



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
NOS SGPS, S.A.

TIAGO MIGUEL RAMOS RASCÃO

NOVEMBRO - 2020

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
NOS SGPS, S.A.

TIAGO MIGUEL RAMOS RASCÃO

ORIENTAÇÃO:
INÊS PINTO

NOVEMBRO - 2020

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a toda a minha família, em especial aos meus pais e irmã por todo o apoio e incentivo prestado durante todo o meu percurso académico.

Aos meus amigos e colegas de faculdade que sempre me apoiaram na elaboração deste trabalho.

À minha orientadora Professora Inês Pinto, quero expressar um especial agradecimento por toda a colaboração e orientação prestada ao longo da concretização deste trabalho e pelo esclarecimento de dúvidas que foram surgindo, com o objetivo de alcançar o sucesso neste projeto.

Resumo

O *Equity Research* realizado no âmbito do mestrado de Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG – Universidade de Lisboa) tem como objetivo avaliar o comportamento das ações da NOS SGPS, SA. Foi efetuado um estudo do setor das telecomunicações que está a desenvolver-se cada vez mais a nível tecnológico, sendo hoje um dos serviços fundamentais para o nosso dia-a-dia.

A avaliação foi realizada à data de 31-12-2020. Esta avaliação foi efetuada com a aplicação de dois métodos: *Discounted Cash Flow* com a abordagem *Free Cash Flow to Firm* e, como complemento à avaliação, o Método dos Múltiplos.

No final do estudo, os resultados demonstram que há uma subvalorização, visto que o preço das ações a 31-12-2019 era de 4,80€ (*Euronext Lisbon*) e o *target price* calculado no final deste estudo foi de 6,71€ (FCFF). Embora o resultado obtido no Método dos Múltiplos seja contrário, isto representa um *upside* potencial de 39,83%, sendo a recomendação final, sugerida aos investidores, de compra de ações da NOS.

Palavras-chave: *Equity Research*, NOS SGPS SA, Avaliação, *Free Cash Flow to Firm*, *Discounted Cash Flow*, Avaliação Relativa.

Abstract

The Equity Research carried out as part of the master's degree in Accounting, Taxation and Corporate Finance at the Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG - University of Lisbon) aims to evaluate the behaviour of NOS SGPS, SA shares. We analysed the telecommunications sector, which is developing more and more at a technological level, being today one of the fundamental services for our daily life.

The evaluation was computed out on 31-12-2020. This evaluation was performed with the application of two methods: Discounted Cash Flow with the Free Cash Flow to Firm approach and, as a complement to the evaluation, the Multiples approach.

At the end of the study, the results show that there is an undervaluation, as the share price on 31-12-2019 was 4.80€ (Euronext Lisbon) and the target price calculated at the end of this study was 6,71€ (FCFF). Although the result obtained in the Multiples method is the opposite, this represents a potential upside of 39,83%, with the final recommendation, suggested to investors, to buy NOS shares.

Keywords: *Equity Research, NOS SGPS SA, Valuation, Free Cash Flow Firm, Discounted Cash Flow, Relative Valuation.*

Índice

Agradecimentos.....	i
Resumo	ii
Abstract.....	iii
Índice de figuras	v
Índice de tabelas.....	v
Lista de Acrónimos	vi
1. Introdução.....	1
2. Revisão da literatura	2
2.1. Valor da empresa.....	2
2.2. Métodos de avaliação	3
2.2.1. Modelo de Descontos de Fluxos de Caixa.....	3
2.2.1.1. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	4
2.2.1.2. Free Cash Flow to Firm (FCFF)	5
2.2.1.3. Adjusted Present Value (APV)	7
2.2.2. Método dos múltiplos (avaliação relativa)	8
3. Apresentação da Empresa	9
4. Descrição da atividade.....	11
4.1. Análise Económica	11
4.2. Análise da atividade da NOS	13
4.2.1. Rúbricas do Volume de Negócios.....	13
4.2.2. Evolução da atividade e do VN.....	15
4.3. Impacto causado pelo vírus Covid-19 na NOS	16
5. Gestão e Corporate Governance.....	17
6. Análise estratégica e do setor.....	18
6.1. Análise SWOT e o Modelo de Porter	20
6.1.1 Modelo das 5 forças competitivas de Porter	21
6.1.2 Análise SWOT	24
7. Avaliação	25
7.1. Método FCFF.....	25
7.1.1. EBIT (Resultado Operacional)	25
7.1.2. Capex	27
7.1.3. NFM (Necessidades de Fundo de Maneio)	28
7.1.4. WACC.....	28
7.1.5. Análise dos resultados	31
7.1.5.1. FCFF.....	31
7.5.1.2. Avaliação Relativa (Market Approach).....	33
8. Conclusão.....	35
9. Referências Bibliográficas	36
10. Anexos.....	38

Índice de figuras

Figura 1: Constituição do Grupo NOS	10
Figura 2: Análise SWOT	24

Índice de tabelas

Tabela 1: Evolução do VN (e principais rúbricas) da NOS	14
Tabela 2: Estrutura Acionista da NOS	18
Tabela 3: Tabela 3: Capex (evolução dos AFT e dos AI)	28
Tabela 4: Custo da dívida (kd)	30
Tabela 5: Total de Empréstimos obtidos	30
Tabela 6: Custo do capital próprio, capital alheio e WACC	30
Tabela 7: Peso da dívida e do capital próprio	31
Tabela 8: FCFF previsionais de 2020 a 2024	32
Tabela 9: Previsão da evolução do preço por ação	32
Tabela 10: Resultados do método da Avaliação Relativa	34

Índice de gráficos

Gráfico 1: Evolução do PIB de Portugal (taxa de variação anual, em percentagem)	12
Gráfico 2: Evolução do VN (e principais rúbricas) da NOS	14
Gráfico 3: RGUs totais (em milhares)	15
Gráfico 4: Quota de Mercado em 2019	20

Lista de Acrónimos

- ANACOM: Autoridade Nacional de Comunicações
- APV: *Adjusted Present Value*
- BCE: Banco Central Europeu
- CAPM: *Capital Asset Pricing Model*
- CEO: *Chief Executive Officer*
- D: *Debt*
- DFC: *Discounted Cash Flow*
- E: *Equity*
- EBIT: *Earnings before interest and taxes*
- EBITDA: *Earnings before interest, taxes and amortization*
- EV/EBITDA: *Enterprise value-to-EBITDA ratio*
- FCFE: *Free Cash Flow to Equity*
- FCFF: *Free Cash Flow to Firm*
- FMI: Fundo Monetário Internacional
- INE: Instituto Nacional de Estatística
- PIB: Produto Interno Bruto
- PMEs: Pequenas e médias empresas
- RGUs: *Revenue Generating Unit*
- SWOT: *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*
- UE: União Europeia
- VN: Volume de negócios
- WACC: *Weighted-average cost of capital*

1. Introdução

“Good communication is the bridge between confusion and clarity” - Nat Turner (quote).

O setor das telecomunicações tem vindo a desenvolver-se de forma significativa nos últimos anos, tendo cada vez mais uma importância considerável no dia a dia da população e das empresas. Atualmente, vivemos numa realidade onde as comunicações, via chamada telefónica, videochamada ou por email são fundamentais. Quer a nível empresarial, para as empresas conseguirem cumprir a sua atividade e atingir os seus objetivos, quer a nível pessoal (social), para as pessoas poderem estar em contacto com os seus familiares e amigos.

Em 2020, o mundo começou a enfrentar uma pandemia inesperada (vírus Covid-19) que, devido à sua rápida propagação, levou a maior parte dos países a tomarem medidas de restrição na circulação e de distanciamento, sendo uma das mais prejudiciais a nível económico e social, o confinamento da população nas suas habitações. Estas medidas provocaram fortes quebras na economia portuguesa, causando o aumento da taxa de desemprego (setor do turismo e restauração dos mais afetados), o encerramento de algumas empresas e a diminuição do poder de compra dos consumidores.

Porém, com a adoção do teletrabalho por parte das empresas, em muitos casos, como uma solução de curto/médio prazo para poderem continuar a sua atividade e prestação de serviços aos seus clientes, o setor das telecomunicações e qualidade dos serviços prestados por empresas como a NOS, tornaram-se essenciais para o país continuar a funcionar com a maior normalidade possível.

Este trabalho de projeto “*Equity Research*” sobre a NOS SGPS, SA foi realizado no âmbito do mestrado de Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresarias do Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG – Universidade de Lisboa) e tem como objetivo realizar uma avaliação detalhada da situação específica desta empresa e, da mesma forma, dar a conhecer aos investidores uma recomendação fundamentada acerca de possíveis investimentos.

Ao efetuar este trabalho a escolha recaiu sobre a NOS SGPS, SA, uma vez que suscitou o meu interesse em virtude de ser uma empresa inserida num setor fundamental na nossa sociedade ao nível das comunicações. Logo, foi considerado ser interessante aprofundar este estudo no que diz respeito a esta empresa.

O presente estudo divide-se em três partes: numa primeira fase foi efetuada uma revisão de literatura, onde são abordados alguns métodos de avaliação financeira; na segunda parte foi realizado um breve enquadramento da empresa, seguida de uma análise da atividade da NOS e da sua estratégia no mercado, bem como uma análise ao ambiente macroeconómico onde a empresa se insere, ou seja, no setor das telecomunicações em Portugal (incluindo o possível impacto que o vírus Covid-19 poderá ter na empresa e setor); por fim, foi elaborada uma metodologia de avaliação, sobre as ações da NOS, onde foram aplicadas as metodologias *Free Cash Flow to Firm (Discounted Cash Flow)* e o Método dos Múltiplos (Avaliação Relativa) e também explicados todos os pressupostos adotados na análise.

2. Revisão da literatura

2.1. Valor da empresa

Para haver a criação de valor, as empresas devem investir capital que proporcione uma taxa de retorno superior em relação à taxa do custo para obter o capital necessário (custo de oportunidade dos investidores). Deste modo, é essencial os gestores optarem por tomar decisões informadas, bem como fazer uma boa avaliação do rendimento/risco do investimento para, no médio/longo prazo, criar valor para os seus acionistas (Koller, Goedhart and Wessels, 2010). Os mesmos autores afirmam que o valor de uma empresa é uma medida de performance útil e relevante, uma vez que contribui para uma melhor avaliação e tem em consideração todos os interesses dos *stakeholders*, no médio/longo prazo. Logo, esta medida de avaliação torna-se fundamental para os *stakeholders* pois as empresas que conseguem valorizar-se mais, no futuro, vão conseguir apresentar melhores condições, quer na criação de mais postos de

trabalho e na formação dos seus colaboradores, quer ao nível da satisfação dos seus clientes comparativamente aos seus concorrentes.

Portanto, a avaliação a nível económico-financeiro é uma ferramenta essencial e necessária para os analistas e investidores, uma vez que tem diversas aplicações, nomeadamente, na gestão de carteiras de investimentos, nos processos de aquisição/fusão e no *Corporate Governance* (Damodaran, 2012).

Relativamente aos métodos de avaliação, existem diversos modelos, uns mais simples e outros com maior complexidade, que permitem chegar às conclusões necessárias para avaliar uma empresa. Contudo, apesar destes modelos poderem apresentar características em comum, estes podem ter pressupostos muito diferentes (Damodaran, 2012).

Existem três tipos de modelos de avaliação: o modelo dos descontos de fluxos de caixa, o modelo da avaliação relativa (método dos múltiplos) e o modelo das opções reais (Damodaran, 2012). Outros autores apresentam abordagens semelhantes quanto aos métodos de avaliação, nomeadamente, Fernández (2007).

2.2. Métodos de avaliação

2.2.1. Modelo de Descontos de Fluxos de Caixa

De acordo com Brigham and Ehrhardt (2005), o valor de uma empresa pode ser calculado através do valor dos fluxos de caixa futuros aplicando-se o WACC (*weighted average capital cost*, ou seja, o custo que é necessário suportar para a empresa obter capital dos investidores para financiar os seus ativos e ciclo de exploração), como taxa de atualização dos mesmos para o momento presente. Consideram-se *free cash flows* os fluxos de caixa que a empresa obtém depois de deduzir todas as despesas e encargos a nível operacional, bem como todas as despesas relativas a investimentos e aos seus ativos.

Para Imam, Barker and Clubb (2008), o DCF é um modelo que é muito utilizado pelos analistas financeiros, na medida em que apresenta credibilidade ao nível dos resultados obtidos e, ao mesmo tempo, é um método que se

consegue aplicar facilmente devido à sua simplicidade. Segundo Damodaram (2012) a fórmula geral deste método pode ser apresentada através do seguinte modelo matemático:

$$(1) \text{ Valor da empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

- n = duração dos fluxos de caixa
- CF_t = fluxo de caixa no período t
- r = taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

Segundo Damodaran (2012), o modelo dos descontos de fluxos de caixa apresenta três categorias distintas: o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), o *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) e o *Adjusted Present Value* (APV).

2.2.1.1. Free Cash Flow to Equity (FCFE)

O FCFE avalia os efeitos da participação no capital próprio de uma empresa na perspetiva dos acionistas. Para calcular este indicador são tidos em conta os fluxos de caixa livres associados ao capital próprio, ou seja, os meios financeiros líquidos gerados pelas atividades a nível operacional, de investimento e de financiamento externo que ficam disponíveis para os acionistas da empresa (Neves, 1999). Para determinar o valor de FCFE utiliza-se a seguinte fórmula:

$$(2) \text{ FCFE} = \text{Resultado Líquido} + \text{Depreciações e Amortizações} + \text{Provisões} \\ - \Delta \text{Necessidades de Fundo de Maneio} \\ - \text{Investimentos em ativos fixos} \\ - \text{Reembolsos de capital dos empréstimos obtidos} \\ + \text{Empréstimos obtidos}$$

Contudo, para obter o valor da empresa no momento atual, é necessário atualizar os *cash flows* à taxa do custo do capital próprio (k_e), ou seja, à taxa de

retorno exigida pelos investidores (Damodaran, 2012). A fórmula geral poderá ser expressada por:

$$(3) \text{ Valor do capital próprio} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + ke)^t}$$

Onde:

- ✓ n – duração dos fluxos de caixa
- ✓ $FCFE_t$ - fluxo de caixa relacionado com o capital próprio no período t
- ✓ k_e - custo do capital próprio

Esta abordagem pode ser mais clara e prática no que toca a avaliar uma empresa. Contudo, Damodaran (2012) considera que, quando uma empresa apresenta um grau de alavancagem alto, será melhor aplicar o método *Free Cash Flow to Firm*.

2.2.1.2. Free Cash Flow to Firm (FCFF)

O FCFF avalia a empresa como um todo, onde são consideradas e avaliadas as participações dos acionistas no capital próprio da empresa, assim como a participação de outros detentores de obrigações (credores) que financiam a empresa (capital alheio) (Damodaram, 2012). A fórmula para calcular o valor de FCFF é a seguinte:

$$(4) \text{ FCFF} = \text{Resultado Operacional} * (1 - \text{taxa de imposto sobre os lucros}) \\ + \text{Amortizações e depreciações} \\ - \Delta \text{Necessidades de fundo de maneo} \\ - \text{Investimentos em ativos fixos}$$

Por sua vez, à semelhança do modelo FCFE, é necessário atualizar os *cash flows* para o momento presente à taxa de desconto. Para isso, a taxa a aplicar neste modelo será o *weighted-average cost of capital* (WACC), na medida

em que, como estes fluxos de caixa não incluem os benefícios fiscais da dívida, estes deverão ser expressos através desta taxa de desconto, onde a poupança fiscal é exprimida através do custo do capital alheio após os impostos (Damodaran, 2012). O mesmo autor considera a aplicação desta taxa adequada uma vez que esta expressa o custo de todos os componentes usados para financiar a empresa (tanto capital próprio como capital alheio), tendo também em consideração o peso de cada um na estrutura de capital, ou seja, valoriza a empresa como um todo.

$$(5) WACC = \frac{Equity}{Equity + Debt} * ke + \frac{Debt}{Equity + Debt} * kd * (1 - t)$$

Onde:

- ✓ *Equity* – valor de mercado do capital próprio
- ✓ *Debt* – Valor de mercado da dívida
- ✓ k_e – Custo do capital próprio
- ✓ k_d – custo da dívida (antes de impostos)
- ✓ t – taxa de imposto sobre os lucros

Para Alberro (2015), este modelo é adequado para avaliar empresas que sejam financiadas tanto por capital próprio como por capital alheio, o que vai de encontro à estrutura de capital da NOS. Contudo, para o mesmo autor, uma das grandes limitações deste modelo prende-se pelo facto de no cálculo do WACC não ser considerado possíveis mudanças ao nível da estrutura de capital da empresa. Já Koller et al., (2010), apresenta um ponto de vista semelhante, no sentido de, apesar do WACC ser um modelo de fácil aplicação e intuitivo, este apresenta algumas desvantagens, nomeadamente, o facto de o WACC assumir que as empresas mantêm o seu rácio de dívida/capital (estrutura de capital) constante ao longo do tempo.

Considerando que a NOS possui uma estrutura de capital semelhante/constante ao longo dos anos e é financiada por capital próprio e recorre a capital alheio para alavancar o seu negócio, o método a utilizar para a avaliação da empresa passará pelo método FCFF. Assim, este modelo irá

possibilitar avaliar a empresa como um todo, na perspetiva de todos os investidores da NOS.

2.2.1.3. Adjusted Present Value (APV)

Nesta abordagem a empresa é avaliada em partes, onde em primeiro lugar se avalia a empresa considerando que é financiada apenas por capitais próprios (valor da empresa sem alavancagem financeira) e, seguidamente, vão-se adicionando os efeitos fiscais da dívida e outros custos associados (custos de falência) para se determinar o valor total da empresa (Myers, 1974). Damodaran (2012) apresenta uma explicação semelhante e a seguinte fórmula de cálculo para o APV:

$$(6) APV = \text{Valor da empresa financiada apenas por capitais próprios} \\ + \text{valor presente dos benefícios fiscais} \\ - \text{custos esperados de falência}$$

Luehrman (1997) apresenta algumas vantagens da aplicação deste modelo na prática, nomeadamente, a sua transparência, ou seja, o gestor consegue ter a perceção do valor de cada componente que está a analisar e da sua origem.

Massari, Roncaglio and Zanetti, (2007) afirmam que ambas as abordagens (WACC e APV) apresentam resultados semelhantes se estivermos perante um estado de “*steady state*” (isto é, o comportamento das variáveis de um sistema mantém-se inalterado durante o tempo), sendo a escolha entre estes modelos irrelevante. Por outro lado, numa situação em que uma empresa esteja em crescimento ou queda e tenha que alterar a sua estrutura de capital de forma significativa, avaliá-la com um WACC constante poderá apresentar algumas incongruências (pode aumentar ou diminuir o valor real da empresa). Apesar de ser possível atualizar o valor do WACC tendo em conta essas alterações tomadas pelos gestores, o processo é complexo, sendo por essa razão o APV

uma alternativa válida para determinar uma estimativa do valor da empresa sob essas novas condições (Koller et al, 2010).

2.2.2. Método dos múltiplos (avaliação relativa)

Koller et al. (2010) explica que este método permite estimar o valor de uma empresa através de uma comparação de empresas semelhantes (empresas inseridas no mesmo setor por exemplo), ao nível das suas transações. Quando não é possível encontrar empresas que se encontrem no mesmo setor, poderá recorrer-se à comparação entre empresas com um nível de performance similar de modo a poder-se proceder à respetiva avaliação.

Para se proceder à avaliação através deste método, Damodaran (2012) acrescenta que é necessário padronizar os valores em análise de modo a ser possível a sua comparação. Podem ser padronizados relativamente aos lucros obtidos pela empresa (*Price Earnings Ratio*), ao valor contabilístico das empresas (*Price Book Value*), às receitas obtidas pela empresa através da sua atividade (*Price Sales Ratio*) ou por outras medidas (rácios) dependendo do setor onde as empresas se inserem.

Yoo (2006) testou que, de facto, a precisão da avaliação de uma empresa através do múltiplo/rácio *Enterprise-Value-to-EBITDA* é maior, quando comparado com uma avaliação através do múltiplo *Price Earnings Ratio*, oferecendo assim uma estimativa mais aproximada do valor da empresa.

O método dos múltiplos torna-se mais válido quando comparado com os resultados apresentados por outro método de avaliação, uma vez que assim é possível identificar eventuais diferenças do valor das empresas que estão a ser comparadas com o valor da empresa que está a ser avaliada (Fernández, 2002).

Neste trabalho de projeto, a avaliação da empresa NOS irá ter em conta o método dos Descontos de Fluxos de Caixa (DFC) e o método da Avaliação Relativa (método dos múltiplos).

No que diz respeito aos métodos, considerou-se que o método FCFF é uma boa escolha para a avaliação das contas da NOS, na medida em que este método permite avaliar empresas que mantenham as estruturas de capital

constantes/semelhantes ao longo do tempo (o que no caso da NOS, isso prevê-se que venha a ocorrer futuramente). Este método permite de igual forma obter os *cash flows* disponíveis, quer para os acionistas quer para os investidores.

Relativamente ao Método dos Múltiplos, a escolha considerou-se adequada. Por um lado, este método pode ser utilizado de forma a complementar a avaliação obtida por outros métodos, como no caso em questão: o FCFF. Por outro lado, este método permite efetuar a avaliação da empresa tendo por base o valor de empresas comparáveis existentes do mercado, ou seja, podem ser consideradas empresas do mesmo setor.

3. Apresentação da Empresa

A NOS é uma empresa de telecomunicações portuguesa que surgiu, a 27 de agosto de 2013, através da fusão de duas das maiores empresas de Portugal, a ZON Multimédia e a Optimus Telecomunicações. A fusão entre estas duas empresas deveu-se ao facto de ambas quererem unir forças no que toca à oferta de serviços aos seus clientes, com o objetivo de oferecer um serviço de excelência e diferenciador em relação aos seus concorrentes. Neste momento, Miguel Almeida é o CEO da empresa.

Em 2015, a NOS apresenta uma novidade nos seus serviços, a oferta de conteúdos em 4K (Ultra HD), tendo sido pioneira neste aspeto.

Atualmente, a NOS apresenta um portefólio de negócios diversificado em Portugal, atuando no setor das telecomunicações, onde oferece aos seus clientes serviços de televisão, telefone, internet e telemóvel, bem como no setor de audiovisuais e cinemas, onde a oferta se alarga, quer à distribuição de conteúdos audiovisuais e inúmeros canais, quer à exibição cinematográfica através da NOS Lusomundo Cinemas, onde são exibidos conteúdos cinematográficos.

É líder em Portugal nos serviços de televisão paga e nos serviços de banda larga móvel da nova geração, dominando a quota de mercado relativa ao número de assinantes, com 40,1% e 40,4% respetivamente, comparativamente ao maior concorrente, a MEO Altice (com 39,6% e 36,9% respetivamente). Contudo, em relação à quota de mercado relativa ao número de assinantes, em

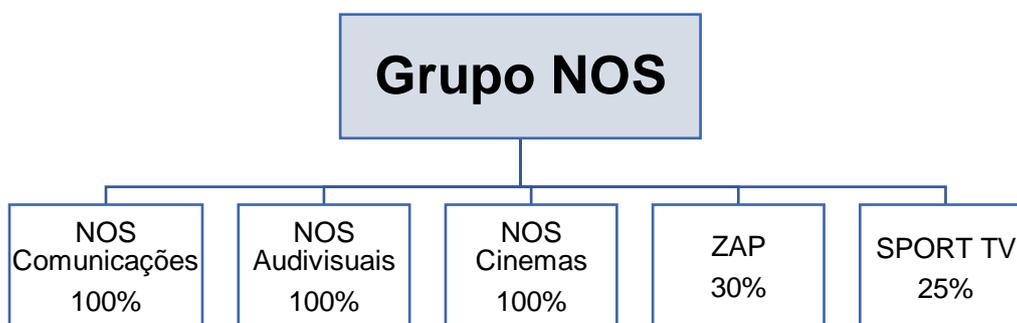
2019, a nível geral (pacotes *multiple play*, onde se incluem mais que um serviço por pacote), a MEO Altice apresentou uma ligeira vantagem relativamente à NOS, com 40,4% de quota de mercado (mais 3,3 pontos percentuais quando comparada com a NOS, que apresentou 37,1%). Por outro lado, a nível de quota de receitas, registou-se uma pequena diferença, com a NOS a apresentar-se como líder, com 42,2% (pacotes *multiple play*) e a MEO Altice com 40,7% (fonte: dados do relatório de 2019 da ANACOM). A NOS é também líder na distribuição cinematográfica em Portugal.

A NOS tem como compromisso a criação de valor de forma sustentada para os seus acionistas e *stakeholders*. É uma empresa cotada em bolsa, estando presente na Bolsa de Valores de Lisboa, ou seja, esta emite valores mobiliários que são admitidos à negociação no mercado regulamentado *Euronext Lisbon*. A 31 de dezembro de 2019, a NOS apresentava um preço por ação de 4,80€, o que representa uma desvalorização de 9,3% face ao período homólogo (final de 2018).

À mesma data, a empresa conta com a colaboração de 1.909 trabalhadores e uma capitalização bolsista de 2.472 milhões de euros.

Em 2019, a NOS apresentou um recorde ao nível de volume de negócios, com um valor de 1.599 milhões de euros, desde a sua fusão em 2013 (um aumento de 61,5% face a esse período) e um incremento de 1,5% face ao período homólogo (2018), onde a prestação de serviços ao nível das telecomunicações se destaca como o *core business* da empresa, com um peso de 92,9% no volume de negócios.

Figura 1: Constituição do Grupo NOS



Fonte: Relatório e Contas da NOS (2019)

4. Descrição da atividade

4.1. Análise Económica

A economia portuguesa tem vindo a recuperar lentamente e de forma sustentada ao longo dos últimos anos, desde a crise económica de 2011. Para a resolução deste problema, Portugal recorreu a uma intervenção externa por parte da União Europeia (UE), ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e ao Banco Central Europeu (BCE), de modo a obter financiamento. Por outro lado, o país teria que implementar medidas de austeridade, de acordo com o Programa de Ajustamento, onde constavam medidas como aumento de impostos sobre as empresas e pessoas singulares, redução dos salários dos trabalhadores e privatização de empresas públicas. Esta recessão teve um impacto negativo na economia, tendo como principais consequências a falência de muitas empresas, nomeadamente, pequenas e médias empresas (PMEs), o aumento do desemprego e a diminuição no consumo de bens e serviços. O setor das telecomunicações foi igualmente afetado, tendo sido aumentado a taxa de IVA, de 21% para 23%, sobre os produtos e prestação de serviços das operadoras o que, por sua vez, conduziu a um aumento do preço destes serviços.

A partir de 2015, Portugal tem registado melhorias significativas na economia, tendo-se observado uma evolução positiva do PIB, conforme demonstrado no gráfico 1.

Contudo, o surgimento do vírus *Covid-19*, em 2020, causou uma situação de pandemia em todo o mundo (com um aumento exponencial do número de infetados e número de mortes), o que levou ao confinamento da população nas suas habitações e à aplicação de medidas restritivas por parte dos governos quanto à sua saída para o exterior. Esta situação teve um impacto negativo na economia de muitos países, provocando, nomeadamente, o aumento da taxa de desemprego, diminuição do consumo privado e público e uma contração nas exportações e importações.

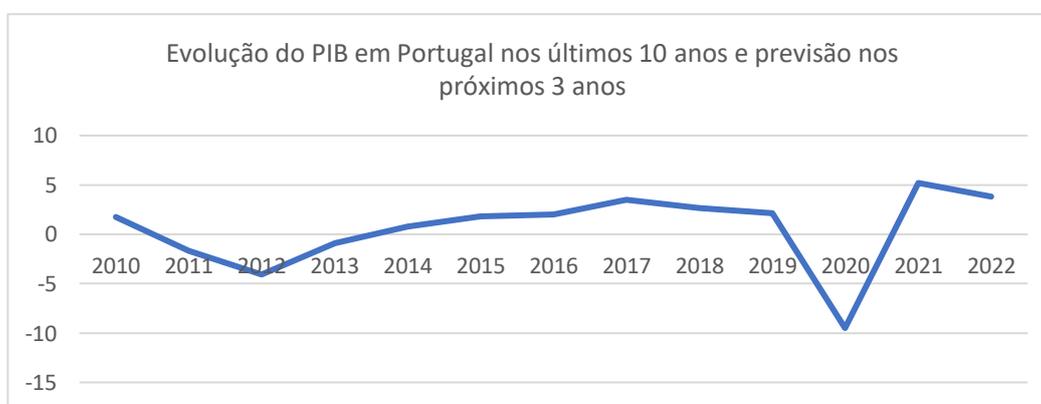
Portugal foi igualmente afetado, onde a pandemia teve um impacto negativo em vários setores da economia, entre os quais se destacam o setor da restauração e turismo e o setor da exportação têxtil e automóvel (levando ao encerramento de empresas, despedimento de colaboradores e quebras

exponenciais nas receitas). Por outro lado, alguns setores encontram-se em risco de colapsar por não se conseguirem adaptar rapidamente ao aumento da procura, principalmente o setor da saúde e indústria farmacêutica, o setor da logística e do retalho alimentar, e os setores dos videojogos e das telecomunicações.

No caso do setor das telecomunicações, não se preveem impactos negativos muito significativos a nível financeiro, uma vez que as empresas, durante a pandemia, continuaram a fornecer os seus serviços e a faturação não sofreu quebras muito acentuadas. No entanto, devido à alteração do modo de vida provocado pela pandemia e pela necessidade de as pessoas e empresas utilizarem mais estes serviços, prevê-se um aumento do tráfego, principalmente, ao nível residencial. Como por exemplo, pessoas que estão a trabalhar em teletrabalho ou crianças e jovens a presenciarem o ensino à distância. Nesse sentido, as operadoras já estão a encontrar novas soluções para melhorar a capacidade das suas redes, de modo a garantir a qualidade dos serviços aos seus clientes (fonte: notícia do Jornal de Negócios, 2020).

Para este ano, prevê-se um período de recessão da economia, visto que as previsões do Banco de Portugal apontam para uma redução do PIB no valor de 9,5% (valor acima da média da zona Euro, fixada nos 8,7%). Todavia, prevê-se uma recuperação no ano de 2021 e 2022, com um crescimento do PIB na ordem dos 5,2% e 3,8%, respetivamente.

Gráfico 1: Evolução do PIB de Portugal (taxa de variação anual, em percentagem)



Fonte: INE e Banco de Portugal

4.2. Análise da atividade da NOS

4.2.1. Rúbricas do Volume de Negócios

A NOS assume-se como sendo uma empresa de excelência, responsável e com objetivos delineados para enfrentar os novos desafios tecnológicos no futuro. Por isso, esta apresenta receitas operacionais provenientes de diversas atividades do seu portefólio de negócios. Através da análise das demonstrações financeiras, em 2019, podemos constatar que a rúbrica “Prestações de serviços” representa o maior peso no negócio em relação às receitas operacionais, com cerca de 92,9% do VN (aproximadamente 1.485.935.000€). Destacar ainda que, destes 92,9%, as receitas relativas a serviços de telecomunicações, nomeadamente, serviços que dizem respeito à subscrição de pacotes de canais base juntamente com outros serviços de internet, telefone e telemóvel, representam 85,9% do volume de negócios (maior fonte de receitas). Enquanto que, os restantes 7% são relativos essencialmente a receitas de bilheteira dos cinemas NOS, receitas de publicidade nos cinemas e nos canais de televisão e à distribuição de conteúdos e canais (canais *premium*).

Por outro lado, 5,6% do VN, que correspondem à rúbrica “Vendas” (cerca de 89.141.000€) estão relacionados com venda de equipamentos nas lojas (telefones e telemóveis) e a receitas relativas à venda de produtos nos bares dos cinemas NOS. Por fim, temos a rúbrica das “Outras receitas”, relacionadas com receitas de telecomunicações e de Audiovisuais, que representam 1,5% do VN.

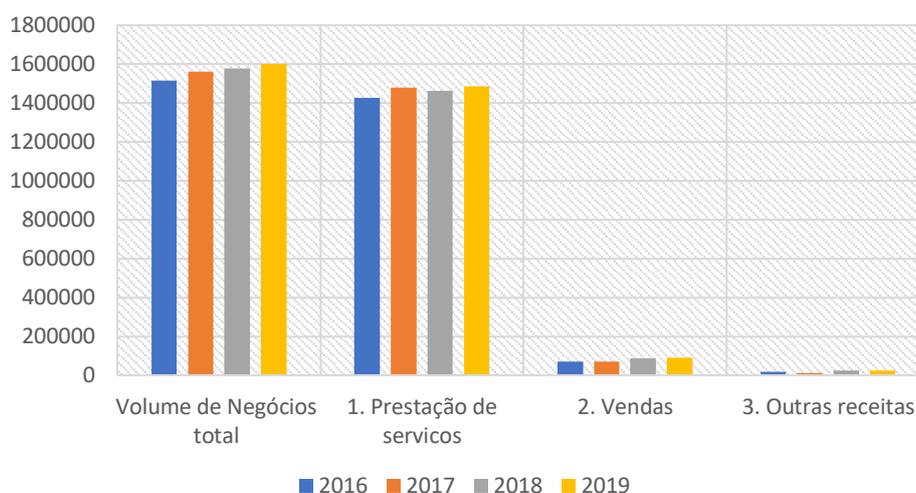
Através da observação da tabela 1 e do gráfico 2, podemos verificar que, desde 2016, esta tendência tem-se mantido, onde a prestação de serviços revela-se como tendo o maior peso no VN (entre 93% a 95%) e, por isso, é a área com maior importância para o negócio. A área de vendas costuma ter um peso no VN na ordem dos 4% a 5%. As “outras receitas”, referentes à venda de outros equipamentos, como acessórios para equipamentos informáticos e eletrónicos, correspondem, aproximadamente, a 1% do VN.

Tabela 1: Evolução do VN (e principais rúbricas) da NOS

Ano	Volume de Negócios	1. Prestação de serviços	%	2. Vendas	%	3. Outras receitas	%
2016	1 514 969	1 425 163	94,1	71 609	4,6	19 197	1,3
2017	1 561 783	1 480 102	94,8	68 833	4,4	12 847	0,8
2018	1 576 161	1 464 349	92,9	87 682	5,6	24 130	1,5
2019	1 599 230	1 485 935	92,9	89 141	5,6	24 155	1,5

(valores expressos em milhares de euros)

Gráfico 2: Evolução do VN (e principais rúbricas) da NOS



Fonte: Relatório e Contas da NOS (2019) (elaboração própria)

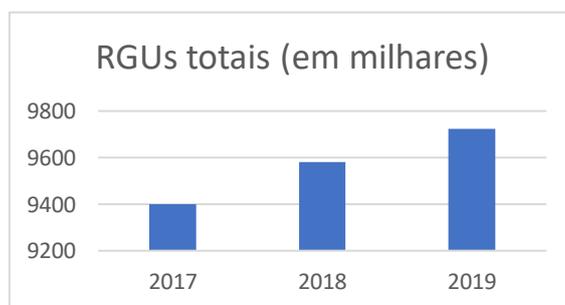
Sendo assim, pode afirmar-se que a subscrição de pacotes de serviços de telecomunicações são a principal atividade e fonte de receitas da NOS. De facto, nos últimos anos, a NOS tem vindo a apostar e a focar-se cada vez mais neste segmento, com a maximização da experiência e satisfação dos seus clientes, e com a oferta de conteúdos exclusivos e personalizados tendo em conta as necessidades de cada um. Para isso, tem apostado quer na inovação dos seus serviços para os seus clientes particulares, sendo as soluções oferecidas mais tecnológicas e pioneiras, quer no segmento empresarial, onde providencia às empresas serviços essenciais, como gestão de dados, e soluções no que toca às comunicações dessas empresas. Ou seja, o departamento de pesquisa/desenvolvimento e inovação torna-se fundamental neste sector de atividade.

4.2.2. Evolução da atividade e do VN

Nos últimos anos, as receitas consolidadas da NOS têm crescido a um ritmo sustentado. Em 2019, as receitas do grupo registaram o valor de 1.599 milhões de euros, um aumento de 1,5% face ao ano anterior, tendo ocorrido também um acréscimo positivo de 1,1% em 2018 (receitas no valor de 1.576 milhões de euros) (situação observada no gráfico 2). Este crescimento pode ser explicado com a ajuda de dois fatores: com a recuperação da economia portuguesa, os portugueses voltaram a obter um maior poder de compra, o que possibilitou investir em novos serviços tecnológicos e de entretenimento; outro fator explicativo para esta tendência positiva, prende-se com o facto de a NOS (bem como a indústria das telecomunicações) ter apostado cada vez mais na inovação dos serviços e numa maior oferta de soluções de modo a abranger as necessidades dos seus clientes.

A atividade da empresa, da mesma forma, tem registado um crescimento idêntico em relação ao aumento de novos subscritores, isto é, novos clientes que aderem a novos serviços. Conforme verificado no gráfico 3, o número de RGUs totais (*Revenue Generating Unit* que corresponde às novas subscrições de serviços individuais) tem sofrido um aumento desde 2017, com cerca de 2%, em 2018, e de cerca de 1,5%, em 2019. Este aumento deveu-se ao facto de a NOS apostar em oferecer soluções mais flexíveis na adesão a novos pacotes, onde é dada a prioridade ao consumidor de poder personalizar os serviços que gostaria de aderir, de modo a que este possa corresponder às suas necessidades e estejam de acordo com o seu perfil.

Gráfico 3: RGUs totais (em milhares)



Fonte: Relatório e Contas da NOS (2019) (elaboração própria)

4.3. Impacto causado pelo vírus Covid-19 na NOS

O vírus Covid-19 provocou um impacto negativo na maioria das unidades de negócio da NOS, quer a nível operacional, quer a nível financeiro. Este efeito foi mais significativo no 2º trimestre do ano de 2020 (2T20) devido ao confinamento da população durante a maior parte desse período.

Em relação ao *core business* da NOS, as perdas observadas não foram muito significativas, uma vez que a cobrança das mensalidades dos serviços manteve-se ativa. Mesmo assim, as receitas provenientes desta área (telecomunicações) sofreram uma queda de 7,8% no 2T20, principalmente devido à suspensão das receitas provenientes dos canais *premium* desportivos (cancelamento de grande parte dos eventos desportivos, nomeadamente o futebol).

A área de Audiovisuais e Exibição Cinematográfica foi a mais afetada na empresa, com uma redução de 69,2% face ao mesmo trimestre de 2019, impactadas pelo decréscimo de 100% das receitas de exibição, uma vez que estes estabelecimentos estiveram encerrados nesse período.

Portanto, apesar do período de recessão verificado, o setor das telecomunicações e a NOS (principalmente), não sofreram perdas muito significativas neste intervalo de tempo ao nível da faturação global da empresa, comparativamente com outros setores da economia. O setor não foi muito afetado visto que muitos consumidores mantiveram ativo este serviço de modo a puderem usufruir de algum entretenimento nas suas habitações durante o confinamento, conseguirem estar em contacto com familiares e amigos de maneira virtual e, em alguns casos, terem a possibilidade de trabalhar através de casa (teletrabalho).

Com o levantar de algumas restrições por parte das autoridades, em meados de maio, o número de novos clientes e a atividade comercial começaram a aumentar prevendo-se uma melhoria e recuperação nos próximos trimestres.

5. Gestão e Corporate Governance

Na presente data, na qual é baseada a análise e a avaliação da empresa, o Conselho de Administração (comissão executiva) da NOS, SGPS, S.A. é constituído pelo Presidente Miguel Almeida (CEO), pelo Vice-Presidente José Pereira da Costa e pelos vogais Ana Marques, Manuel Eanes, José Graça e Luís Nascimento, sendo o presidente do Conselho de Administração Jorge Pereira, considerado um administrador não executivo. A escolha dos membros não executivos (estando presentes em maior número face aos administradores executivos), tem como objetivo incrementar a prossecução dos interesses da NOS e, por outro lado, acompanhar na supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos membros executivos.

O CEO Miguel Almeida é responsável pelas funções jurídicas e regulação, na comunicação corporativa e sustentabilidade, e na estratégia e desenvolvimento de negócio. Antes da fusão da empresa em 2013, ocupava um cargo de presidente executivo na Optimus Comunicações, S.A. (que viria a tornar-se na NOS). A partir de 2013, com a sua entrada na NOS, ocupou diversos cargos como presidente do conselho de administração em empresas do grupo NOS, sendo neste momento, presidente do Conselho Executivo.

Os membros do Conselho de Administração da NOS foram eleitos na Assembleia Geral de 8 de maio de 2019 e irão exercer funções durante o triénio de 2019/2021. Estes membros encontram-se na NOS desde a sua fusão (à exceção de Jorge Graça e Luís Nascimento, que ingressaram na empresa em 2016 e 2017, respetivamente). Por isso, devido à sua vasta experiência no setor e conhecimento do negócio, a NOS tem conseguido evoluir e equiparar-se às melhores empresas do setor.

Em relação ao capital social da NOS, esta é representada atualmente por 515.161.380 ações, de valor nominal de 0,01€/ação. A estrutura acionista é dividida em duas partes, onde 57,16% das ações pertencem investidores portugueses, como a ZOPT, SGPS, S.A. (maior acionista da empresa) e ao Banco BPI, S.A. (tabela 2). Os restantes 42,84% dizem respeito aos restantes acionistas da sociedade, nomeadamente, à MFS Investment Management (EUA), à Norges Bank (Noruega) e a outros investidores (tabela 2).

Tabela 2: Estrutura Acionista da NOS

Acionistas	Nº de Ações	% Capital Social e direitos de voto
ZOPT, SGPS, S.A. (Portugal)	268.644.537	52,15%
Banco BPI, S.A. (Portugal)	25.803.574	5,01%
	294.448.111	57,16%
Outros investidores	198.772.724	38,59%
MFS Investment Management (EUA)	11.049.477	2,14%
Norges Bank (Noruega)	10.891.068	2,11%
	220.713.269	42,84%
Total global	515.161.380	100%

Fonte: Relatório e Contas da NOS (2019) (elaboração própria)

6. Análise estratégica e do setor

O setor das telecomunicações em Portugal tem um peso significativo na economia nacional, na medida em que, é responsável por milhares de postos de trabalho, quer de forma direta (colaboradores das empresas de telecomunicações) quer de forma indireta (fornecedores de equipamentos, por exemplo) e, por outro lado, em 2019, as receitas de telecomunicações representaram 1,63% do PIB nacional (dados da ANACOM e da base de dados PORDATA).

Este mercado de telecomunicações encontra-se atualmente em fase de maturidade, sendo um dos mais avançados e maduros em Portugal, assim como é um dos mercados onde o investimento por parte de investidores em busca de novas soluções tem sido mais significativo.

Comparativamente com os mercados europeus, em Portugal o nível de penetração de FttH (Fiber to the Home, ou seja, oferta de serviços suportadas por fibra ótica) em 2018 foi o mais elevado, com 99%. A fibra ótica passou a ser a principal forma de acesso ao serviço de televisão por subscrição, com um serviço mais rápido e com maior qualidade (representando 44,4% dos assinantes) tendo já ultrapassado a TV por cabo (33,2% dos subscritores).

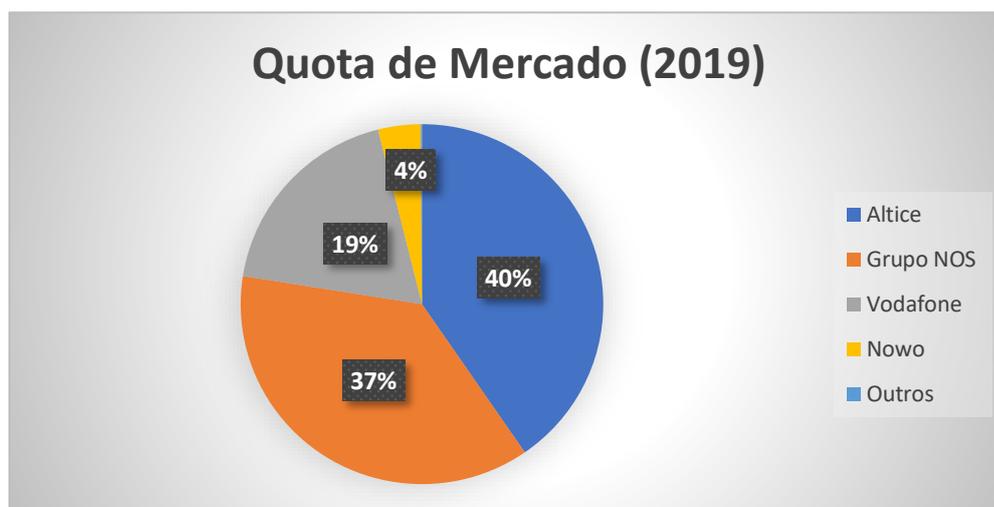
De acordo com um estudo da Associação dos Operadores de Comunicações Eletrónicas (ApriteL), em 2019, os pacotes de 3P e 4/5P (pacotes

que incluem televisão, internet e telefone e pacotes que incluem televisão, internet, telefone, telemóvel e internet de banda larga, respetivamente) representaram 39,1% e 43,3% do mercado, respetivamente. Tendo em consideração os dados da ANACOM, o número de subscrições destes pacotes com mais serviços incluídos (pacotes 4/5P), sofreram um aumento na procura na ordem de 12,5% face a 2018, ao passo que nos pacotes 2P registou-se um decréscimo na ordem dos 8,6% face período homólogo. Ou seja, os consumidores portugueses começaram por optar por pacotes com mais soluções integradas e relevantes, optando por incluir vários serviços num só, de modo a corresponder e satisfazer todas as suas necessidades, bem como obter ofertas mais vantajosas e competitivas.

Em relação ao mercado das telecomunicações em Portugal, devido à convergência dos serviços fixos e móveis, a sua competitividade tem aumentando nos últimos anos. Como competidores diretos, a NOS enfrenta empresas como a MEO Altice (maior concorrente) e a Vodafone e, mais recentemente, a Nowo. Esta competitividade permitiu às empresas oferecer os seus serviços a preços muito competitivos e reduzidos (em relação à Europa, Portugal possui os preços mais reduzidos nos pacotes 3P e 4P, encontrando-se apenas atrás da França). Aliado a esse fator e a uma pequena melhoria da economia portuguesa e do poder de compra dos consumidores, registou-se uma maior procura destes serviços e a uma maior recetividade de alguns consumidores na aquisição dos mesmos.

Esta maturidade verificada nos dias de hoje neste mercado, possibilitou uma maior estabilidade dos preços dos serviços assim como menores alterações das quotas de mercado entre operadores. Relativamente a este ponto, no modo geral, em 2019, a MEO Altice apresentou uma maior quota de mercado nos vários serviços (40,4%) seguindo-se o grupo NOS com 37,1%, sendo estas duas empresas as mais poderosas neste mercado, com um maior número de clientes/novos assinantes e novas soluções apresentadas, bem como com uma maior notoriedade no mercado. As restantes empresas controlam 22,5% do mercado (a Vodafone com 18,6%, a Nowo com 3,8% e 0,1% outras empresas).

Gráfico 4: Quota de Mercado em 2019



Fonte: Dados da ANACOM

6.1. Análise SWOT e o Modelo de Porter

Para identificar e analisar de forma mais precisa o mercado no qual a NOS se insere, vão ser utilizados o modelo das 5 forças competitivas de Porter e a análise SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats*).

O modelo de Porter, por sua vez, tem em conta que as empresas para melhor competirem no mercado onde se inserem, devem decidir a sua estratégia através da liderança pelo custo, diferenciação do produto/serviço e enfoque num segmento, com base no conhecimento da sua atividade e na identificação dos clientes-alvo. Para isso, são utilizadas cinco forças: a ameaça de entrada de novos concorrentes, a rivalidade entre as empresas competidoras, o poder negocial dos fornecedores, o poder negocial dos clientes e a ameaça do aparecimento de produtos ou serviços substitutos.

A análise SWOT é um instrumento fundamental para o desenvolvimento de estratégia empresarial. Tem como objetivo principal analisar e detetar os pontos fortes e fracos que a empresa apresenta, face aos seus concorrentes, e identificar eventuais oportunidades que não tenham sido ainda exploradas, bem como eventuais ameaças que possam surgir de modo a serem evitadas.

6.1.1 Modelo das 5 forças competitivas de Porter

- Ameaça de entrada de novos concorrentes

Neste mercado, a entrada de novas empresas concorrentes é muito difícil (nível de ameaça é baixo), uma vez que as empresas que dominam o mercado (NOS, MEO Altice e Vodafone) já possuem um vasto leque de clientes e um portefólio diversificado de negócios, bem como uma boa quota de mercado (a sua posição encontra-se consolidada). Por outro lado, têm estratégias já delineadas para continuar a crescer num futuro próximo, como a aposta em novos produtos, com mais tecnologia, e novos serviços diferenciadores que correspondam às novas exigências dos consumidores. Ou seja, torna-se complicado para os novos concorrentes obter bons resultados numa fase inicial devido ao facto do domínio do mercado por parte destas empresas.

Além disso, o investimento em infraestruturas e ativos indispensáveis para o funcionamento do negócio implica custos muito elevados, ou seja, torna-se também difícil a formação de novas empresas neste setor, pois a necessidade de investimento inicial é muito elevada.

- Rivalidade entre empresas competidoras

Neste setor, a rivalidade entre a NOS e os seus concorrentes é elevada, uma vez que existe uma grande disputa entre estas empresas no que toca à aquisição de novos clientes, bem como à fidelização destes em relação aos seus serviços. Em Portugal, a NOS compete diretamente com mais três empresas, a MEO Altice, a Vodafone e o Grupo NOWO. Contudo, a operadora que apresenta uma maior capacidade para rivalizar com a NOS é a MEO Altice, pois esta possui uma grande percentagem da quota de mercado a nível nacional, em cerca de 40%, nos serviços de: Voz fixa, banda larga móvel, serviço de TV, Voz móvel e banda larga móvel).

No geral, a NOS e a MEO dominam o mercado das telecomunicações, o fornecimento conjunto deste tipo de serviços corresponde a cerca de 75% da quota de mercado (dados da ANACOM de 2019).

- Poder negocial dos fornecedores

A NOS trabalha diariamente com muitos fornecedores, considerando-os como uma peça fundamental para o bom funcionamento do seu negócio. Estes fornecem serviços na produção e instalação de equipamentos, bem como na logística e distribuição.

Assim sendo, o poder negocial dos fornecedores é considerado como sendo médio-baixo, uma vez que existem outros fornecedores idênticos que poderão providenciar o mesmo tipo de serviços à NOS.

- Poder negocial dos clientes

Existem três tipos de clientes, os clientes que subscrevem os pacotes de canais juntamente com outros serviços de internet e telefone/telemóvel, os clientes que frequentam os cinemas NOS, e os clientes que adquirem equipamentos como telefones ou telemóveis nas lojas NOS.

Relativamente aos clientes que visitam os cinemas para assistir a uma estreia de um filme, e aos clientes que adquiram produtos nas lojas da NOS (telefones/telemóveis) o seu poder negocial é baixo ou quase inexistente, na medida em que, esses preços são estabelecidos inicialmente pela empresa e são tidos em conta face aos preços dos concorrentes, pelo que o cliente não tem muita margem de manobra neste aspeto.

Contudo, em relação aos clientes que subscrevem os pacotes da NOS, o seu poder negocial já poderá ser considerado como médio-alto, uma vez que, aqui o cliente tem a oportunidade de escolher o tipo de serviço que quer, bem como negociar e adquirir eventuais benefícios extra por aderir aos serviços ou por renovar o seu contrato (fidelização). As empresas deste setor terão que ter sempre em atenção os seus concorrentes, tendo que para isso tentar oferecer as melhores condições e os melhores serviços a preços competitivos e que se adequem a todo o tipo de consumidores.

- Ameaça do aparecimento de produtos ou serviços substitutos

No que toca ao aparecimento de novos produtos e serviços, a ameaça é considerada baixa, uma vez que não existe nenhum tipo de tecnologia

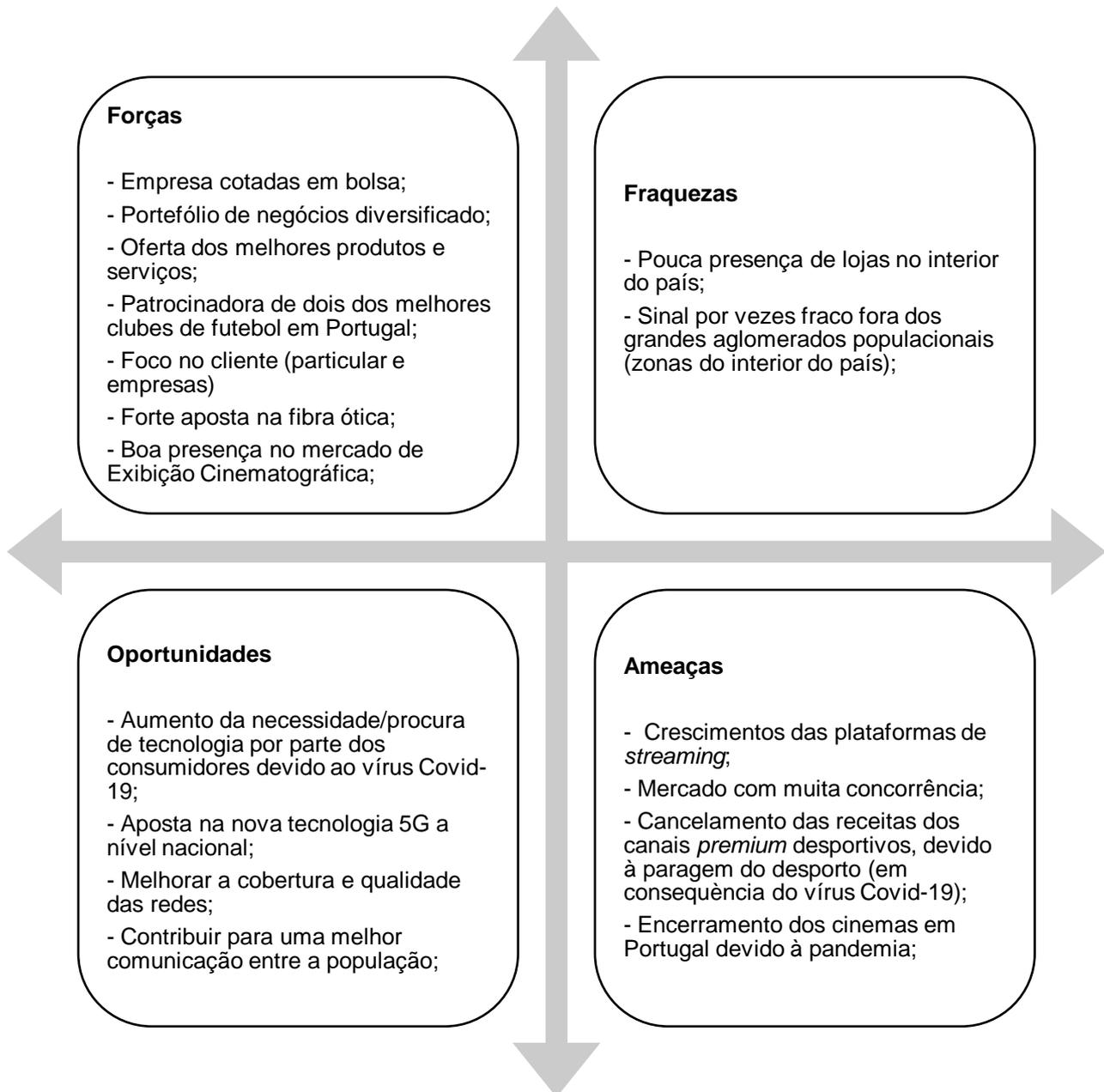
equiparável à que é fornecida por empresas deste setor. Contudo, tem havido uma aposta forte por parte das plataformas de *streaming*, como a *Netflix* ou a *HBO*, que têm apostado fortemente para aparecerem no mercado, com serviços diferenciadores, e estão cada vez mais a atrair novos clientes com os seus conteúdos (filmes e séries principalmente).

De referir apenas que têm surgido novos aparelhos (boxes), a preços muito mais baixos em relação aos da NOS e dos seus concorrentes, que disponibilizam todos os canais (nacionais e internacionais), assim como canais *premium*, filmes, séries e conteúdos musicais, sendo necessário apenas o cliente ter ligação à internet. No entanto, este tipo de serviço é considerado, por vezes, ilegal (pirataria) pois existe a partilha de canais *premium* sem o consentimento das operadoras que detêm os seus direitos, o que poderá trazer problemas futuros para os seus utilizadores.

No caso da nova tecnologia 5G, esta promete revolucionar o mundo a nível tecnológico, onde se destaca, à partida, uma internet móvel mais rápida em relação à atual, bem como o aparecimento de novas tecnologias e aplicações que visam melhorar a experiência do consumidor. Contudo, apesar desta tecnologia poder substituir alguns dos produtos existentes, a cobertura desta nova rede ainda irá demorar algum tempo até ser implementada em Portugal.

6.1.2 Análise SWOT

Figura 2: Análise SWOT



7. Avaliação

Na elaboração deste projeto de avaliação, os métodos tidos em consideração foram o *Free Cash Flow Firm* (FCFF) e o método dos múltiplos.

A primeira escolha recaiu sobre o método FCFF para a avaliação dos *cash flows* futuros, uma vez que este método permite avaliar empresas que mantenham as estruturas de capital constantes/semelhantes ao longo do tempo (o que no caso da NOS, isso prevê-se que venha a ocorrer futuramente) (Damodaran, 2012). A inclusão do WACC como taxa de desconto para atualizar os *cash flows* enquadra-se melhor no caso em estudo, por ser uma empresa já em fase de maturidade, em detrimento do método APV, por exemplo, que se aplica mais a empresas em fase de crescimento (com constantes mudanças a nível da estrutura de capital).

O segundo método escolhido foi o Método dos Múltiplos onde, por um lado, seria utilizado de forma a complementar os resultados obtidos no primeiro método e, assim, poder fazer-se uma segunda análise e, ao mesmo tempo, haver uma comparação entre os resultados. Por outro lado, este método permite efetuar a avaliação da empresa tendo por base o valor de empresas comparáveis existentes no mercado, ou seja, podem ser consideradas empresas do mesmo setor.

Os dados retirados para a preparação das demonstrações financeiras provêm dos Relatórios e Contas Anuais da NOS relativos aos anos 2015 a 2019 e dos Relatórios e Contas referentes aos três primeiros trimestres de 2020.

7.1. Método FCFF

7.1.1. EBIT (Resultado Operacional)

Relativamente ao resultado operacional foram identificadas algumas das rubricas mais relevantes (tanto rendimentos como gastos) e feitas algumas considerações e pressupostos para prever o seu comportamento no médio/longo prazo.

Nos rendimentos, a rubrica com maior peso foi “Receitas e ganhos operacionais”. Este ano, devido ao vírus Covid-19, o valor desta rubrica irá sofrer

uma descida, quebrando o crescimento positivo que se tem observado nos últimos anos. Isto deve-se em parte ao cancelamento das subscrições de canais premium desportivos e pelo encerramento dos cinemas NOS durante um período ainda considerável. Assim sendo, no primeiro semestre de 2020, a NOS registou uma queda média das receitas de exploração de 12,1%. Contudo, com o alívio das medidas de confinamento e reabertura dos estabelecimentos, houve uma ligeira recuperação face ao primeiro semestre, com uma melhoria no segmento das prestações de serviços. O segmento mais afetado continua a ser o dos Audiovisuais, com quedas de cerca de 70% face ao ano passado. No quarto trimestre, a tendência continuará a ser de descida no valor de 5%. No global, prevê-se um decréscimo de 6,6% para este ano no valor desta rúbrica. Nos anos seguintes, a previsão será de uma recuperação económica lenta a nível nacional, por isso é expectável que recuperação ao nível das empresas seguirá a mesma tendência. A principal rúbrica que continuará a evoluir de forma mais significativa será a de prestação de serviços, visto que é uma das grandes apostas da NOS devido à previsão da introdução da tecnologia 5G, melhorias ao nível da inovação e tecnológico dos seus serviços e a aposta contínua na satisfação do cliente. As restantes rúbricas (Vendas e outros serviços secundários) e o segmento dos Audiovisuais poderão ser os mais afetados, por um lado pela diminuição do poder de compra por parte dos consumidores de equipamentos de última geração e, por outro lado, devido ao receio das pessoas circularem em espaços fechados como os cinemas. Considerou-se então um aumento de 0,5% em 2021, 0,75% em 2022 e uma subida de 1,5% em 2023 e 2024, tendo como base dados históricos de evolução obtidos pela empresa em anos financeiros mais estáveis a nível económico.

No que diz respeito às rúbricas com um maior peso nos gastos operacionais foram consideradas: os custos com o pessoal, os custos diretos, os custos das mercadorias vendidas, o fornecimento e serviços externos, o Marketing e publicidade e os serviços de suporte. Os valores destas rúbricas foram previstos tendo em conta a média, nos últimos 4 anos, dos pesos de cada uma sobre o VN, pois, de certa forma, estão diretamente relacionadas com a

evolução das receitas. Neste caso, a sua evolução será idêntica à da conta de receitas e ganhos operacionais para os próximos anos do estudo.

7.1.2. Capex

As rubricas com maior relevância no Ativo da NOS são os ativos fixos tangíveis e os ativos intangíveis.

No que concerne aos ativos fixos tangíveis, estes são constituídos maioritariamente por equipamento básico como rede e infraestruturas de telecomunicações e por equipamento terminal de rede instalado nos clientes. Os efeitos da pandemia também foram notórios no que toca ao investimento em redes móveis e também no lançamento da tecnologia 5G em Portugal. Neste último caso, o atraso na implementação da nova tecnologia deve-se, essencialmente, ao adiamento do concurso por parte da ANACOM dos leilões para a aquisição dos direitos da utilização por parte das operadoras (Covid-19). Por outro lado, não existe ainda um acordo entre o Governo Português e a ANACOM para iniciar este processo para o lançamento da nova geração móvel. Contudo, prevê-se o início de implementação do 5G no início de 2021.

Após este período, com a perspetiva de um desenvolvimento positivo da economia (mais favorável para o investimento por parte das empresas) e com o 5G já numa fase mais avançada do seu processo de implementação, prevê-se um maior investimento em novas infraestruturas (ativos fixos) e na aquisição de novas redes e direitos de utilização (ativos intangíveis).

Em relação aos ativos intangíveis, a sua constituição é composta, de uma maneira geral, por licenças, contratos celebrados com outras operadoras, direitos de utilização frequências ou de transmissão de conteúdos como filmes e séries.

As depreciações, amortizações e perdas por imparidade foram calculadas tendo em conta que o peso que tiveram sobre o valor dos ativos, onde o valor médio foi de 20%.

Os valores previsionais foram calculados tendo em conta o peso médio que estas representavam no ativo, ou seja, para calcular o peso em cada ano sobre o ativo foi feita uma média do peso nos 4 anos anteriores. Assim sendo,

de acordo com as previsões nas demonstrações previsionais, poderá registrar-se um crescimento médio, nos próximos 5 anos, de aproximadamente 0,92% nos ativos fixos tangíveis e 1,34% nos ativos intangíveis, com o principal foco no ano de 2021.

Tabela 3: Tabela 3: Capex (evolução dos AFT e dos AI)

Pressupostos Capex	31/dez/19	31/12/2020*	31/12/2021*	31/12/2022*	31/12/2023*	31/12/2024*
Ativos fixos tangíveis	1 034 813	1 053 131	1 120 122	1 066 964	1 070 007	1 087 913
Ativos intangíveis	1 014 066	1 057 085	1 123 520	1 061 699	1 065 250	1 087 230
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	421 318	422 043	448 728	425 732	427 051	435 029
CAPEX		483 379	582 155	310 753	433 646	474 914

7.1.3. NFM (Necessidades de Fundo de Maneio)

Para o cálculo das previsões referentes às NFM, estas foram calculadas através do peso médio que tiveram, nos últimos 4 anos, sobre o Ativo, uma vez que os valores entre si não se dispersam muito. As contas consideradas, no caso das necessidades cíclicas foram: contas a receber – clientes, contas a receber – outras, inventários e impostos a receber.

Por outro lado, as contas que foram tidas em conta para o cálculo dos recursos cíclicos foram: contas a pagar – fornecedores, contas a pagar – outras e impostos a pagar.

A fórmula para o cálculo das NFM foi a seguinte:

$$(7) NFM = Necessidades\ cíclicas_t - Recursos\ Cíclicos_t$$

7.1.4. WACC

Para calcular o custo do capital próprio foi utilizado o modelo do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Para isso, recorreu-se à taxa de juro das obrigações do tesouro (títulos de dívida pública de Portugal) com uma maturidade de 10 anos como a taxa de juro sem risco (r_f). À data de 2020, a taxa encontra-se a 0,396% (dados do site *Investing.com*).

Relativamente ao cálculo do beta, um dos métodos utilizados foi a realização de uma regressão linear entre o valor histórico do preço das ações da empresa nos últimos 2 anos, desde outubro de 2018 até outubro de 2020, e a

rendibilidade do mercado (PSI20) no mesmo período. Deste modo, conseguiu-se obter a sensibilidade da ação da NOS face às variações do mercado (risco sistemático). Os valores foram retirados do site *Euronext Lisbon*, onde de seguida foram extraídos para o *excel* e foi efetuado o processo referido. Através da observação dos resultados (anexos), podemos extrair um beta de 0,82, o que representa um risco baixo face às variações do mercado.

Por outro lado, foi efetuada uma pesquisa no site da agência *Reuters*, onde o valor providenciado, à data do presente estudo, foi de 0,95. De seguida, procedeu-se ao cálculo do beta sem alavancagem, de modo a obter o risco do mercado mais próximo da realidade, ou seja, sem os efeitos financeiros do capital alheio da NOS. Para isso, foi utilizada a seguinte fórmula:

$$(8) \beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E})}$$

Após o cálculo do valor do Beta *unlevered* da NOS (0,46), foi feita uma comparação com o valor médio do beta *unlevered* de 83 empresas europeias do setor das telecomunicações, em 2019, neste caso no valor de 0,50 (valor extraído da base de dados Damodaran). A seguir, efetuou-se uma média entre estes dois valores, de modo a obter um valor mais próximo do risco do mercado sem o impacto da dívida, ou seja, apenas refletindo o risco com o impacto dos ativos e do capital próprio. Após este processo, voltou-se a alavancar o beta com o impacto da dívida da NOS, obtendo-se o valor de 0,99.

No final, o beta considerado para o estudo foi 0,905 (o que corresponde à média entre estes dois métodos).

O prémio de risco de mercado para Portugal, em 2019, foi de 3,06% (valor extraído da base de dados Damodaran). Posto isto, aplicando o modelo CAPM para o cálculo do custo do capital próprio, foi obtido um k_e de 3,17%.

O capital alheio obtido pela NOS (k_d) foi calculado através do método Synthetic Rating de Damodaran. O valor do rácio EBIT/custos de financiamento teve um valor de 9,74, o que corresponde a um rating AA da Moodys. Neste caso, de acordo com as tabelas de 2019 de Damodaran, o valor do spread

acrescido corresponde a 1,00%. Acrescendo a este valor, a taxa r_f de 0,396% o custo da dívida antes de impostos foi de 1,396%. Os restantes valores necessários para o apuramento do WACC, nomeadamente a estrutura de capital que se prevê que se mantenha semelhante no futuro, encontram-se nas tabelas 3 e 4, sendo que o custo médio ponderado de capital que a NOS suportou foi de 2,24%.

Tabela 4: Custo da dívida (kd)

Custo da dívida	
EBIT (2019)	201 302
Custos de financiamento (2019)	20 661
Rácio EBIT/Custos financiamento	9,74
Rating Moodys	AA
Spread	1,00%
Taxa Obrigações do Tesouro	0,396%
Custo da dívida (após impostos)	1,14%

Tabela 5: Total de Empréstimos obtidos

Empréstimos obtidos	31/12/2019	
	Corrente	Não corrente
Empréstimos de valor nominal		
Empréstimos obrigacionistas	0	575 000
Papel comercial	55 000	413 000
Empréstimos bancários	18 333	36 667
Descbertos bancários	9 518	0
Empréstimos - Acréscimos e diferimentos	1 770	-2 848
Empréstimos - Custo Amortizado	84 621	1 021 819
Locações	58 660	195 028
	143 281	1 216 847
Total Empréstimos obtidos	1 360 128	

Tabela 6: Custo do capital próprio, capital alheio e WACC

Cost of debt (kd)	1,40%
Cost of equity (ke)	3,17%
Tax rate	18,6%
D/(D+E)	0,45
E/(D+E)	0,55
WACC	2,24%

Tabela 7: Peso da dívida e do capital próprio

Passivo total	2 075 854
Caixa e equivalentes	12 819
DEBT	2 063 035
Nº ações	515 161
Preço Ação - 31-12-2019	4,80
EQUITY	2 472 775
Valor da empresa	4 535 810
D/(D+E)	0,455
E/(D+E)	0,545

7.1.5. Análise dos resultados

7.1.5.1. FCFF

Após a aplicação do modelo e de todos os pressupostos anteriormente referidos, a soma de todos os FCFF atualizados deu um total de 399.927.000€ entre o período de 2020 e 2024. No cálculo do valor terminal da empresa, é necessário aplicar uma taxa de crescimento aos cash-flows futuros para que se consiga ter uma previsão mais realista e aproximada do valor da empresa no futuro. No caso de Portugal, a taxa de inflação, que mede se existe uma inflação ou deflação no preço dos bens e serviços, tem vindo a decrescer nos últimos anos, tendo sido -0,1% em 2020, face ao período homólogo. No entanto, as previsões do INE (Instituto Nacional de Estatística) apontam para um crescimento de 1,1% da taxa de inflação em 2021. Por isso, efetuou-se uma média entre as taxas de inflação entre 2018 e 2021 para se conseguir prever e ter em conta eventuais cenários que possam ocorrer devido a esta incerteza económica que Portugal enfrenta. Portanto, considerou-se que, a partir de 2025, os cash-flows continuaram a crescer 0,575%. O valor total dos *cash flows* atualizados na perpetuidade será de 4.338M€.

Considerando que existem cerca de 515 milhões de shares *outstanding* na NOS, chegou-se à conclusão de que, à data do estudo, a avaliação do preço das ações seria de 6,58€ (potencial de crescimento de 37,15%).

Tabela 8: FCFF previsionais de 2020 a 2024

Pressupostos FCFF	31/dez/20	31/dez/21	31/dez/22	31/dez/23	31/dez/24
EBIT	136 942	121 134	156 156	159 451	157 313
EBIT*(1-t)	111 471	98 603	127 111	129 793	128 053
(+) Amortizações e depreciações	422 043	448 728	425 732	427 051	435 029
(-) ΔNFM	10 230	27 795	4 492	-14 649	7 337
(-) CAPEX	483 379	582 155	310 753	433 646	474 914
FCFF	39 905	-62 618	237 599	137 848	80 830
FCFF atualizados	39 905	-61 245	227 291	128 975	73 969

Tabela 9: Previsão da evolução do preço por ação

Terminal Value	4 436 010
FCFF atualizados	368 990
Firm Value	4 805 000
Cash and equivalents	12 819
Debt	1 360 128
Equity value	3 457 691
Shares	515 161
Price per share	6,71 €
Preço Euronext (12/2019)	4,80 €
Potencial de crescimento	39,83%

7.5.1.2. Avaliação Relativa (Market Approach)

De modo a obter uma segunda conclusão e poder comparar-se com o resultado obtido no método FCFF, foi utilizado também este método da Avaliação Relativa, onde se pretende igualmente obter o valor da NOS através da comparação com empresas semelhantes (resultados próximos e inseridas no mesmo setor de atividade e cotadas na bolsa de valores caso seja possível). Neste caso, as empresas escolhidas como comparáveis foram a Telefonica SA (Espanha), a Bouygues Telecom SA (França) e a Deutsche Telekom AG (Alemanha), por serem empresas ligadas ao setor das telecomunicações nos respetivos países, por serem cotadas em bolsa e por terem um modelo de negócio semelhante ao da NOS. O período tido em conta na análise deste método foi entre 2017 e 2019 e os dados foram obtidos através da base de dados Amadeus.

O rácio calculado nesta avaliação foi o seguinte: *Enterprise Value/EBITDA*. A escolha recaiu sobre este rácio, uma vez que, de acordo com a opinião de Yoo (2006), a precisão da avaliação de uma empresa através do múltiplo/rácio *Enterprise-Value-to-EBITDA* é maior, quando comparado com uma avaliação através do múltiplo *Price Earnings Ratio*, oferecendo assim uma estimativa mais aproximada do valor da empresa. O cálculo deste rácio foi feito para cada uma das empresas mencionadas onde, seguidamente, após ser obtida a média de cada indicador, foram multiplicados pelo valor da rúbrica EBITDA da NOS, de modo a estimar o *Enterprise Value* para este rácio. De seguida foi feita uma média entre os valores obtidos.

O resultado obtido representou um *target price* de 6,40€ por ação, o que demonstra uma valorização face ao preço atual (4,80€) de 33,4%. Esta valorização apresenta-se um pouco abaixo do resultado obtido no método anterior, pois neste método a NOS foi comparada a empresas europeias cotadas em bolsa, ou seja, empresas mais desenvolvidas a nível financeiro e com dimensões muito superiores em relação à realidade da NOS. Da mesma forma, estas empresas atuam em mercados mais abrangentes e estão localizadas em países mais desenvolvidos relativamente a Portugal (quer a nível social, quer a nível económico).

Deste modo, é importante realçar que, por vezes, este método poderá apresentar algumas limitações ao nível da análise, uma vez que nem sempre é possível encontrar empresas que se possam comparar, ou seja, que tenham características semelhantes. Neste caso, as empresas usadas como comparáveis, apesar de pertencerem ao mesmo setor do mercado, apresentam estruturas de capital muito superiores às da NOS, o que pode ser uma causa para a obtenção desta desvalorização do preço das ações.

Tabela 10: Resultados do método da Avaliação Relativa

	Média	31/dez/20
Target price		6,40
Current price		4,80
Diferença		1,60
Upside potencial		33,4%

8. Conclusão

Cada vez mais, mesmo com a globalização do mundo, com a possibilidade de aceder a muita informação com um dispositivo e ligação à internet num simples clique e com a especialização dos mercados e das empresas na projeção do futuro dos seus negócios, fazer uma previsão no médio/longo prazo torna-se um desafio muito complexo. Com a realização deste projeto, é possível afirmar que fazer uma avaliação de uma empresa e construir as suas projeções financeiras de uma maneira viável é um trabalho que, por vezes, torna-se um pouco subjetivo, na medida em que, está dependente de inúmeros fatores económicos, do tipo de setor onde a empresa se insere e da competitividade desse mercado e do peso pressupostos adotados no cálculo dos resultados. Este cenário pandémico vivido nos dias de hoje demonstra essa realidade, onde a adoção de medidas de restrição à população provocaram impactos muito negativos nas economias mundiais, contrariando muitas previsões realizadas até ao momento.

Atualmente é essencial conseguirmos comunicar quer com os nossos familiares, quer no caso das empresas com os intervenientes do seu negócio. A NOS situa-se num setor que não foi muito afetado pelo vírus Covid-19, uma vez que as telecomunicações tornaram-se ainda mais importantes para a economia e para a sociedade. Por isso, é importante a NOS continuar nesta evolução a nível tecnológico, onde a próxima revolução prevista poderá começar em 2021 com o início da implementação do 5G.

A principal limitação detetada neste estudo foi conseguir efetuar as projeções financeiras e explicar alguns dos pressupostos adotados, uma vez que, neste cenário de incerteza, torna-se complexo explicar e prever diferentes cenários a nível socioeconómico, que podem não ocorrer futuramente.

Após a finalização deste trabalho, mesmo perante um cenário de incerteza, é possível concluir que a NOS tem um potencial de crescimento alto nos próximos anos. A nível financeiro, concluiu-se que o preço das ações se encontra desvalorizado face ao preço atual (4,80€ por ação), onde o *target price* obtido foi de 6,71€ por ação. Sendo assim, o *upside* potencial é 39,83%.

Deste modo, a recomendação final proposta passa pela compra de ações.

9. Referências Bibliográficas

Agência Reuters – NOS SGPS, S.A. Available at: <https://www.reuters.com/companies/NOS.LS/key-metrics> (Accessed: 3 september 2020)

Alberro, J. (2015) “Estimating Damages Using DCF: From Free Cash Flow to the Firm to Free Cash Flow to Equity (and Back)”, *ICSID Review*, 30(3), pp. 689-698.

ANACOM (2019) – *Relatório Factos & Números*. Available at: <https://www.anacom.pt/render.jsp?categoryId=520&tab=379826> (Accessed: 3 june 2020).

Banco de Portugal 2019 – *Projeções económicas para a economia portuguesa: 2020 – 2022*. Available at: <https://www.bportugal.pt/page/projecoes-economicas> (Accessed: 26 july 2020).

Brigham, Eugene F. and Ehrhardt, Michael C. (2005) “Financial Management Theory and Practise”, Mason, OH: Thomson South Western.

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

Fernández, P. (2002) “Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?”, IESE Business School.

Fernández, P. (2007) “Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations”, IESE Business School.

Imam, S., Barker, R., and Clubb, C. (2008) “The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts”, *European Accounting Review*, 17(3), pp. 503-535.

Jornal de Negócios 2020 – *Operadoras unem-se para minimizar impactos da covid-19 nas telecomunicações*. Available at: <https://www.jornaldenegocios.pt/economia/coronavirus/detalhe/operadoras-unem-se-para-minimizar-impactos-da-covid-19-nas-telecomunicacoes> (Accessed: 26 august 2020).

Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2010) “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, 6th edn, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Luehrman, T. A. (1997) “Using APV: A Better Tool for Valuing Operating”, Harvard Business Review, 75(3), pp. 145-154.

Massari, M., Roncaglio, F. and Zanetti, L. “On the Equivalence between the APV and the wacc Approach in a Growing Leveraged Firm”, European Financial Management, 14(1), pp. 152-162.

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

Neves, J. C. (1999) “ABC das Fusões & Aquisições”, 1st edn. Lisboa: Phalempin.

NOS, SGPS, S.A. (2019) – *Relatório e Contas anual, 2019*. Available at: https://www.nos.pt/institucional/Documents/Reportes%20Financeiros/NOS_FY19_Relatorio_Contas_PT_Final.pdf (Accessed: 4 may 2020)

Yoo, Y. K. (2006) “The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples”, Review of Accounting and Finance, 5(2), pp. 108-123.

10. Anexos

Anexo 1- Balanço Previsional (valores em milhares de euros)

Tabela 11: Balanço Previsional

Demonstração da Posição Financeira	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17	31/dez/18	31/dez/19	31/dez/20	31/dez/21	31/dez/22	31/dez/23	31/dez/24
Ativo não corrente										
Ativos fixos tangíveis	1 167 538	1 158 181	1 043 939	1 026 355	1 034 813	1 053 131	1 120 122	1 066 964	1 070 007	1 087 913
Propriedades de investimento	698	663	661	659	653	658	657	656	657	656
Ativos intangíveis	1 178 559	1 158 779	1 082 601	1 019 256	1 014 066	1 057 085	1 123 520	1 061 699	1 065 250	1 087 230
Encargos de contratos com clientes	0	0	170 797	162 948	163 101	178 699	148 249	165 996	170 268	161 681
Direitos de uso	0	0	0	200 483	218 383	125 291	127 609	161 724	148 375	152 859
Investimento em empreendimentos conjuntos e associados	29 922	7 888	37 130	19 585	18 244	20 712	25 631	21 043	21 407	22 198
Contas a receber - outros	7 182	6 489	6 185	4 529	4 064	5 317	5 024	4 733	4 784	4 965
Impostos a recuperar	3 617	3 617	149	149	149	1 016	366	420	488	572
Outros ativos financeiros não correntes	77	77	180	204	439	225	262	283	302	268
Ativos por impostos diferidos	122 539	117 302	109 355	94 404	80 428	100 372	96 140	92 836	92 444	95 448
Instrumntos financeiros derivados	0	6	0	112	0	30	35	44	27	34
Total do Ativo não corrente	2 510 132	2 453 002	2 450 997	2 528 684	2 534 340	2 542 535	2 647 614	2 576 397	2 574 009	2 613 824
Ativo corrente										
Inventários	30 540	51 043	32 044	38 885	34 081	35 599	37 667	35 847	36 234	36 763
Contas a receber - clientes	347 837	348 926	400 895	382 100	361 713	388 399	392 713	381 719	386 254	388 843
Ativos de contratos com clientes	0	0	47 424	57 022	68 059	50 673	55 795	58 021	58 137	55 656
Contas a receber - outros	11 135	15 814	10 366	9 164	28 129	15 868	15 882	17 261	19 285	17 074
Impostos a recuperar	2 242	2 861	14 945	1 246	4 632	5 921	6 686	4 621	5 465	5 673
Custos diferidos	64 660	84 391	46 527	38 844	43 954	53 429	45 689	57 979	50 263	51 840
Ativos não correntes detidos para venda	0	24 237	0	600	450	6 322	1 843	2 304	2 730	3 299
Instrumntos financeiros derivados	0	54	19	73	0	37	32	35	26	33
Caixa e equivalentes de caixa	9 948	2 313	2 978	2 182	12 819	5 073	4 684	6 190	7 191	5 784
Total do Ativo corrente	466 362	529 639	555 198	530 116	553 837	561 320	560 989	563 976	565 585	564 965
TOTAL DO ATIVO	2 976 494	2 982 641	3 006 195	3 058 800	3 088 177	3 103 855	3 208 603	3 140 373	3 139 594	3 178 789
Capital Próprio										
Capital Social	5 152	5 152	5 152	5 152	5 152	5 152	5 152	5 152	5 152	5 152
Prémios de emissão de ações	854 219	854 219	854 219	854 219	854 219	854 219	854 219	854 219	854 219	854 219
Ações próprias	-10 559	-18 756	-12 681	-12 132	-14 655	-14 556	-13 506	-13 712	-14 107	-13 970
Reserva Legal	3 556	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030	1 030
Outras reservas e resultados acumulados	119 004	112 031	129 504	60 276	16 041	79 463	71 321	56 775	55 900	65 865
Resultado líquido	82 720	90 381	122 083	137 770	143 494	93 072	81 649	105 969	110 329	108 471
Capital Próprio excluindo interesses que não controlam	1 054 092	1 044 057	1 099 307	1 046 315	1 005 281	1 018 380	999 865	1 009 433	1 012 522	1 020 767
Interesses que não controlam	9 430	9 041	7 807	7 296	7 042	7 382	7 240	7 221	7 281	7 247
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO	1 063 522	1 053 098	1 107 114	1 053 611	1 012 323	1 025 762	1 007 105	1 016 655	1 019 803	1 028 014
Passivo não corrente										
Empréstimos obtidos	979 422	972 003	954 658	1 014 364	1 216 847	1 099 469	1 195 335	1 129 698	1 160 337	1 166 210
Provisões	139 484	146 287	133 262	128 815	94 959	128 831	124 002	124 768	118 140	123 935
Contas a pagar - outros	0	21 552	17 615	9 724	3 855	13 187	11 095	9 465	9 400	10 787
Impostos a pagar	0	1 298	0	0	0	0	0	0	0	0
Acréscimos de custos	9 470	9 185	8 767	688	667	4 827	3 737	2 480	2 928	3 493
Proveitos diferidos	5 259	4 138	3 773	5 521	5 123	4 639	4 764	5 012	4 884	4 825
Instrumntos financeiros derivados	3 369	4 027	2 462	0	265	1 689	1 104	764	955	1 128
Passivos por impostos diferidos	13 739	10 206	25 523	5 123	11 626	13 120	13 848	10 929	12 381	12 569
Total do Passivo não corrente	1 150 743	1 168 696	1 146 060	1 164 235	1 333 342	1 265 760	1 353 885	1 283 116	1 309 026	1 322 946
Passivo corrente										
Empréstimos obtidos	178 022	224 692	210 136	283 061	143 281	225 293	265 851	259 121	223 386	243 413
Contas a pagar - fornecedores	327 485	238 828	224 864	254 950	259 499	244 535	255 962	253 737	253 433	251 917
Contas a pagar - outros	28 706	68 733	58 155	38 226	33 835	49 737	44 988	41 697	42 564	44 747
Impostos a pagar	23 296	23 957	19 222	33 783	68 202	46 291	41 875	47 538	50 976	46 670
Acréscimos de custos	175 871	174 514	213 564	197 052	203 726	215 214	207 389	205 845	208 044	209 123
Proveitos diferidos	28 802	30 123	27 047	32 671	33 834	30 919	31 118	32 135	32 001	31 543
Instrumntos financeiros derivados	47	0	33	1 211	135	345	431	530	360	417
Total do Passivo corrente	762 229	760 847	753 021	840 954	742 512	812 334	847 613	840 603	810 765	827 829
TOTAL DO PASSIVO	1 912 972	1 929 543	1 899 081	2 005 189	2 075 854	2 078 093	2 201 498	2 123 719	2 119 791	2 150 775
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO	2 976 494	2 982 641	3 006 195	3 058 800	3 088 177	3 103 855	3 208 603	3 140 374	3 139 594	3 178 789

Anexo 2 – Demonstração de Resultados Previsional (valores em milhares de euros)

Tabela 12: Demonstração de Resultados Previsional

Demonstração de Resultados	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17	31/dez/18	31/dez/19	31/dez/20	31/dez/21	31/dez/22	31/dez/23	31/dez/24
Prestação de serviços	1 362 988	1 425 163	1 459 448	1 464 349	1 485 935	1 387 863	1 394 803	1 405 264	1 426 343	1 447 738
Vendas	66 880	71 609	83 771	87 682	89 141	83 258	83 674	84 302	85 566	86 850
Outras receitas	14 437	18 197	15 422	24 130	24 155	22 561	22 674	22 844	23 186	23 534
Receitas e ganhos operacionais	1 444 305	1 514 969	1 558 641	1 576 161	1 599 231	1 493 682	1 501 150	1 512 409	1 535 095	1 558 121
Custos com o pessoal	89 103	93 092	89 201	82 703	85 176	83 799	82 212	81 897	83 770	85 536
Custos diretos	436 705	457 774	498 855	509 699	524 058	475 476	483 917	488 418	495 576	501 115
Custos das mercadorias vendidas	53 398	56 883	63 391	62 660	64 228	59 051	60 091	60 300	61 249	62 065
Marketing e publicidade	29 128	36 269	36 415	35 774	37 216	34 830	34 770	34 955	35 639	36 152
Serviços de suporte	93 721	91 445	92 851	84 426	82 335	84 013	82 888	81 863	83 307	85 641
Fornecimento e serviços externos	183 719	184 416	163 848	121 973	112 863	139 962	130 144	124 153	127 820	134 682
Outros custos / (ganhos) operacionais	780	831	605	751	516	648	608	619	603	640
Impostos indiretos	26 202	29 466	32 455	34 123	32 844	30 792	31 383	31 650	31 848	32 407
Provisões e ajustamentos	-1 550	8 058	5 627	19 745	18 934	12 433	13 623	15 792	15 228	14 709
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	366 406	391 555	419 936	421 435	421 318	422 043	448 728	425 732	427 051	435 028
Custos de integração	15 805	14 084	8 260	10 684	7 732	9 787	8 806	9 087	8 927	9 443
Perdas / (ganhos) com a alienação de ativos, líquidas	-572	-9	56	-496	-547	-234	-292	-381	-363	-327
Gastos e perdas operacionais (antes de outros custos não recorrentes)	1 292 845	1 363 864	1 411 500	1 383 477	1 386 673	1 352 600	1 376 880	1 354 085	1 370 655	1 397 091
Outros custos / (ganhos) não recorrentes, líquidos	4 685	8 333	7 349	-9 199	10 726	4 140	3 136	2 167	4 989	3 718
Resultados operacionais	146 775	142 772	139 792	201 883	201 832	136 942	121 134	156 156	159 451	157 313
Perdas / (ganhos) em empresas participadas, líquidas	-3 584	5 948	-22 933	6 441	1 022	-2 264	-4 317	126	-1 408	-2 035
Custos de financiamento	24 057	16 844	20 135	25 019	20 661	19 728	20 610	21 072	20 643	21 158
Perdas / (ganhos) em variações cambiais, líquidas	794	480	57	-152	139	128	42	40	87	77
Perdas / (ganhos) em ativos financeiros, líquidas	249	0	2	-132	142	2	3	3	36	11
Outros custos / (proveitos) financeiros, líquidos	10 629	7 277	3 800	5 956	3 826	5 009	4 489	4 732	4 553	4 845
Gastos e custos financeiros	32 145	30 549	1 061	37 132	25 790	22 603	20 828	25 973	23 912	24 056
Resultado antes de impostos	114 630	112 223	138 731	164 751	176 042	114 339	100 306	130 184	135 539	133 257
Imposto sobre o rendimento	32 138	22 226	16 500	27 479	32 798	21 267	18 657	24 214	25 210	24 786
Resultado consolidado líquido	82 492	89 997	122 231	137 272	143 244	93 072	81 649	105 969	110 329	108 471

Anexo 3 – Principais rúbricas do EBIT (valores em milhares de euros)

Tabela 13: Principais rúbricas do EBIT

Pressupostos EBIT	31/dez/18	31/dez/19	31/12/2020*	31/12/2021*	31/12/2022*	31/12/2023*	31/12/2024*
Receitas e ganhos operacionais	1 576 161	1 599 231	1 493 682	1 501 150	1 512 409	1 535 095	1 558 121
Custos com o pessoal	82 703	85 176	83 799	82 212	81 897	83 770	85 536
Custos diretos	509 699	524 058	475 476	483 917	488 418	495 576	501 115
Custos das mercadorias vendidas	62 660	64 228	59 051	60 091	60 300	61 249	62 065
Marketing e publicidade	35 774	37 216	34 830	34 770	34 955	35 639	36 152
Serviços de suporte	84 426	82 335	84 013	82 888	81 863	83 307	85 641
Fornecimento e serviços externos	121 973	112 863	139 962	130 144	124 153	127 820	134 682

Anexo 4 – Necessidades de Fundo de Maneio (valores em milhares de euros)

Tabela 14: Necessidades cíclicas

Pressupostos Necessidades Cíclicas	31/dez/18	31/dez/19	31/12/2020*	31/12/2021*	31/12/2022*	31/12/2023*	31/12/2024*
Contas a receber - Clientes	382 100	361 713	361 713	388 399	392 713	381 719	386 254
Contas a receber - outros	9 164	28 129	15 868	15 882	17 261	19 285	17 074
Inventários	38 885	34 081	35 599	37 667	35 847	36 234	36 763
Impostos a recuperar	1 246	4 632	4 632	5 921	6 686	4 621	5 465
Necessidades cíclicas	431 395	428 555	417 812	447 868	452 506	441 860	445 556

Tabela 15: Recursos cíclicos

Pressupostos Necessidades Cíclicas	31/dez/18	31/dez/19	31/12/2020*	31/12/2021*	31/12/2022*	31/12/2023*	31/12/2024*
Contas a pagar - Fornecedores	254 950	259 499	244 535	255 962	253 737	253 433	251 917
Contas a pagar - outros	38 226	33 835	49 737	44 988	41 697	42 564	44 747
Impostos a pagar	33 783	68 202	46 291	41 875	47 538	50 976	46 670
Recursos cíclicos	326 959	361 536	340 564	342 825	342 971	346 974	343 333

Tabela 16: Variação das NFM

	31/dez/18	31/dez/19	31/12/2020*	31/12/2021*	31/12/2022*	31/12/2023*	31/12/2024*
Necessidades de Fundo de Maneio	104 436	67 019	77 249	105 043	109 535	94 886	102 222
ΔNFM	-	-37 417	10 230	27 795	4 492	-14 649	7 337

Anexo 5 – Cálculo do Beta – Regressão linear

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,616752791
R Square	0,380384005
Adjusted R Square	0,379164289
Standard Error	0,01327034
Observations	510

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,054919605	0,054919605	311,8626314	9,04592E-55
Residual	508	0,089459771	0,000176102		
Total	509	0,144379376			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-0,000675179	0,000587779	-1,148694885	0,251222397	-0,001829956	0,000479598	-0,001829956	0,000479598
BETA	0,819371597	0,046397997	17,65963282	9,04592E-55	0,728216015	0,91052718	0,728216015	0,91052718

Anexo 6 – Método dos múltiplo

Enterprise Value/EBITDA	31/dez/17	31/dez/18	31/dez/19	Média geral
NOS SGPS, SA	7,12	6,45	3,97	
Telefonica SA	5,70	5,56	5,91	
Bouygues Telecom SA	4,90	3,69	3,85	
Deutsche Telekom AG	5,19	5,90	5,26	
	5,73	5,40	4,75	5,29

Média	31/dez/20
Target price	6,40
Current price	4,80
Diferença	1,60
Upside potencial	33,4%