
9,5	12,499999	Aa2/AA	0,70%
12,5	100000	Aaa/AAA	0,40%

Tabela 19 – Encargos financeiros dos CTT entre 2014 e 2016

EBIT/ENCARGOS FINANCEIROS	COBERTURA DE ENCARGOS FINANCEIROS NOS CTT:		
	2014	2015	2016
	18,54	20,66	16,12

Anexo 5 – Cálculo do Beta (regressão linear)

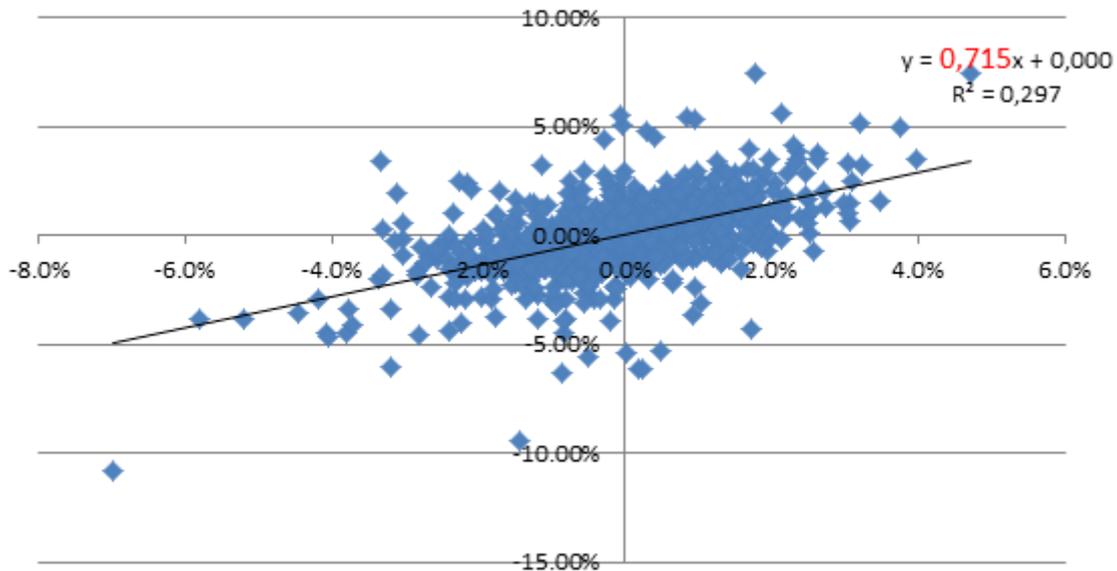


Imagem 8 – Cálculo do Beta característico dos CTT

Anexo 6 - Cálculo dos múltiplos (PER e EV/EBITDA)

Cálculo do PER:

PER (Médio) = 14,35€

Resultado por ação CTT = 0,42€

Price Target = 14,35€ x 0,42€ = 6,03€

Cálculo do EV/EBITDA:

EV/EBITDA (Médio) = 6,38€

EBITDA CTT 2016 = 119.499.000€

ENTERPRISE VALUE = EBITDA x (EV/EBITDA)

ENTERPRISE VALUE = 6,38€ x 119.499.000€ = 762.079.498,70€

EQUITY VALUE = ENTERPRISE VALUE + MINORITIES - NET DEBT

Equity Valuation – CTT

EQUITY VALUE = 762.079.498,70€ - 90.275.000€ = 671.804.498,70€

SHARES = 150.000.000

PRICE TARGET = 671.804.498,70€ / 150.000.000 = 4,48€