



EQUITY RESEARCH:
O Caso da Cofina S.G.P.S., S.A.

Carla Isabel Abrantes Borrego

Orientador: Prof. José Carlos Tudela Martins

30 de Setembro de 2011

Dissertation submitted in partial fulfillment of requirements for the degree of MSc in Business Administration, at the Universidade Católica Portuguesa, September 30, 2011

i. SUMÁRIO EXECUTIVO

Com uma posição relevante no segmento de jornais e de revistas, a Cofina, S.G.P.S., S.A. (adiante designada por Cofina ou Grupo) é um dos maiores grupos de imprensa escrita a actuar em Portugal. É detentora de um portfólio de 5 jornais e 10 revistas, destacando-se o *Correio da Manhã*, um jornal diário generalista (líder de mercado), e a *Sábado*, revista generalista que tem vindo a consolidar a sua posição no mercado. O Grupo tem conseguido contrariar o contexto macroeconómico desfavorável, o forte ambiente concorrencial do sector e a queda do mercado publicitário, o que se tem reflectido em ganhos de quota de mercado e numa performance operacional sólida. Porém, a instabilidade dos mercados bolsistas tem afectado também a cotação da Cofina, que desde Janeiro de 2011 desvalorizou mais de 55%.

Esta Dissertação pretende apurar o valor subjacente às acções da Cofina, através de uma análise aprofundada do Grupo e da indústria, assim como das suas perspectivas de crescimento. A avaliação foi realizada com base na revisão bibliográfica e nas melhores práticas de avaliação de empresas, de forma a combinar adequadamente a teoria e a prática e obter o valor justo da cotação da Cofina.

Com esta avaliação foi possível concluir que as acções da Cofina encontram-se cotadas abaixo do seu valor intrínseco, 0,77 euros, apresentando um potencial de valorização de 174,7%, o que se traduz numa recomendação de compra. Esta recomendação resulta, essencialmente, da performance operacional sólida que a Cofina tem vindo a apresentar, com margens EBITDA acima da média dos *peers* e dos restantes *players* do sector em Portugal.

Palavras-chave: Avaliação de empresas; *Adjusted Present Value*; *Enterprise Value*; Imprensa escrita; Jornais; Revistas; Cofina

Abstract

With a relevant position on the market segment of newspapers and magazines, Cofina, S.G.P.S., S.A (from now on referred as Cofina or Group) is one of the major groups of the written press operating in Portugal. It holds a portfolio of 5 newspapers and 10 magazines, namely *Correio da Manhã*, which is a generalist daily newspaper (market leader), and *Sábado*, a generalist magazine that has been strengthening its market position. The Group has shown the ability to counteract the unfavorable macroeconomic context, the strong competitive environment of the sector and the fall in the advertisement market, which has been reflected in an increased market share and a solid operational performance. However, the instability in the stock market has also affected Cofina's share price, which has devalued more than 55% since January 2011.

This Thesis aims to obtain the value of Cofina's stocks through a profound analysis of the Group and its industry, as well as according to its growth perspectives. The evaluation was based on a literature review and on the best equity valuation practices, in order to conciliate the theory and practice and to reach the real value of Cofina's share price.

With this evaluation it was possible to conclude that Cofina's stocks are quoted under their intrinsic value, 0,77 euros, presenting a potential appreciation of 174,7%, which corresponds to a buying recommendation. This suggestion is due to Cofina's solid operational performance, with EBITDA margins above the average of its peers as well as of the other players in the Portuguese sector.

Keywords: Equity valuation; Adjusted Present Value; Enterprise Value; Written press; Newspapers; Magazines; Cofina

ii. PREFÁCIO

A Dissertação do MSc em *Business Administration* da Universidade Católica Portuguesa simboliza o encerramento de um ciclo do percurso académico, que não será certamente o último. Tratou-se de um ciclo particularmente trabalhoso e desafiante, cuja finalização com sucesso implicou, muitas vezes, abdicar de uma parte considerável da vida social e o desenvolvimento de técnicas de *time e stress management* que facilitassem a conciliação da vida profissional, académica e pessoal.

A realização da Dissertação não foi excepção. Por um lado, desenvolver *equity research* num contexto económico e financeiro instável tornou-se ainda mais desafiante, mas, por outro lado, exigiu e simultaneamente incentivou um maior e melhor aprofundamento e aplicação de conhecimentos, assumindo-se como uma mais-valia indispensável num *major* em Finanças.

Gostaria de agradecer ao Professor José Carlos Tudela Martins pela constante disponibilidade durante toda a Dissertação e pelo seu precioso apoio, *feedback* e opinião crítica. Um agradecimento também ao Dr. Ricardo Ferreira, *Investor Relations* da Cofina, pela gentileza demonstrada na resposta a todas as questões e pelos comentários pertinentes realizados, assim como ao Dr. Guido Santos, analista da CaixaBI, pelo valioso conhecimento e experiência transmitida. Por último, mas não menos importante, gostaria de agradecer à minha família e amigos (em especial à Carla Manso), pela motivação e apoio incondicional.

iii. ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| SUMÁRIO EXECUTIVO | 2 |
| PREFÁCIO..... | 3 |
| 1. INTRODUÇÃO | 6 |
| 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA | 7 |
| 2.1 ENQUADRAMENTO..... | 7 |
| 2.2 PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO..... | 7 |
| 2.2.1 <i>Discounted Cash Flows Valuation</i> | 7 |
| 2.2.1.1 <i>Equity Valuation</i> | 8 |
| 2.2.1.2 <i>Firm Valuation</i> | 10 |
| 2.2.1.3 <i>Adjusted Present Value Valuation</i> | 16 |
| 2.2.2 <i>Relative Valuation</i> | 19 |
| 2.2.3 <i>Contingent Claim Valuation</i> | 21 |
| 2.2.4 <i>Accounting and Liquidation Valuation</i> | 22 |
| 2.3 RECONCILIAÇÃO DOS VÁRIOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO | 22 |
| 2.4 ANÁLISE COMPARATIVA DOS VÁRIOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO E SUA APLICABILIDADE AO CASO COFINA | 23 |
| 3. METODOLOGIA E RECOLHA DE DADOS | 24 |
| 4. APRESENTAÇÃO DA COFINA..... | 25 |
| 4.1 EVOLUÇÃO BOLSISTA E ESTRUTURA ACCIONISTA..... | 26 |
| 4.2 POLÍTICA DE DIVIDENDOS | 28 |
| 4.3 ANÁLISE ESTRATÉGICA | 28 |
| 4.4 ANÁLISE DE PORTFÓLIO | 30 |
| 4.4.1 Jornais..... | 31 |
| 4.4.2 Revistas | 33 |
| 4.4.3 <i>Publicações on-line</i> | 34 |
| 4.4.4 Revistas exclusivas de grupos empresariais portugueses | 35 |
| 5. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E DA INDÚSTRIA | 35 |
| 5.1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO | 35 |
| 5.2 ENQUADRAMENTO DA INDÚSTRIA..... | 36 |
| 5.2.1 Cadeia de valor | 36 |
| 5.2.2 Publicidade | 37 |
| 5.2.3 Circulação..... | 39 |
| 5.2.4 Estrutura de custos..... | 40 |
| 5.2.5 Principais tendências e perspectivas futuras da indústria | 41 |
| 5.2.6 Análise SWOT da Cofina | 42 |
| 6. EVOLUÇÃO DA PERFORMANCE OPERACIONAL E ECONÓMICO-FINANCEIRA | 43 |
| 6.1 PERFORMANCE OPERACIONAL..... | 43 |
| 6.2 PERFORMANCE ECONÓMICO-FINANCEIRA | 45 |
| 7. MÉTODO DE AVALIAÇÃO..... | 46 |

| | |
|---|-----------|
| 8. PRINCIPAIS PRESSUPOSTOS DE AVALIAÇÃO | 47 |
| 8.1 PERÍODO EXPLÍCITO E VALOR TERMINAL | 47 |
| 8.2 PRESSUPOSTOS MACROECONÓMICOS E FISCAIS | 48 |
| 8.3 PRESSUPOSTOS OPERACIONAIS | 50 |
| 8.4 PRESSUPOSTOS DE INVESTIMENTO EM CAPITAL | 55 |
| 8.5 PRESSUPOSTOS DE FUNDO DE MANEIO | 57 |
| 8.6 PRESSUPOSTOS DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E MONTANTE DE CAIXA E EQUIVALENTES | 60 |
| 8.7 PRESSUPOSTOS DE FINANCIAMENTO: DÍVIDA FINANCEIRA | 60 |
| 8.8 <i>THE UNLEVERED COST OF EQUITY</i> | 62 |
| 8.9 PRESSUPOSTOS SOBRE OS BENEFÍCIOS FISCAIS | 64 |
| 8.10 PRESSUPOSTOS SOBRE OS CUSTOS DE FALÊNCIA | 65 |
| 9. ANÁLISE DE RESULTADOS | 66 |
| 9.1 RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES | 66 |
| 9.2 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE | 70 |
| 10. AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS | 71 |
| 10.1 SELECÇÃO DO <i>PEER GROUP</i> | 71 |
| 10.2 COMPARAÇÃO DA COFINA COM O <i>PEER GROUP</i> | 72 |
| 11. COMPARAÇÃO COM A AVALIAÇÃO DA CAIXABI | 73 |
| 11.1 COMPARAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO | 73 |
| 11.2 COMPARAÇÃO DOS PRESSUPOSTOS E <i>DRIVERS</i> DE AVALIAÇÃO | 74 |
| 11.3 COMPARAÇÃO DE RESULTADOS | 79 |
| 12. INVESTMENT CASE | 80 |
| 13. CONCLUSÃO | 82 |
| BIBLIOGRAFIA | 83 |
| LISTA DE FIGURAS | 88 |
| LISTA DE GRÁFICOS | 88 |
| LISTA DE TABELAS | 88 |
| ANEXOS | 89 |

(Texto escrito ao abrigo do anterior acordo ortográfico)

1. INTRODUÇÃO

A recente conjuntura económico-financeira reflectiu-se na deterioração dos principais índices bolsistas. A cotação bolsista da Cofina, um dos principais grupos de *media* em Portugal, cotada na Euronext Lisboa no índice PSI Geral, não foi excepção. De uma perspectiva simplista, esta desvalorização transversal dos índices cotados em bolsa está relacionada com a estagnação da performance e/ou das perspectivas de crescimento das empresas e com movimentos especulativos de mercado.

O objectivo da presente Dissertação é avaliar a Cofina e apurar o valor intrínseco das suas acções, o que permitirá realizar uma recomendação de compra ou venda em função da sua cotação de mercado. Face à natureza da recomendação a realizar, é crítico desenvolver uma base sólida para sustentar os pressupostos a assumir. Neste contexto, será integrada a perspectiva académica/teórica com a perspectiva empresarial e de *equity research*, conjugando-se as mais-valias de ambas as vertentes.

A estrutura da Dissertação endereça os pontos mais relevantes e comuns numa análise de *equity research*, disponibilizando toda a informação acessível e necessária para uma avaliação precisa e plausível.

Numa primeira fase será realizada a revisão bibliográfica, onde se sistematizam os principais estudos e publicações em matéria de métodos de avaliação de empresas, as vantagens que estão subjacentes a cada método, assim como a sua aplicabilidade em função das características das empresas e do mercado. Esta análise bibliográfica deverá fornecer as ferramentas fundamentais para realizar uma avaliação robusta e compatível com as especificidades da Cofina (e.g. estrutura de financiamento).

De seguida, será desenvolvida uma análise pormenorizada da Cofina, visando conhecer a sua história, evolução bolsista e estrutura accionista, assim como a estratégia do Grupo, o seu portfólio e evolução da sua performance operacional. Esta fase é fundamental para identificar os objectivos do Grupo, a estratégia delineada para os concretizar e as suas práticas de gestão, pois a performance futura também será fruto das opções tomadas pela Cofina no presente.

Por sua vez, o enquadramento macroeconómico e da indústria é relevante para antever as principais tendências e perspectivas da indústria e identificar os factores críticos de sucesso. Estes factores externos também impactam a performance da Cofina e, conseqüentemente, o seu valor intrínseco, sendo arriscado desprezar os sinais transmitidos pelo mercado.

O próximo passo será o desenvolvimento de um modelo económico-financeiro baseado no método *Adjusted Present Value* (APV), que traduzirá a informação recolhida e os argumentos em números e, em última instância, no *price target* da Cofina. Nesta fase, será possível realizar uma recomendação de compra/venda de acções do Grupo, sendo esta confirmada por uma comparação através de múltiplos de mercado e sustentada por um *investment case*, onde se sumarizam as perspectivas de evolução da performance da Cofina.

Por último, a avaliação da Cofina será comparada com a de um banco de investimento, quer em termos de metodologia quer dos resultados obtidos. Esta análise contemplará a identificação e comentário às principais diferenças que podem surgir por via da utilização de metodologias de avaliação e pressupostos distintos, frequentemente derivados de perspectivas divergentes entre académicos e analistas de *equity research*.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 ENQUADRAMENTO

A avaliação de empresas, processo através do qual se pretende estimar o valor financeiro dos seus activos e passivos, assume um papel central na área de finanças, sendo imprescindível em diversos contextos de negócios, nomeadamente na gestão activa de portfólio e na análise de investimentos, na avaliação de fusões e aquisições, em *corporate finance*, no processo de *capital budgeting* e em processos de litígio/falência.

Na gestão activa de portfólio e análise de investimentos, os analistas defendem que o valor de uma empresa está relacionado com as suas perspectivas de crescimento, perfil de risco e *cash flows*, procurando identificar empresas cujas acções estão a ser transaccionadas abaixo do seu valor intrínseco na expectativa de gerar mais-valias (Damodaran, 2006).

Por sua vez, em fusões e aquisições o preço máximo que o comprador está disposto a pagar, assim como o preço mínimo que o vendedor está disposto a receber é aferido através da avaliação da empresa em causa (Fernández, 2007). Em *corporate finance*, cujo objectivo é maximizar o valor da empresa, e em *capital budgeting*, os gestores/analistas realizam a avaliação da empresa para perceber o impacto das suas decisões no valor da mesma (e.g. se realizam determinados projectos ou não, a estrutura de capitais com que os financiam e a política de dividendos, entre outros) (Damodaran, 2002).

Por último, em processos de litígio/falência pretende-se calcular o valor dos activos da empresa para posteriormente proceder à sua alienação e satisfazer os compromissos com credores e accionistas.

A avaliação de empresas tem objectivos distintos consoante a finalidade que lhe está subjacente. A avaliação de uma empresa pode ser realizada através de diversas metodologias, sendo que estas se diferenciam pelos fundamentos e pressupostos inerentes, mas partilham características comuns (Damodaran, 2006). Este autor sugere a classificação dos modelos em quatro categorias: i) *Discounted cash flows valuation* (DCF); ii) *Relative valuation*; iii) *Contingent claim valuation*; iv) *Accounting and liquidation valuation*.

2.2 PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

2.2.1 *Discounted Cash Flows Valuation*

Discounted Cash Flows Valuation é um método que sustenta que a avaliação de um activo corresponde ao valor actual dos seus *cash flows* esperados, descontados a uma taxa que reflecta o risco desses mesmos *cash flows*. Tal como refere Damodaran (2006), Modigliani e Miller (1958) foram dos primeiros académicos a defender a aplicabilidade deste método de avaliação, afirmando que o valor da empresa corresponde ao valor actual dos seus *cash flows* operacionais depois de retirados os impostos.

No entanto, ao longo dos anos foram surgindo várias variantes deste modelo, sobretudo no que se refere aos pressupostos fundamentais, nomeadamente aos *cash flows* considerados e à taxa de desconto mais adequada. Damodaran (2002) destaca que “*there are literally thousands of discounted cash flow models in existence*”¹e, para contornar este facto, opta por categorizá-lo em três grupos: i) *Equity Valuation*; ii) *Firm Valuation*; iii) *Adjusted Present Value (APV) Valuation*.

¹ Fonte: Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons

2.2.1.1 Equity Valuation

Nos modelos de *equity valuation* procura-se avaliar a empresa na perspectiva dos accionistas, considerando-se os *cash flows* pertencentes aos detentores de capital e descontando-os à taxa de rentabilidade exigida por estes (*cost of equity*). Deste modo, pode escrever-se que:

$$\text{Value of equity} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\text{Expected Cash flows to the equity}_i}{(1 + k_e)^i}$$

Em que n corresponde ao período de vida do activo e k_e ao custo do capital próprio (*cost of equity*).

Considerando a perspectiva dos detentores de capital e os *cash flows* expectáveis por estes, destacam-se duas correntes académicas: i) *Dividend Discount Model* (DDM), em que os *expected cash flow to the equity* equivalem aos dividendos esperados pelos accionistas em perpetuidade; ii) *Free cash flow to the equity*, em que são considerados todos os *cash flows* distribuídos aos accionistas, assim como os potenciais, isto é, aqueles que a empresa gera, mas que por alguma razão opta por não distribuir.

Dividend Discount Model

O *Dividend Discount Model* (DDM) é tido como o método mais antigo de *Discounted Cash Flows* (Damodaran, 2006) e também um dos mais restritivos, dado que apenas considera os dividendos como *cash flows* para os accionistas. De uma forma geral, o valor de cada acção é dado por:

$$\text{Valor da acção} = \sum_{i=1}^{i=\infty} \frac{E(\text{Dividendo por acção}_i)}{(1 + k_e)^i}$$

Em que $E(\text{Dividendo por acção}_i)$ se refere ao dividendo esperado por acção no momento i e k_e diz respeito ao custo do capital próprio.

A relação entre o preço das acções e o montante de dividendos distribuídos foi comprovado por diferentes académicos (Williams, 1938; Durand, 1957), sendo que Williams (1938) afirmou que “*a stock is worth the present value of all the dividends ever to be paid upon it, no more, no less... Present earnings, outlook, financial condition, and capitalization should bear upon the price of a stock only as they assist buyers and sellers in estimating future dividend*”².

Posteriormente, foram desenvolvidas diversas teorias e variantes deste modelo base para incluir o facto de as empresas distribuírem um montante de dividendos consoante a fase de desenvolvimento em que se encontram. Empresas maduras tendem a distribuir um montante de dividendos superior a empresas em crescimento, dado que as segundas tipicamente apresentam mais e melhores oportunidades de investimento (Damodaran, 2004).

Em 1962, Gordon desenvolveu um modelo (*Gordon Growth Model* ou *Constant Growth Model*) em que defende que, para empresas com um crescimento estável e que não retêm dividendos, o valor do seu capital próprio pode ser representado como uma perpetuidade crescente baseada no dividendo esperado do próximo período (Foerster e Sapp, 2005), contornando assim a necessidade de estimar os dividendos anuais em perpetuidade.

$$\text{Valor da acção} = \frac{\text{Dividendo esperado no próximo período}}{(\text{Custo do capital próprio} - \text{Tx de crescimento esperada dos dividendos em perpetuidade})}$$

Destaca-se ainda o desenvolvimento de mais dois modelos para contornar as limitações impostas pelo modelo geral de dividendos e pelo *Gordon Growth Model*. Tal como refere Damodaran (2006), o primeiro é uma extensão natural do modelo de *Gordon*, dado que contempla duas fases de crescimento, em que num período

² Fonte: Williams, J.B., 1938, *The Theory of Investment Value*, Fraser Publishing Library

inicial a taxa de crescimento dos dividendos não é estável e posteriormente estabiliza, sendo expectável que se mantenha em perpetuidade. O segundo modelo, apresentado por Fuller e Hsia (1984), também é um modelo de duas fases, mas assume que inicialmente a taxa de crescimento dos dividendos (de)cresce linearmente até atingir uma taxa de crescimento sustentável.

Tal como Damodaran (2006) salienta, embora o *Dividend Discount Model* seja um método de avaliação simples, exigindo um número reduzido de pressupostos, e considere apenas os *cash flows* que de facto são tangíveis para os accionistas, em geral a escolha dos analistas não recai sobre este método de avaliação, dado que os dividendos são determinados pela política de dividendos. Como consequência, existem empresas que simplesmente não pagam dividendos ou que pagam menos do que seria expectável ou que pagam dividendos superiores aos *cash flows*, recorrendo a dívida.

Em termos evolutivos, Fama e French (2001) demonstraram que as empresas apresentam menor propensão para pagar dividendos (20,8% das empresas analisadas do NYSE, AMEX e NASDAQ pagaram dividendos em 1999 contra 66,5% em 1978).

Esta tendência de redução, quer do número de empresas que pagam dividendos quer do volume de dividendos distribuídos, pode ser justificada por diversas razões:

- i) Alteração das características das empresas cotadas nestes índices (e.g. empresas mais pequenas, com menores resultados e maiores oportunidades de investimento) (Fama e French, 2001);
- ii) Crescente conservadorismo dos gestores, devido à reacção assimétrica dos mercados a aumentos e reduções de dividendos (Lintner, 1956; Brav, Graham, Harvey e Michaely, 2005), pelo que as empresas optam por distribuir um montante mais reduzido de dividendos que consigam sustentar para evitar reduzir a distribuição de dividendos em anos de menor crescimento;
- iii) As empresas de menor dimensão que distribuam um volume reduzido de dividendos deixaram de o fazer, mas em contrapartida as empresas de grande dimensão pagam mais dividendos, resultando numa maior concentração de dividendos (DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 2004);
- iv) As empresas tendem a seguir uma política de dividendos de acordo com as preferências dos investidores, assim se os accionistas preferem não receber dividendos a empresa não os distribui (Baker e Wurgler, 2004), sendo que a remuneração do accionista passa a resultar dos ganhos de capital, indo de encontro à convicção de Miller e Modigliani (1961) quanto à irrelevância da política de dividendos;
- v) A crescente tendência para a recompra de acções enquanto técnica de distribuição de rendimento aos accionistas, aliada ao facto de ser mais vantajosa fiscalmente (*“The interviewed executives frequently cite tax inefficiency as a factor that causes them to favor repurchases over dividends”*³, Brav, Graham, Harvey e Michaely, 2005).

Em suma, tal como Damodaran (2006) constata *“notwithstanding the reasons, the gap between dividends paid and potential dividends has increased over time both in the aggregate and for individual firms, creating a challenge to those who use dividend discount models”*⁴.

Free cash flow to the equity

A perspectiva de *free cash flow to the equity* (FCFE) trata-se de uma extensão do *Dividend Discount Model*, no sentido em que, para além de considerar os dividendos distribuídos aos accionistas, contempla também os *cash flows* potenciais, ou seja, os *cash flows* que a empresa gera depois de retiradas as necessidades de reinvestimento (CAPEX e fundo de maneo) e o pagamento da dívida, mas que os gestores optam por não distribuir aos

³ Fonte: Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. and Michaely, R., 2005, *Payout policy in the 21st century*, Journal of Financial Economics, v.77, 483-527

⁴ Fonte: Damodaran, A., 2006, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business

accionistas (Damodaran, 2004; Damodaran, 2006). À semelhança dos dividendos, os FCFE são descontados ao custo do capital próprio, que reflecte o retorno exigido pelos accionistas.

$$\text{Free Cash Flows to Equity (FCFE)} = \text{Net income} - \text{Capital expenditures} + \text{Depreciation} - \text{Change in non-cash working capital} + (\text{New debt issued} - \text{Debt repayments})$$

De uma forma geral, sempre que as empresas geram *cash flows* que optam por não distribuir aos accionistas, o resultado da avaliação de uma empresa através do modelo de FCFE tende a ser superior ao DDM.

A abordagem do FCFE, embora seja mais abrangente do que a DDM, em determinadas situações continua a ser restritiva, dado que apenas analisa uma parte da estrutura de capital, ignorando totalmente a perspectiva dos detentores de dívida. Este método é mais relevante na avaliação de fusões e aquisições, *buyouts*, *joint ventures* e alianças ou quando existe uma alteração significativa no controlo da empresa ou na *ownership structure* (Damodaran, 2006; Luehrman, 1997), uma vez que permite analisar explicitamente as alterações nos *cash flows* e no risco dos accionistas.

2.2.1.2 Firm Valuation

No caso do modelo de *discounted cash flows* aplicado na perspectiva da empresa como um todo, o objectivo é avaliar a totalidade dos *cash flows* da empresa, quer sejam relativos aos accionistas quer aos credores, actualizando-os ao custo médio ponderado do capital (WACC), de forma a considerar a rentabilidade exigida por ambos os *stakeholders*.

Assim, atendendo a que passado um certo período de tempo a empresa começa a crescer a uma taxa de crescimento constante, o valor da empresa é dado por:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1+WACC)^n}$$

Em que FCFE são os *cash flows* libertos pela empresa, o WACC é o custo médio ponderado do capital e g é a taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade.

Na década de 70, o método de *discounted cash flows*, em particular a versão que utiliza o WACC, emergiu como a melhor prática para avaliar activos (Luehrman, 1997) e “*enterprise DCF remains the favorite of many practitioners and academics because it relies solely on the flow of cash in and out of the company, rather than on accounting-based earnings (which can be misleading)*”⁵ (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

Uma das razões para esta primazia está relacionada com a simplicidade de utilização do WACC no sentido em que “*specifying the value of the levered cash flows in terms of a single present value that reflects the combined effects of both the investment and financing decisions*”⁶ (Miles e Ezzell, 1980). Luehrman (1997) considera ainda que “*WACC’s historical advantage was precisely that it bundled all the pieces of an analysis together, so an analyst had to discount only once*”⁷.

No entanto, a utilização deste método de avaliação tem subjacente um conjunto de pressupostos que podem desincentivar e/ou colocar em causa a eficiência desta metodologia na avaliação de determinado tipo de empresas. Tal como Miles e Ezzell (1980) referem, a aplicabilidade do WACC tem subjacente que o custo dos capitais próprios e da dívida, bem como o nível de alavancagem, são constantes ao longo do período de vida da

⁵ Fonte: Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D., 2005, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons

⁶ Fonte: Miles, J.A. and Ezzell, J.R., 1980, *The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, v.15, no.3, 719-730

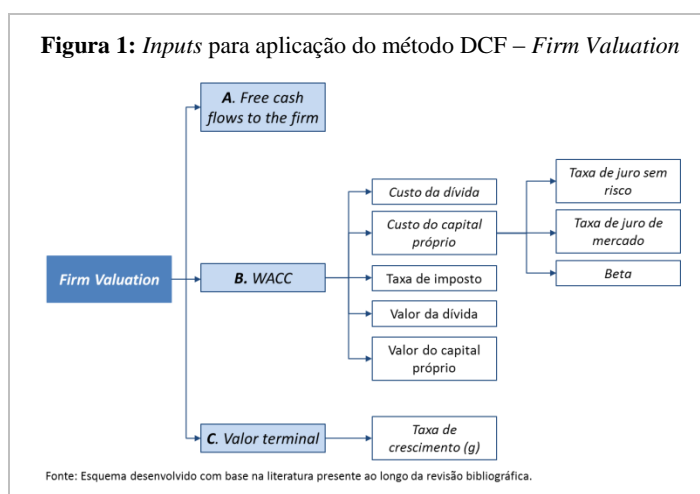
⁷ Fonte: Luehrman, T. A., 1997, *What's it Worth? A General Manager's Guide to Valuation*, Harvard Business Review, May-June 1997, 132-142

empresa (ou projecto). Assim, a utilização do DCF em transacções muito alavancadas, reestruturações, *project finance* e outras situações em que a estrutura de capital se altera consideravelmente pode ser problemática (Ruback, 2000).

Esta visão é partilhada também por Koller, Goedhart e Wessels (2005), salientando que a abordagem do WACC funciona melhor quando a empresa mantém um rácio de alavancagem relativamente estável. Não obstante, se for previsível que este rácio se altere, o método do WACC continua a ser válido, mas mais difícil de aplicar. Damodaran (2006) considera este factor não como um inconveniente, mas como uma vantagem do método (“*one of the biggest strengths of the model is the ease with which changes in the financing mix can be built into the valuation through the discount rate rather than through the cash flows*”⁸, Damodaran, 2006).

O WACC é uma taxa de desconto que reflecte a estrutura de capital da empresa, e como tal é suposto que tenha em conta os benefícios fiscais associados à dívida (Luehrman, 1997). Em empresas com posições fiscais complexas nem sempre funciona como seria esperado, tornando-se quase irrealista a sua utilização em avaliação de empresas transfronteiriças (Luehrman, 1997).

Para aferir o valor da empresa, de acordo com este método de avaliação, é necessário dispor de um conjunto de *inputs*, sendo que o método de obtenção destes pode não ser consensual entre académicos. De seguida, detalham-se as principais questões relacionadas com cada um dos *inputs* (Figura 1).



A. Free cash flows to the firm

Os *free cash flows to the firm* (FCFF) correspondem ao somatório dos *cash flows* a que todos os detentores da empresa (e.g. accionistas comuns e preferenciais e credores) têm direito.

Para além de considerarem o investimento em capital e a variação do fundo de maneiço, na avaliação de uma empresa, os analistas tendem a optar por uma de quatro medidas de rendimentos para obter os *cash flows to the firm*: i) EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*); ii) EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes and Depreciations and Amortizations*); iii) NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*); iv) NOI (*Net Operating Income*). A principal diferença entre estes quatro indicadores está relacionada com os pressupostos sobre a relação entre as amortizações e o investimento em capital (Damodaran, 2002).

Resumidamente, a utilização do EBITDA tem subjacente a hipótese que a empresa desinveste ao longo do tempo, o que pode ser um pressuposto inconsistente. A opção pelo NOPLAT tem implícito que não existe reinvestimento, ou seja, o valor correspondente às amortizações é reinvestido na empresa para manter os activos existentes, mas não existe crescimento (Damodaran, 2002).

Damodaran (2002) assume que as empresas apresentam uma taxa de reinvestimento positiva ao longo do tempo, argumentando que os *cash flows to the firm* são dados por:

⁸ Fonte: Damodaran, A., 2006, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business

$$\text{Free Cash Flows to the Firm (FCFF)} = \text{EBIT} (1 - \text{Taxa de imposto}) - \text{Investimento em capital} + \text{Amortizações} - \Delta \text{ Fundo de maneo} \pm \Delta \text{ Outros itens non-cash}$$

B. Weighted Average Cost Of Capital (WACC)

Tal como referido anteriormente, os *cash flows* da empresa devem ser descontados ao custo médio ponderado do capital, sendo este um dos pontos centrais deste método.

$$WACC = \frac{E}{V} * k_e + \frac{D}{V} * k_d * (1 - t)$$

Na fórmula apresentada, E e D correspondem ao valor de mercado do capital próprio e da dívida, respectivamente, k_e ao custo do capital próprio, k_d ao custo da dívida e t representa a taxa de imposto.

O custo do capital próprio é o *input* que requer um maior número de análises e de pressupostos. Contrariamente, o valor e o custo da dívida resultam de dados de mercado, enquanto a taxa de imposto é calculável directamente das demonstrações financeiras da empresa.

As teorias mais comuns para aferir o custo do capital próprio são o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, *Fama-French Three-Factor Model* e o *Arbitrage Price Theory (APT)*.

O CAPM (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966; Black, 1972) defende que o retorno esperado de um activo está linearmente relacionado com o beta do activo (correlação entre o retorno do activo e o retorno do portfólio de mercado), ou seja, o retorno esperado de um activo é função da taxa de juro sem risco e do beta desse activo.

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

Em que $E(R_i)$ é o retorno esperado do activo i; R_f é a taxa de juro do activo sem risco; $E(R_m)$ é o retorno esperado do portfólio de mercado; e β_i é o beta do activo. A diferença entre $E(R_m)$ e R_f é o prémio de risco.

Tal como Koller, Goedhart e Wessels (2005) constataam, o *Fama-French Three-Factor Model* (Fama e French, 1992) considera que o retorno de um activo está negativamente correlacionado com o tamanho da empresa (capitalização bolsista) e positivamente relacionado com o rácio do valor contabilístico pelo valor de mercado da empresa. Este modelo foi desenvolvido com base em evidência empírica e nega a existência de uma relação significativa entre o beta e o retorno.

Embora exista um conjunto de estudos que não encontraram uma evidência forte sobre a relação linear entre o beta e o retorno de um activo (Fama e French, 1992), existem outros estudos que analítica ou empiricamente o fizeram (Amihud, Christensen e Mendelson, 1992; Kothari e Shanken, 1995).

Um outro modelo alternativo para calcular o custo do capital próprio é o *Arbitrage Price Theory (APT)* (Ross, 1976). Tal como Damodaran (2002) refere, enquanto o CAPM assume que o risco de mercado está reflectido no portfólio de mercado, o APT considera que existem múltiplas origens de risco de mercado e procura medir a sensibilidade desses investimentos a alterações em cada factor (*factor betas*), podendo ser visto como uma extensão do *Fama-French Three-Factor Model* (Koller, Goedhart e Wessels, 2005). Este modelo é pouco utilizado dado que não existe consenso relativamente ao número e quais os factores a considerar e como medir esses factores (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

O CAPM é o “*the risk and return model that has been in use the longest and is still the standard in most real world analyses*”⁹ (Damodaran, 2002), pelo que apenas o CAPM será desenvolvido nas análises seguintes.

⁹ Fonte: Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons

Taxa de juro sem risco

Teoricamente, diz-se que um activo não tem risco quando se conhece, à partida e com certeza, o retorno esperado desse activo, o que significa que não existe risco de falência nem risco associado ao reinvestimento. Damodaran (2008) considera que os únicos activos que cumprem estes critérios são as obrigações soberanas, sem cupão, de Estados sem risco de falência, cuja maturidade é igual à dos *cash flows* que estão a ser descontados, uma vez que apenas os Estados controlam a emissão de moeda.

No caso dos países pertencentes à União Económica e Monetária, tecnicamente nenhum país controla a emissão de moeda, pelo que existe um certo risco de falência de todos os países (Damodaran, 2008). No entanto, face às actuais condições macroeconómicas dos países, os mercados atribuem maior risco à economia grega, irlandesa e portuguesa, enquanto consideram que as obrigações do Estado Alemão estão próximas de ser consideradas sem risco.

Para além de ser essencial que os activos sem risco tenham a mesma maturidade dos *cash flows* que estão a ser avaliados, é ainda importante salientar que a taxa de juro sem risco e os *cash flows* têm que estar na mesma moeda, caso contrário a avaliação pode ser enviesada pelo valor da inflação. Este facto é particularmente grave em economias com uma taxa de inflação elevada (Damodaran, 2008).

Beta

No modelo CAPM, o beta assume-se como uma medida de risco que traduz o risco sistémico do activo, isto é, a correlação entre o retorno do activo e o retorno do portfólio de mercado. Um dos princípios base deste modelo é que os investidores conseguem reduzir o risco do seu portfólio através da diversificação da carteira de investimentos, pelo que o mercado apenas o recompensa pelo risco de mercado (Rosenberg e Rudd, 1982).

Dado que o beta não é uma variável observada directamente no mercado, tem que ser estimada, o que implica desenvolver um conjunto de metodologias e pressupostos.

Um dos métodos mais comuns para estimar o beta é utilizar uma regressão linear entre os retornos históricos do activo e os retornos do portfólio de mercado. Tipicamente, utiliza-se um período de cinco anos de dados mensais (Black, Jensen e Scholes, 1972), sendo que existem intelectuais que consideram um período entre quatro a seis anos (Alexander e Chervany, 1980), enquanto o Nobel da Economia, Robert Merton (1980), defende a utilização de dados mais frequentes (“*using as long a historical time series as is available*”¹⁰, Merton, 1980).

Outra das questões que se coloca é a definição de portfólio de mercado, “*the market portfolio equals the value-weighted portfolio of all assets, both traded (such as stocks and bonds) and untraded (such as private companies and human capital)*”¹¹ (Koller, Goedhart e Wessels, 2005). Dado que tal portfólio não é observado, tendencialmente utiliza-se um índice de mercado bem diversificado (e.g. S&P 500) (Koller, Goedhart e Wessels, 2005; Rosenberg e Rudd, 1982). Koller, Goedhart e Wessels (2005) salientam ainda que a utilização de um índice de mercado local poderá enviesar a estimativa do beta caso esse índice inclua poucas empresas ou empresas de poucos sectores de actividade, pois o resultado não será uma medida do risco sistémico, mas sim uma medida da relação do risco da empresa com o risco das indústrias incluídas no índice.

Adicionalmente, para estimar o beta da empresa, os analistas baseiam-se no beta de empresas da mesma indústria, argumentando que “*companies in the same industry face similar operating risks, so they should have similar operating betas. As long as estimation errors across companies are uncorrelated,*

¹⁰ Fonte: Merton, R. C., 1980, *On estimating the expected return on the market. An exploratory investigation*, Journal of Financial Economics, v.8, 323-361

¹¹ Fonte: Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D., 2005, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons

*overestimates and underestimates of individual betas will tend to cancel, and an industry median (or average) beta will produce a superior estimate*¹² (Koller, Goedhart e Wessels, 2005). No entanto, é necessário ter em conta não só o risco operacional como o risco financeiro da empresa, dado que, em empresas com maior volume de dívida, os accionistas estão expostos a um nível de risco superior e tal deverá estar reflectido no beta da empresa. Assim, o beta do capital próprio da empresa (β_e) é igual ao beta operacional (β_u) vezes um factor que tem em conta o grau de alavancagem financeira da empresa (1+D/E) (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

$$\beta_e = \beta_u (1 + D/E)$$

O recurso a betas da indústria é também defendido por Rosenberg e Rudd (1982), tendo demonstrado que as diferenças entre os betas de empresas da mesma indústria podem ser justificadas por quatro factores: i) grau de crescimento; ii) variabilidade dos rendimentos; iii) alavancagem financeira; iv) tamanho da empresa. Contudo, salientam que o facto da escolha das empresas, por vezes, ser arbitrária e/ou existirem poucas empresas semelhantes coloca fortes entraves à utilização desta técnica.

Prémio de risco

O prémio de risco, diferença entre o retorno do portfólio de mercado e o retorno do activo sem risco, também não é uma variável de mercado, pelo que necessita de ser estimada. Koller, Goedhart e Wessels (2005) fundamentam que o prémio de risco é uma das variáveis mais discutidas em finanças, dado que a capacidade de uma acção ter um desempenho superior às obrigações do tesouro no longo-prazo tem implicações em áreas como *corporate finance*, composição do portfólio e até nos métodos de poupança para a reforma (e.g. composição dos fundos de pensões).

Existem vários métodos para estimar o prémio de risco, sendo que “*no single model for estimating the market risk premium has gained universal acceptance*”¹³ (Koller, Goedhart e Wessels, 2005). No entanto, academicamente são consideradas três técnicas principais: i) estimativa da diferença histórica entre o retorno do mercado e o retorno do activo sem risco; ii) estimativa do prémio de risco expectável; iii) entrevistas a investidores e a *Chief Financial Officers* (CFOs) para aferir as suas expectativas.

A estimativa do prémio de risco com base em dados históricos tem como princípio que os investidores, enquanto avessos ao risco, exigem um prémio de risco superior para ter acções em vez de obrigações. Caso o grau de aversão ao risco não se altere, então os dados históricos são uma boa aproximação do prémio de risco que os investidores vão pedir no futuro (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

A aplicação desta técnica foi impulsionada por Ibbotson e Sinquefeld, que desde 1977 publicam dados anuais da estimativa do prémio de risco com base em dados históricos. Estes autores estimam que o prémio de risco varie entre os 6% e os 8%, sendo que actualmente a base de dados da Ibbotson Associates é amplamente utilizada quer académica quer empresarialmente.

Por sua vez, a segunda técnica tem como princípio que o prémio de risco futuro pode ser estimado através de variáveis observadas no presente, nomeadamente, *dividend-to-price ratio*, *book-to-market ratio* e *ratio of earnings-to-price* (Koller, Goedhart e Wessels, 2005). Fama e French (2001) estimaram o prémio de risco com base no *dividend growth model* para o índice S&P 500 e concluíram que, entre 1872 e 2000, o prémio de risco foi de 3,54%. Por sua vez, Ibbotson e Chen (2003) estimaram o *forward-looking long-term equity risk premium*

¹² Fonte: Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D., 2005, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons

¹³ Fonte: Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D., 2005, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons

através da decomposição dos retornos históricos entre 1926 e 2000 em factores da oferta como inflação, rendimentos, dividendos, *price-earnings*, *dividend payout ratio*, *book value*, *return on equity* e PIB *per capita*, estimando um prémio de risco entre 4% (média geométrica) e 6% (média aritmética).

Por último, a técnica de entrevistas a investidores e CFOs tem como racional o facto do prémio de risco ser o retorno adicional que estes exigem para investir em activos com risco, logo a melhor forma de estimar o prémio de risco é questioná-los, e assim considerar as suas expectativas quanto ao prémio de risco futuro (Damodaran, 2010). A questão que se coloca na aplicabilidade desta técnica é a escolha dos investidores representativos do mercado agregado, dado que na prática existem milhões de investidores (Damodaran, 2010), tendo estes diferentes expectativas e graus de aversão ao risco.

Graham e Harvey (2009) conduzem trimestralmente, desde Junho de 2000, um *survey* a CFOs dos E.U.A.. O *survey* de 2009, realizado em plena crise financeira, demonstrou que o prémio de risco exigido pelos investidores era de 4,74%, tendo sido o valor mais elevado registado desde o início da realização do *survey*.

Paralelamente à discussão sobre as técnicas mais assertivas para calcular o prémio de risco, existem ainda autores que defendem que deve ser considerado um prémio de risco adicional quando se investe em países emergentes que apresentam maiores riscos (e.g. políticos, económicos e sociais), sendo que a forma mais comum de o fazer é adicionar o prémio de risco do país à taxa de desconto (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

Esta corrente é criticada por autores que argumentam que o risco subjacente a estes investimentos deve ser reflectido nos *cash flows* através da construção de cenários e não na taxa de desconto (James e Koller, 2000) e por autores que fundamentam que não se deve considerar de todo um prémio de risco adicional, uma vez que, tipicamente, os investidores que investem em países emergentes têm portfolios diversificados globalmente (Stulz, 1999).

C. Valor terminal

Na avaliação de uma empresa estima-se os *cash flows* esperados durante um certo período de tempo (período explícito) e, posteriormente, assume-se que estes crescem a uma taxa de crescimento sustentável em perpetuidade (valor terminal).

“*The terminal value is usually by far the most important element in any valuation estimate and yet it is extraordinarily difficult to estimate it with any degree of accuracy*”¹⁴ (Young, Sullivan, Nokhasteh e Holt, 1999). A razão de tal afirmação está relacionada com a representatividade do valor terminal no valor de mercado das empresas. De acordo com as estimativas destes autores, o valor terminal representa, em média, 94% do valor total da empresa nos casos em que se tem um período explícito de 3 anos, 90% para 5 anos de período explícito e 79% para 10 anos de período explícito. Mesmo com um período explícito superior a 10 anos, o valor terminal continua a representar a maioria do valor da empresa, dado que se trata de uma perpetuidade.

Tal como referido anteriormente, uma das formas mais comuns de estimar o valor terminal é assumir que a empresa cresce em perpetuidade a uma taxa constante, aplicando-se os princípios do *Gordon Growth Model* aos *cash flows*. É ainda de salientar o facto de “*of all the inputs into a discounted cash flow valuation model, none can affect the value more than the stable growth rate. Part of the reason for it is that small changes in the stable growth rate can change the terminal value significantly and the effect gets larger as the growth rate approaches the discount rate used in the estimation*”¹⁵ (Damodaran, 2002).

¹⁴ Fonte: Young, M., Sullivan, P., Nokhasteh, A. and Holt, W., 1999, *All Roads Lead to Rome: An Integrated Approach to Valuation Models*, Goldman Sachs Investment Research, September 1999

¹⁵ Fonte: Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons

Adicionalmente, na estimativa da taxa de crescimento, é essencial ter em conta dois factores críticos: i) a taxa de crescimento em perpetuidade tem que ser inferior à taxa de crescimento da economia (se a empresa actuar apenas no mercado nacional, deverá ser a taxa de crescimento da economia nacional), dado que nenhuma empresa pode crescer mais do que a economia como um todo; ii) as características da empresa têm que ser consistentes com os pressupostos de crescimento sustentável, por exemplo, a taxa de reinvestimento usada para calcular os *cash flows* tem que ser constante e sustentável (Damodaran, 2002; Damodaran, 2006).

2.2.1.3 Adjusted Present Value Valuation

Apresentado em 1974 por Myers, o método *Adjusted Present Value* (APV) consiste em, numa primeira etapa, avaliar a empresa assumindo que esta é financiada a 100% por capitais próprios e, posteriormente, adicionar as mais/menos valias provenientes do financiamento com dívida, entre outros, os benefícios fiscais e os custos de falência.

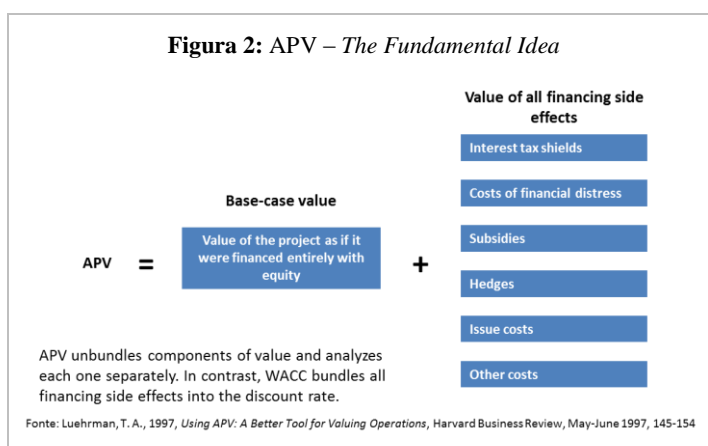
A avaliação da componente operacional da empresa processa-se de forma semelhante à avaliação através de *discounted cash flows*, mas o WACC deixa de ser a taxa de desconto e utiliza-se o *unlevered cost of equity*.

$$\text{Value of the unlevered firm } (V_u) = \underbrace{\sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCFF_i}{(1+k_u)^i}}_{\text{Período explícito}} + \underbrace{\frac{FCFF_{n+1}/(k_u-g)}{(1+k_u)^n}}_{\text{Valor terminal}}$$

Em que k_u corresponde ao *unlevered cost of equity* e g é a taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade.

Embora o método de DCF baseado no WACC continue a ser o método de avaliação preferido dos analistas e de académicos, de acordo com Luehrman (1997), o APV destaca-se por ser um método “*exceptionally transparent: you get to see all the components of value in the analysis; none are buried in adjustments to the discount rate*”¹⁶. Enquanto nas avaliações baseadas no WACC é a taxa de desconto que tem que ser “ajustada” para captar todos os benefícios e custos associados à estrutura de capital escolhida (e.g. benefícios fiscais, custos de falência, subsídios, *hedges*, *issue costs*), sendo que na maioria das vezes apenas se considera os benefícios fiscais, no APV cada tipo de dívida ou *cash flow* é descontado a uma taxa de desconto que traduz o *time value* e o risco que lhe está associado, sem necessidade de ajustamentos (Luehrman, 1997).

Adicionalmente, o APV permite aos analistas e gestores não só conhecer o valor da empresa, mas também aferir de onde vem esse valor (Luehrman, 1997), isto é, se a criação de valor provem da actividade operacional (“*real cash flows*”) ou da estrutura de capitais seleccionada para a financiar (“*side effects*”) (Figura 2). Apesar de também se poder distinguir a origem dos “*real cash flows*” através do método de DCF baseado no WACC, o princípio de



value additivity (e.g. *real cash flows* e *side effects*) subjacente ao APV é um factor distintivo deste método.

¹⁶ Fonte: Luehrman, T. A., 1997, *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, Harvard Business Review, May-June 1997, 145-154

Academicamente, os pontos críticos e também os menos consensuais sobre o APV estão relacionados com a quantificação das mais e menos valias associadas ao financiamento com recurso à dívida.

No que se refere ao cálculo dos benefícios fiscais, Modigliani e Miller (1958 e 1963) foram dos primeiros académicos a procurar isolar o efeito dos benefícios fiscais, afirmando que, sempre que o nível de dívida e a taxa de imposto forem constantes em perpetuidade, os benefícios fiscais devem ser descontados à taxa de juro sem risco (Myers, 1974; Fernández, 2004).

Fernández (2004) refere ainda outro pressuposto adicional importante para que a teoria de Modigliani e Miller seja válida: o risco de falência tem que ser nulo (*“Modigliani and Miller explicitly ignore the issue of the riskiness of the cash flows by assuming that the probability of bankruptcy was always zero”*¹⁷, Fernández, 2004).

Esta abordagem é defendida também por Myers (1974), que argumenta que, se o nível de dívida for constante, a poupança fiscal deve ser descontada à taxa de juro sem risco, pois não existe incerteza sobre os benefícios fiscais futuros.

Por sua vez, se a empresa desejar manter um rácio de dívida constante, então os benefícios fiscais apresentam o mesmo risco que a dívida e deve-se utilizar o custo da dívida como taxa de desconto (Myers, 1974). Esta visão é partilhada também por Luehrman (1997), referindo que os benefícios fiscais resultam da contração de dívida e, conseqüentemente, apresentam a mesma incerteza que o pagamento de juros e da amortização de capital, e como tal devem ser descontados ao custo da dívida.

$$\text{Present Value of Tax Shields (PVTS)} = \underbrace{\sum_{i=1}^{i=n} \frac{D_i * k_d * t}{(1+k_d)^i}}_{\text{Período explícito}} + \underbrace{\frac{(D_i * k_d * t)/(k_d - g)}{(1+k_d)^n}}_{\text{Valor terminal}}$$

Em que D_i corresponde ao valor da dívida financeira no momento i , k_d é o custo da dívida, t é a taxa de imposto e g é a taxa de crescimento de longo-prazo.

Contrariamente, há académicos (Kaplan e Ruback, 1995; Ruback, 1995; Ruback, 2000; Tham e Vélez-Pareja, 2001) que discordam e consideram que a taxa apropriada para descontar os benefícios fiscais é a taxa de retorno exigida pelos accionistas se a empresa não tivesse dívida (*required return to unlevered equity*), visto que os benefícios fiscais apresentam o mesmo risco sistémico que os *cash flows* da empresa.

Luehrman (1997) salienta ainda que, embora o custo da dívida seja a taxa de desconto mais utilizada, poderá ser necessário ajustá-la. Este autor afirma que *“there may come a time when you can afford to make your interest payments but can’t use the tax shield. This suggests that tax shields are a bit more uncertain and so deserve a somewhat higher discount rate”*¹⁸.

Para além disso, Luehrman (1997) refere que há autores que defendem a utilização de uma taxa de desconto ainda mais elevada com base na observação de que os gestores tendem a ajustar o nível de dívida para cima ou para baixo em função das condições de mercado e da empresa. Esta constatação implica que o pagamento de juros e, conseqüentemente, os benefícios fiscais variam em função das mesmas variáveis que os *cash flows* operacionais e, como tal, devem ser descontados à mesma taxa.

¹⁷ Fonte: Fernández, P., 2004, *The value of tax shields is NOT equal to the present value of tax shields*, Journal of Financial Economics, v.73, no.1, 145-165

¹⁸ Fonte: Luehrman, T. A., 1997, *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, Harvard Business Review, May-June 1997, 145-154

Uma terceira teoria, apresentada por Fernández (2004), defende que “*the value of tax shields is the difference between the present values of two different cash flows, each with their own risk: the present value of taxes for the unlevered company and the present value of taxes for the levered company*”¹⁹.

Se o cálculo dos benefícios fiscais não é consensual entre a comunidade académica, a estimativa dos custos de falência ainda menos, apresentando-se como um ponto problemático na aplicação do APV, dado que “*financial economists have found it difficult to measure the costs of financial distress*”²⁰ (Andrade e Kaplan, 1997). Tal como refere Damodaran (2006), nem a probabilidade nem os custos de falência são conhecidos ex-ante. No que diz respeito à probabilidade de falência (P(D)), esta pode ser calculada indirectamente por via do *bond rating* da empresa ou através da observação das características da empresa para cada nível de dívida (Damodaran, 2006).

$$\text{Cost of financial distress (CFD)} = \underbrace{\sum_{i=1}^{i=n} \frac{\%CFD_i * V_{u_i}}{[1+k_d+P(D)]^i}}_{\text{Período explícito}} + \underbrace{\frac{(\%CFD_i * V_{u_i})/(k_d-g)}{(1+k_d)^n}}_{\text{Valor terminal}}$$

Em que %CFD é o custo de falência em percentagem do *unlevered value* da empresa e P(D) é a probabilidade de falência.

Na literatura académica, os custos de falência podem ser divididos entre custos directos (e.g. honorários de advogados, contabilistas, valor do tempo despendido pelos gestores no processo de falência, custos com tribunais, ...) e custos indirectos (e.g. perda de vendas e de lucros, incapacidade da empresa obter financiamento no mercado,...) (Warner, 1977). Os custos indirectos estão relacionados com a percepção do mercado relativamente à probabilidade de falência da empresa, o que pode fazer com que os custos indirectos assumam uma magnitude considerável.

Embora existam estudos que afirmam que os custos de falência são reduzidos em relação ao valor da empresa (“*the cost of bankruptcy is on average about one percent of the market value of the firm prior to bankruptcy*”²¹, Warner, 1977), também há estudos que defendem que os custos de falência podem assumir valores entre 10% e 20%, até um máximo de 23% (Andrade e Kaplan, 1997).

Contudo, Korteweg (2007) desmistifica esta questão e argumenta que “*costs of financial distress can be identified from the market values and betas of corporate debt and equity. Two identification assumptions are necessary: i) firms within an industry have the same (unlevered) asset beta, and; ii) the ex-ante costs of financial distress net of tax benefits are a function of observable variables*”²².

Face à discrepância de estimativas, muitas vezes os analistas negligenciam os custos de falência (Luehrman, 1997) ou simplesmente optam por usar o método de *Discounted Cash Flows* baseado no WACC, mesmo reconhecendo as mais-valias do APV face ao DCF, nomeadamente a transparência e a qualidade da informação que permite obter.

Tal como referido anteriormente, o valor da empresa resulta da soma das diferentes componentes, contudo é necessário ponderar a importância de cada componente. Os benefícios fiscais só ocorrem enquanto a empresa se encontra em operação, logo o valor desta componente tem que ser multiplicada pela probabilidade de “não falência”. Por sua vez, os custos de falência têm que ser ponderados pela probabilidade de falência.

$$\text{Enterprise value} = V_u + [1 - P(D)] * PVTS - CFD * P(D)$$

¹⁹ Fonte: Fernández, P., 2004, *The value of tax shields is NOT equal to the present value of tax shields*, Journal of Financial Economics, v.73, no.1, 145-165

²⁰ Fonte: Andrade, G. and Kaplan, S. N., 1997, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, Preliminary, School of Business, University of Chicago and NBER

²¹ Fonte: Warner, J.B., 1977, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, The Journal of Finance, v.32, 337-347

²² Fonte: Korteweg, A., 2007, *The Costs of Financial Distress Across Industries*, available for download from the Social Science Research Network (SSRN) at papers.SSRN.com

É ainda importante referir que, à semelhança do que acontece com o método de DCF através do WACC, para se calcular o *equity value* também é necessário subtrair o valor de todas as *non-equity financial claims* (e.g. dívida e interesses minoritários) (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

O método do APV pode ser utilizado praticamente em todas as situações, mas ganha a preferência dos analistas sempre que estes pretendem conhecer isoladamente os efeitos da opção de financiamento e/ou os custos potenciais de falência. De acordo com Ootjers (2007), entre outras situações, os analistas optam pelo APV quando se trata da avaliação de i) *project finance*, em que o rácio de alavancagem aumenta no início do projecto e depois diminui; ii) *management* ou *leveraged buyout*, em que a empresa apresenta um elevado nível de dívida e procede ao seu pagamento ao longo do tempo, resultando numa alteração da sua estrutura de capital, iii) uma empresa com restrições financeiras, não sendo capaz de obter financiamento adicional através de dívida; iv) uma empresa com elevada probabilidade de falência.

2.2.2 Relative Valuation

Enquanto a avaliação de empresas através do método de *discounted cash flows* procura estimar os *cash flows* que a empresa irá gerar em perpetuidade, descontando-os à taxa de desconto que traduza o risco subjacente a esses *cash flows*, a avaliação através de múltiplos (*Relative Valuation*) tem como objectivo aferir o valor da empresa com base em empresas similares, cujo capital é transaccionado no mercado.

De acordo com Damodaran (2006), a diferença fundamental entre estes dois métodos de avaliação deriva de perspectivas distintas no que se refere à (in)eficiência do mercado. No método DCF assume-se que o mercado comete erros e que esses mesmos erros são corrigidos ao longo do tempo. Na avaliação através de múltiplos, considera-se que o mercado pode cometer erros de avaliação em activos individuais, mas que, em média, está correcto (Damodaran, 2006).

Damodaran (2006) constatou que a maioria das avaliações é realizada com base em múltiplos, sendo que 90% das avaliações de *equity research* e 50% das avaliações de aquisições recorrem a este método. Mas quais as razões da preferência pelo método dos múltiplos comparativamente com o método de *discounted cash flows*? Damodaran (2002) argumentou que as avaliações com base em múltiplos i) requerem um menor número de pressupostos, pelo que se tornam mais céleres do que as avaliações DCF; ii) são mais simples de apresentar a clientes; iii) reflectem o estado do mercado, dado que avaliam o valor relativo dos activos e não o seu valor intrínseco.

Kaplan e Ruback (1995) realçaram que a avaliação por múltiplos assenta em dois pressupostos: i) a empresa apresenta expectativas de *cash flows* futuros e de risco semelhantes às empresas do *peer group*; ii) o valor dos múltiplos utilizados é proporcional ao valor da empresa. Satisfeitas estas condições, Kaplan e Ruback (1995) acrescentam que a avaliação relativa apresenta melhor performance do que a avaliação DCF, uma vez que incorpora as expectativas do mercado relativamente aos *cash flows* futuros e às taxas de juro.

No entanto, realçam que a inexistência de empresas similares pode ser um contra deste método. Damodaran (2002) acrescenta ainda que a facilidade associada a este método pode ter como consequência uma estimativa inconsistente pelo facto de variáveis críticas, tais como o nível de risco, o crescimento e os *cash flows* potenciais, serem ignoradas. Para além disso, este autor destaca ainda a facilidade de manipulação de alguns múltiplos (por via da ausência de transparência relativamente aos pressupostos subjacentes) e para o facto do contexto de mercado se reflectir directamente na avaliação, o que pode causar (sub)sobreevaluações.

Independentemente dos pontos fortes e fracos deste método de avaliação, existem dois aspectos críticos na realização de uma avaliação por múltiplos: i) escolha do *peer group*; ii) escolha do(s) múltiplo(s).

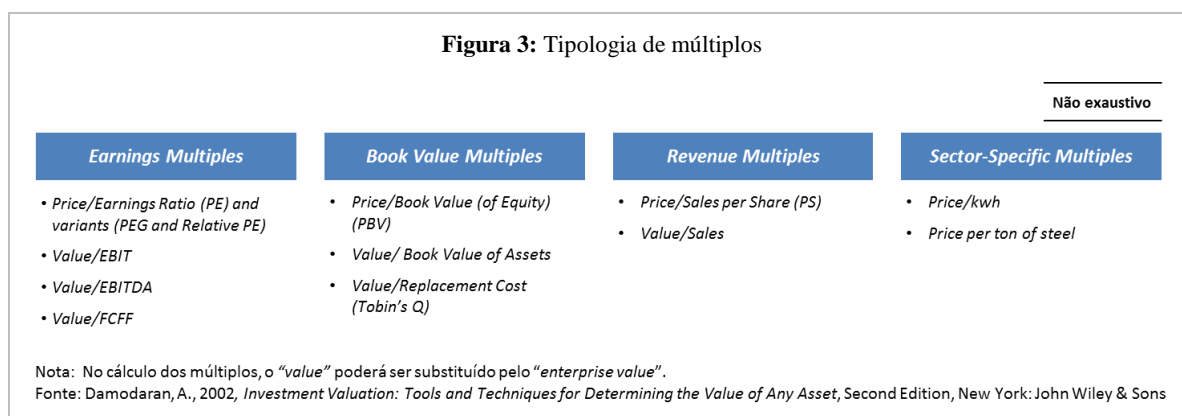
Peer group

Tal como referido anteriormente, a avaliação por múltiplos tem por base os valores dos múltiplos de empresas similares. Mas sabendo que não existem duas empresas exactamente iguais, quais os critérios a considerar para identificar empresas comparáveis? Segundo Damodaran (2002), “*a comparable firm is one with cash flows, growth potential, and risk similar to the firm being valued*”²³. Por sua vez, Goedhart, Koller e Wessels (2005) chamam à atenção para a importância de “*to choose the right companies, you have to match those with similar expectations for growth and ROIC*”²⁴.

Na prática, a identificação de empresas de acordo com estes critérios é complexa, o que poderá ser um desafio. Muitos autores e analistas defendem a utilização de empresas que operam no mesmo sector, tendo como pressuposto base que empresas do mesmo sector apresentam um perfil de *cash flows*, de crescimento e de risco semelhante (Damodaran, 2002). Alford (1992) demonstrou que a selecção do *peer group* com base na indústria onde as empresas operam é relativamente efectivo, sendo que a indústria é definida através dos primeiros 3 dígitos do código SIC (*Standard Industrial Classification*).

Múltiplos

Para além dos factores a assegurar na escolha do *peer group*, é importante garantir também a coerência dos múltiplos a utilizar. De uma forma geral, existem quatro tipos de múltiplos: i) *Earnings Multiples*; ii) *Book Value or Replacement Value Multiples*; iii) *Revenue Multiples*; iv) *Sector-Specific Multiples* (Figura 3).



Há autores que argumentam que “*there is no obvious method to determine which measure of performance – EBITDA, EBIT, net income, revenue, and so on – is the most appropriate for comparison*”²⁵ (Kaplan e Ruback, 1995). Da mesma forma, Kim e Ritter (2009) no seu estudo sobre *Initial Public Offerings* (IPOs) afirmam que “*there is no clear-cut answer for which multiples should be used, the value-relevance of P/E and M/B*”²⁶ ratios can be readily drawn from theoretical models, and their value-relevance has been demonstrated by empirical studies”²⁷.

A preferência por determinado tipo de múltiplos varia de indústria para indústria. No entanto, é possível traçar padrões consoante as particularidades de cada indústria. Damodaran (2002; 2006) constatou que os sectores

²³ Fonte: Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons

²⁴ Fonte: Goedhart, M., Koller, T. and Wessels, D., 2005, *The right role for multiples in valuation*, McKinsey on Finance, Perspectives on Corporate Finance and Strategy, no.15

²⁵ Fonte: Kaplan, S. N. and Ruback, R. S., 1995, *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, The Journal of Finance, v.50, no.4, 1059-1093

²⁶ Nota: M/B ratios é a abreviatura de *market-to-book ratios*.

²⁷ Fonte: Kim, M. and Ritter, J. R., 1999, *Valuing IPOs*, Journal of Financial Economics, v.53, 409-437

intensivos em capital, como é o caso das empresas com elevados investimentos em infra-estruturas (e.g. telecomunicações), tendem a optar por múltiplos *Enterprise Value/EBITDA*, enquanto no sector financeiro é dada primazia aos múltiplos *price-to-book ratio*.

Paralelamente, apesar da dispersão de múltiplos de avaliação existentes, Fernández (2002) revelou que o *Price-Earning-Ratio* era o método de avaliação mais utilizado pela Morgan Stanley Dean Witter's na avaliação de empresas europeias, seguindo-se o EV/EBITDA. De acordo com o mesmo estudo, os *Discounted Cash Flows* apresentavam-se como o quinto método mais utilizado.

Lie e Lie (2002), através de um estudo empírico com 8.621 empresas e com dados financeiros relativos ao ano fiscal de 1998 e resultados estimados para o ano fiscal de 1999, onde calcularam 10 múltiplos distintos, concluíram que “*of the total enterprise value multiples, the asset multiple provides the most accurate and the sales multiple provides the least accurate estimates. The earnings-based multiples provide accuracy inbetween, and the multiple based on EBITDA provides better estimates than that based on EBIT*”²⁸. Por sua vez, Liu, Nissim e Thomas (2002), através de um estudo a 24.167 empresas cotadas em 10 países, entre Março de 1976 e Junho de 2001, demonstraram que os múltiplos baseados em *earnings* apresentam melhor desempenho na avaliação de empresas do que os múltiplos referentes a indicadores de vendas, sendo que os múltiplos com base em dividendos e em *cash flows* apresentam-se como intermédios no que diz respeito à qualidade da avaliação.

Para além da questão da categoria de múltiplos com melhor performance, Goedhart, Koller e Wessels (2005) defendem a utilização de múltiplos baseados em estimativas de resultados futuros e não em históricos, sendo que, na ausência de estimativas, aconselha a escolha de dados referentes aos últimos quatro trimestres e não do ano fiscal mais recente, e a eliminação de eventos pontuais.

Em diversos estudos empíricos, esta posição foi defendida, entre outros, por Lie e Lie (2002) e Liu, Nissim e Thomas (2002), deixando claro que “*forward-looking earnings forecasts reflect value better than historical accounting information*”²⁹ (Liu, Nissim e Thomas, 2002).

Em suma, contrariamente ao que se verificou relativamente à categoria de múltiplos com melhor performance, a utilização de dados expectáveis na avaliação com base em múltiplos apresenta um consenso alargado no meio académico.

2.2.3 Contingent Claim Valuation

Uma empresa, para além da actividade operacional que desenvolve e que gera *cash flows*, pode dispor de um conjunto de oportunidades de negócios (e.g. lançamento de um novo produto no mercado, pesquisa e desenvolvimento, patentes, entre outros), sendo que estas não são avaliadas nos modelos típicos de DCF. Assim, admite-se que o valor da empresa pode ser diferente do valor actual dos seus *cash flows* esperados se estes *cash flows* estiverem dependentes da ocorrência de um evento no futuro (Damodaran, 2002).

Tipicamente, “*a common approach is not to value them (the opportunities) formally until they mature to the point where an investment decision can no longer be deferred*”³⁰ (Luehrman, 1997). No entanto, a partir da década de 70, com a publicação do *Black and Scholes Option Pricing Model* (1972) considerou-se que este modelo poderia ser uma abordagem válida para avaliar oportunidades de negócio.

A avaliação contingente deverá ser aplicada sempre que se trate de um activo com características de uma opção (e.g. exploração de reservas de petróleo ou carvão, patentes,...), sendo que tal não é o caso dos activos da

²⁸ Fonte: Lie, E. and Lie, H. J., 2002, *Multiples Used to Estimate Corporate Value*, Financial Analysts Journal, v.58, 44-54

²⁹ Fonte: Liu, J., Nissim, D. and Thomas, J., 2002, *Equity Valuation Using Multiples*, Journal of Accounting Research, v.40, no.1, 135-172

³⁰ Fonte: Luehrman, T. A., 1997, *What's it Worth? A General Manager's Guide to Valuation*, Harvard Business Review, May-June 1997, 132-142

Cofina. Actualmente, a Cofina actua no mercado de jornais e revistas, enfrentando um conjunto de desafios – alteração dos hábitos de consumo, concorrência feroz por parte da imprensa *on-line*, mercado fragmentado, tendência decrescente da publicidade – que dificilmente poderão ser considerados num modelo de opções, pois tal como Luehrman (1997) destaca “*the right to start, stop, or modify a business activity at some future time is different from the right to operate it now*”³¹.

2.2.4 Accounting and Liquidation Valuation

O método de *accounting valuation* avalia a empresa com base no somatório do valor contabilístico dos activos que detém num determinado momento do tempo (Damodaran, 2006). Este método é defendido sobretudo pelos contabilistas, que argumentam que o valor da empresa é “*weighted average of (i) capitalized current earnings (adjusted for dividends) and (ii) current book value*”³² (Ohlson, 1995). Contudo, tal como Damodaran (2006) refere, para empresas com oportunidades de crescimento significativas, o valor contabilístico da empresa poderá apresentar um montante consideravelmente inferior ao valor real da mesma.

Por outro lado, é importante salientar que as políticas contabilísticas adoptadas pela empresa assumem um papel relevante neste tipo de avaliação. Considerando que existem diversos *accounting standards* (e.g. GAAP e IFRS), a comparabilidade entre empresas de sectores e países diferentes poderá ser colocada em causa (Estridge e Lougee, 2007). Adicionalmente, estas autoras realçam ainda a facilidade com que algumas empresas manipulam contabilisticamente os *cash-flows* e, conseqüentemente, o valor da empresa.

O método *liquidation valuation* baseia-se no pressuposto que os activos da empresa têm que ser alienados com urgência, e como tal existe um desconto face ao seu valor real. Este método só deve ser aplicado na avaliação de empresas que se apresentem em situação de falência, dado que em situações normais subavalia-as (Damodaran, 2006). Entre outros aspectos, o valor de liquidação está relacionado com o tipo de activos que a empresa detém (Williamson, 1988), com o número de potenciais compradores existente e os possíveis usos alternativos dos activos (Shleifer e Vishny, 1992).

2.3 RECONCILIAÇÃO DOS VÁRIOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

A literatura é bastante abrangente no que se refere aos métodos de avaliação existentes, sendo que não existe uma escolha óbvia e única. O método de avaliação a utilizar deve ser escolhido tendo em conta as características da empresa que se está a avaliar, devendo assegurar-se que o método em causa é o mais robusto face às imperfeições da informação disponível (Young, Sullivan, Nokhasteh e Holt, 1999).

“*Even the people who popularized different approaches make no claim that their models are theoretically superior*”³³ (Young, Sullivan, Nokhasteh e Holt, 1999). Esta citação ganha ainda mais força pelo facto de ser possível reconciliar os vários métodos de avaliação (Young, Sullivan, Nokhasteh e Holt, 1999; Fernández, 2004; Fernández, 2009; Oded e Michel, 2007).

Young, Sullivan, Nokhasteh e Holt (1999) demonstraram que um conjunto de métodos (DCF, DDM, *Economic Value Added* e o *Dinamic ROE*) são matematicamente equivalentes no longo-prazo, ou seja, se se considerar apenas o valor terminal (que representa a maioria do valor da empresa).

³¹ Fonte: Luehrman, T. A., 1997, *What's it Worth? A General Manager's Guide to Valuation*, Harvard Business Review, May-June 1997, 132-142

³² Fonte: Ohlson, J. A., 1995, *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*, Contemporary Accounting Research, v.11, 661-687

³³ Fonte: Young, M., Sullivan, P., Nokhasteh, A. and Holt, W., 1999, *All Roads Lead to Rome: An Integrated Approach to Valuation Models*, Goldman Sachs Investment Research, September 1999

Fernández (2004; 2009) defende que todos os métodos de avaliação devem dar o mesmo resultado, dado que todos estão a analisar a mesma situação e com as mesmas hipóteses, diferindo apenas nos *cash flows* que consideram à partida. Este autor constata ainda que as divergências entre as várias teorias surgem quando se trata de avaliar os benefícios fiscais.

Por último, Oded e Michel (2007) demonstraram que se o rebalanceado da dívida foi contemplado de forma consistente nos quatro métodos, o *Adjusted Present Value*, *Capital Cash Flows*, *Equity Cash Flows* e *Free Cash Flows to the Firm* apresentam o mesmo resultado.

2.4 ANÁLISE COMPARATIVA DOS VÁRIOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO E SUA APLICABILIDADE AO CASO COFINA

Os métodos de avaliação baseados no desconto de *cash flows* diferem basicamente nos *cash flows* considerados e na taxa de desconto dos mesmos. Partindo do pressuposto que todos os métodos de avaliação conduzem a um resultado idêntico quando utilizados os mesmos pressupostos, a questão central está relacionada com o tratamento dos benefícios fiscais.

Enquanto a avaliação de uma empresa com base no WACC considera os benefícios fiscais provenientes da dívida na taxa de desconto, o APV avalia-os separadamente, sendo que a taxa de desconto destes pode ser a taxa de juro sem risco, o custo da dívida ou o *required return to unlevered equity*, consoante os autores.

Para além destas duas abordagens, há ainda outra corrente académica defendida por Ruback (2000), designada de “*Capital Cash Flows*”, que inclui os benefícios fiscais nos *cash flows* a descontar. Os *capital cash flows* (CCF) devem ser descontados ao custo médio ponderado do capital, mas “*before-tax rate because the tax benefits of debt financing are included in the CCFs*”³⁴ (Ruback, 2000).

Neste contexto, a escolha do método de avaliação não está relacionada com a superioridade de um método relativamente aos outros, mas sim com a facilidade de utilização, sendo esta determinada pela complexidade de aplicação do método e pela probabilidade de ocorrência de erros (Ruback, 2000).

A revisão bibliográfica desenvolvida anteriormente permitiu concluir que a selecção do método de avaliação mais adequado deverá resultar do cruzamento entre a análise comparativa (e.g. particularidades, vantagens e desvantagens) dos diversos métodos de avaliação e das características e perspectivas de desenvolvimento da empresa.

Tendo em consideração estes dois *inputs*, na avaliação da Cofina considerou-se que o método APV seria mais adequado do que o método de *discounted cash flows* através do WACC. O APV é mais transparente em situações em que se antevêm alterações significativas na estrutura de capital da empresa, mais concretamente um processo de desalavancagem financeira. Através do cálculo dos *side effects*, o APV tem em conta as variações do nível de dívida financeira, tornando a avaliação mais robusta.

Por sua vez, no método baseado no WACC as alterações da estrutura de capital estão reflectidas na taxa de desconto. Assim, a aplicação deste método exige a estimativa da estrutura de financiamento anual da Cofina. Esta estimativa é complexa e tem associado um elevado grau de erro, pois os rácios de alavancagem financeira do Grupo irão variar de ano para ano.

Porém, e tal como analisado anteriormente, o desafio central na aplicação do APV é a estimativa dos custos directos e indirectos e da probabilidade de falência. Esta dificuldade acrescida pode ser contornada com a análise

³⁴ Fonte: Ruback, R.S., 2000, *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*, working paper, Harvard Business School

de artigos académicos focados na estimativa dos custos de falência por sector, como é o caso do artigo “*The Costs of Financial Distress across Industries*” de Korteweg (2007).

Complementarmente, será realizada uma avaliação da Cofina com base em múltiplos, o que permite analisar o valor da empresa comparativamente com o mercado, e assim aferir a razoabilidade e robustez da avaliação de acordo com o APV.

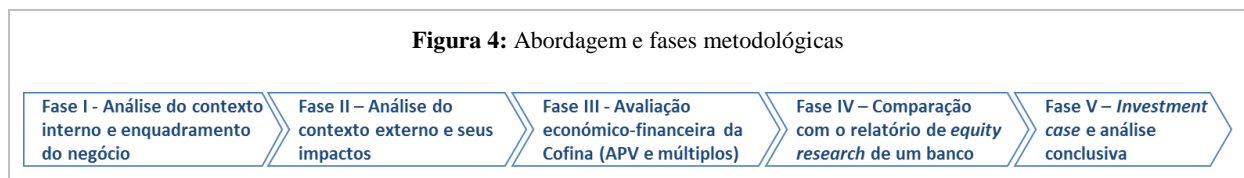
Não se considera pertinente a utilização do *Dividend Discount Model* e do *Free Cash Flows to the Equity* dado que a Cofina, por questões históricas (e.g. presença de características de uma empresa de *private equity*) e pela política de dividendos em vigor, apresenta um *payout ratio* instável, que não reflecte os seus *cash flows*. Por outro lado, o valor dos capitais próprios pode ser aferido através da diferença entre o valor da empresa como um todo e dos capitais alheios.

Relativamente aos outros métodos de avaliação descritos anteriormente (*Contingent Claim Valuation e Liquidation Valuation*), trata-se de métodos relativamente restritivos, que apenas devem ser utilizados em situações específicas, como é o caso de empresas que têm activos com características de opções e em casos de liquidação, respectivamente. A abordagem *Accounting Valuation* será utilizada na avaliação de activos com menor grau de materialidade para a Cofina, pois a sua avaliação com base em dados de mercado é excessivamente complexa e não tem um elevado valor acrescentado.

Com base na descrição teórica e nas melhores práticas de *equity research*, a metodologia a seguir na avaliação da Cofina será descrita pormenorizadamente no capítulo 7.

3. METODOLOGIA E RECOLHA DE DADOS

A avaliação da Cofina será realizada em cinco fases sequenciais e interdependentes, de forma a assegurar o desenvolvimento do modelo económico-financeiro que melhor se adapte às características da empresa/sector e que tenha em conta todas as variáveis com impacto na avaliação da mesma (Figura 4).



A primeira e a segunda fase têm como objectivo caracterizar o modelo de negócio do sector em geral e da Cofina, em particular, e identificar as principais fontes de criação de valor, assim como analisar o posicionamento competitivo do portfólio do Grupo. Adicionalmente, e tendo em vista a recolha de *inputs* para o modelo económico-financeiro, serão identificadas as variáveis do modelo operacional (internas e externas) com impacto na valorização da Cofina e as principais perspectivas e tendências do sector.

No que se refere à análise do contexto interno da Cofina, esta fase será desenvolvida, sobretudo, com recurso a informação publicamente disponível e com informação cedida pela Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação e pela Cofina (quer nos seus Relatórios & Contas quer através de reuniões com o *Investor Relations* do Grupo).

O contexto externo será avaliado com base em estudos específicos do sector, desenvolvidos por organismos e empresas de consultoria internacionais, como é o caso da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), da World Association of Newspapers and News Publishers e da PricewaterhouseCoopers (PwC).

As primeiras duas fases possibilitam adquirir um amplo conhecimento do sector de *media* e da imprensa e suas perspectivas de evolução, sendo este conhecimento capitalizado no desenvolvimento do modelo económico-financeiro, capítulo *core* do presente estudo de *equity research*.

A terceira fase iniciar-se-á com a estruturação de um modelo desenvolvido em Microsoft Excel de acordo com o método de avaliação a aplicar (mais detalhes no capítulo 7) e as características da Cofina (e.g. modelo de negócio e estrutura de financiamento). Posteriormente, proceder-se-á à definição de pressupostos quantitativos, sustentados com informação de mercado e com informação disponibilizada pela Cofina. Esta fase inclui a discussão e validação dos pressupostos de avaliação com a Cofina.

A metodologia preconizada, que contempla a avaliação através do APV e a comparação com múltiplos, permite obter um preço *target* para as acções da Cofina, considerando-se cumprido o principal objectivo da Dissertação.

A fase seguinte compreende uma análise comparativa com o relatório de *investment research*, datado de 13 de Maio de 2011, da CaixaBI – Banco de Investimento. Uma vez que o método de avaliação utilizado é diferente, esta análise foca-se nas diferenças metodológicas (vantagens e desvantagens de cada método de avaliação) e na identificação e discussão dos pressupostos críticos e materialmente mais relevantes para justificar as diferenças encontradas. A realização de reuniões com o analista responsável por acompanhar a Cofina e que produziu o relatório acima referido é um dos aspectos-chave da análise comparativa, permitindo obter um conhecimento mais sólido sobre os *drivers* de avaliação da CaixaBI.

Na última fase será desenvolvido o *investment case* e uma análise conclusiva, onde se procura sistematizar e salientar os factores que podem alavancar e/ou reter o crescimento da Cofina, assim como sustentar a recomendação de compra ou venda.

4. APRESENTAÇÃO DA COFINA³⁵

Fundada em 1995 e cotada na Euronext de Lisboa (antiga Bolsa de Valores de Lisboa) desde 1998, a Cofina S.G.P.S., S.A. (adiante designada por Cofina ou Grupo) é a *holding* de um Grupo empresarial português que actua no sector de *media* e conteúdos, em particular na publicação de jornais e revistas de diversos segmentos.

A Cofina iniciou a sua actividade como uma *holding* diversificada, em que para além do sector de *media*, detinha negócios na indústria de aço, de pasta de papel e de vidro, cristal e porcelana. Em 2005, a Cofina procedeu à cisão dos seus negócios, permanecendo com os negócios da área de *media* e tendo aglomerado as participações da área industrial (e.g. F. Ramada, Celulose do Caima e Vista Alegre) na empresa Altri, que no mesmo ano (1 de Março de 2005) iniciou a sua transacção em bolsa.

Este *spin-off* ditou a alteração no rumo estratégico da Cofina, que a partir dessa data se dedicou exclusivamente ao sector de *media* e conteúdos. De acordo com Paulo Fernandes, CEO da Cofina, “*Esta reorganização simplifica a estrutura do Grupo, dá mais visibilidade a cada uma das áreas de negócio, tornando-as mais fáceis de avaliar pelos investidores*”³⁶.

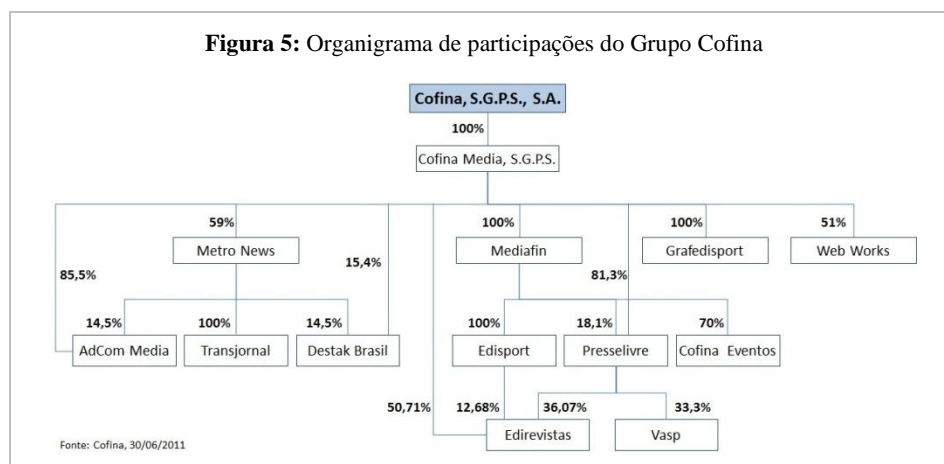
No sector dos *media*, entre os marcos mais importantes na actividade da Cofina destaca-se: i) a aquisição da Investec (*holding* de *media*) em 1999; ii) a aquisição do jornal Correio da Manhã (principal título da Cofina) em 2000; iii) o lançamento da revista Sábado em 2004; iv) a aquisição e lançamento de jornais diários gratuitos (Destak e Metro), quer em Portugal quer no Brasil, entre 2006 e 2010.

³⁵ Para mais detalhes, ver Anexo 1: “Evolução histórica da Cofina”.

³⁶ Fonte: Santos, R., 2004, *Cisão da Cofina cria Altri para a indústria*, Diário de Notícias (*on-line*), 16 de Dezembro. Disponível em: http://www.dn.pt/inicio/interior.aspx?content_id=592985. Acedido em 14 de Abril de 2011.

Actualmente, a Cofina detém um portfólio de 5 jornais e 10 revistas, em diversos segmentos de mercado, tais como informação geral, desporto e veículos, negócios, viagens e turismo, entre outros.

A Cofina tem sob sua gestão um conjunto de participações, das quais se destacam a Presselivre – Imprensa Livre, S.A. (responsável pela edição do jornais Correio da Manhã e da revista Sábado), a Edisport – Sociedade de Publicações, S.A. (editora dos jornais Record e Jornal de Negócios) e a Edirevistas, Sociedade Editorial, S.A. (editora das revistas Automotor, Máxima, Rotas & Destinos, TV Guia, TV Guia Novelas, GQ, Vogue, Flash e Semana Informática). Para além disso, a Cofina detém participações noutras empresas que se dedicam, nomeadamente, à produção de conteúdos e de eventos e à edição *on-line* (Figura 5).



4.1 EVOLUÇÃO BOLSISTA E ESTRUTURA ACCIONISTA

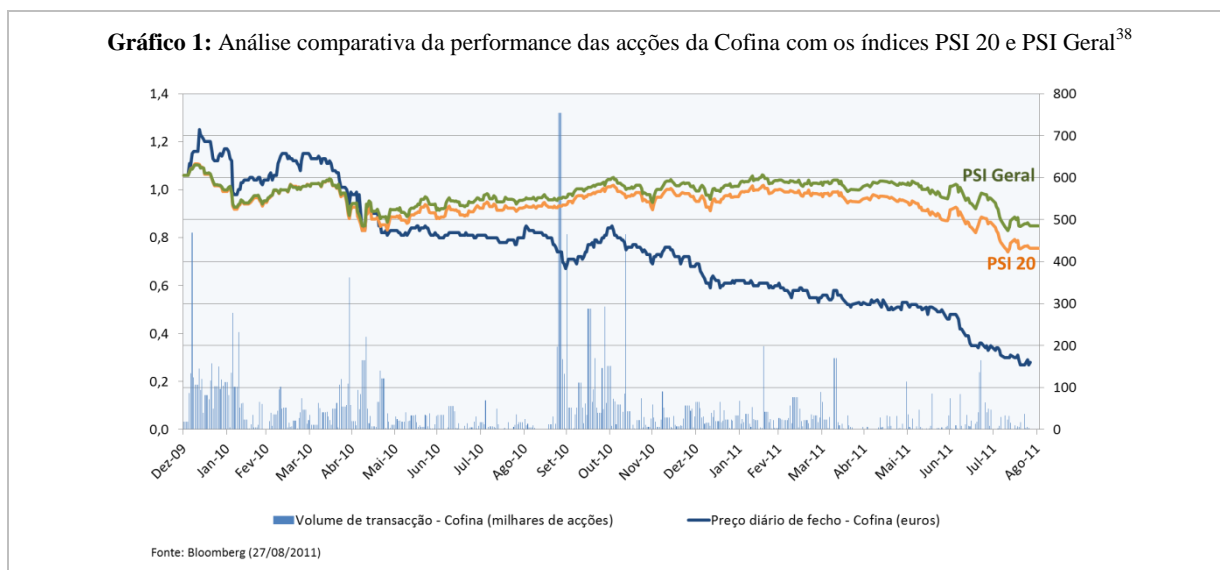
A Cofina é uma sociedade cotada na Euronext Lisboa, integrando o índice PSI Geral. Até ao dia 3 de Setembro de 2007, o Grupo de *media* incorporou o principal índice da bolsa portuguesa (*Portuguese Stock Index 20 - PSI 20*), tendo sido substituído pela empresa Redes Energéticas Nacionais, S.G.P.S., S.A. (REN), devido ao reduzido volume de transacções da Cofina comparativamente com a REN.

De um modo geral, o ano 2010 caracterizou-se por uma desvalorização dos dois principais índices bolsistas portugueses, sendo que o PSI 20 terminou o ano nos 7.588,31 pontos (-10,3% do que no início do ano), enquanto o PSI Geral valia 2.721,99 pontos (-6,2% do que no primeiro dia de transacção bolsista de 2010). No primeiro semestre de 2011, o PSI 20 desvalorizou -3,5%, sendo que o PSI Geral contrariou esta tendência negativa e valorizou 1,9% (Gráfico 1).

A cotação das acções da Cofina também foi influenciada por este comportamento em baixa dos mercados e inverteu a tendência de valorização verificada ao longo do ano 2009. Como consequência, no final do ano de 2010, as acções da Cofina valiam 0,69 euros, menos 0,37 euros do que no início de 2010. Neste contexto, a 31 de Dezembro de 2010, a capitalização bolsista da Cofina correspondia a cerca de 70,8 milhões de euros, o que equivalia a uma redução de 34,9% face ao ano anterior.

O primeiro semestre de 2011 foi particularmente penalizador para as acções da Cofina, tendo desvalorizado 30,4% e terminado o semestre a valer 0,48 euros, o que correspondia a uma capitalização bolsista de 49,2 milhões de euros. Nos meses de Julho e Agosto de 2011, a performance bolsista da Cofina continuou a deteriorar-se, sendo que, no dia 26 de Agosto de 2011, a Cofina encerrou a sessão a valer 0,28 euros. Esta cotação equivalia a uma capitalização bolsista de 28,7 milhões de euros e a uma desvalorização de 59,4% desde o início do ano.

De acordo com a Cofina, no decorrer do ano 2010 foram negociadas cerca de 13,5 milhões de acções, representativas de 13,1% das acções constitutivas do capital da sociedade. Nos primeiros 6 meses de 2011, foram transaccionadas cerca de 2,8 milhões de acções³⁷.



No que se refere à estrutura accionista da Cofina, esta pode ser classificada como pouco dispersa, no sentido em que é possível identificar claramente três grupos de accionistas: equipa de gestão, bancos e *free float* (Gráfico 2).

No conjunto, à equipa de gestão da Cofina³⁹ é imputável 43,92% do capital social e dos direitos de voto directos da sociedade. Esta estrutura accionista, em que a equipa de gestão detém uma percentagem considerável do capital social, é típica de uma empresa constituída/financiada sob um conceito semelhante ao de uma *private equity*, como foi o caso da Cofina numa fase inicial do seu desenvolvimento. Esta primazia da equipa de gestão no capital social da empresa tende a favorecer a responsabilidade, compromisso e empenho do *management* para com a performance da sociedade.

Do segundo grupo fazem parte o Santander Asset Management – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, S.A. (5,02% dos direitos de voto); o Banco BPI, S.A. (3,12% dos direitos de voto) e o Millennium BCP - Gestão de Fundos de Investimento, S.A. (2,79% dos direitos de voto), enquanto ao *free float* correspondem 45,15% das acções e dos direitos de voto.

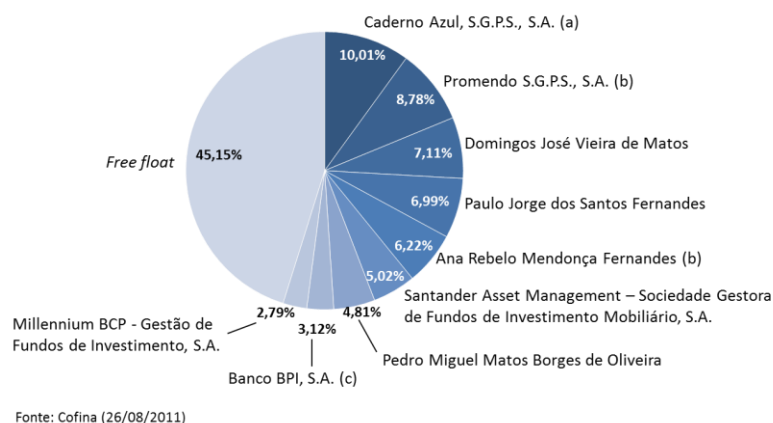
Individualmente, constata-se que a empresa Caderno Azul, S.G.P.S., S.A. e a administradora Ana Rebelo Mendonça Fernandes (a quem são imputáveis também as acções detidas pela Promendo, por ser administradora e titular de 59,6% do respectivo capital social) são os únicos accionistas com mais de 10% do capital e dos direitos de voto directos, com 10,01% e 15,00%, respectivamente.

³⁷ Para mais detalhes consultar o Anexo 2: “Evolução bolsista da Cofina”.

³⁸ Nota: Os índices PSI 20 e PSI Geral foram considerados como os índices que apresentam maior correlação com a evolução das acções da Cofina. Na análise comparativa, fixou-se o valor/preço inicial como sendo igual para as acções da Cofina, o PSI 20 e o PSI Geral.

³⁹ A identificação dos membros que compõem a equipa de gestão da Cofina encontra-se no Anexo 3: “Equipa de gestão da Cofina”.

Gráfico 2: Estrutura accionista da Cofina



Notas:

- (a) As 10.264.014 ações correspondem ao total das ações da Cofina S.G.P.S., S.A. detidas pela sociedade Caderno Azul, S.G.P.S., S.A. da qual o administrador João Manuel Matos Borges de Oliveira é administrador e accionista, titular de 50% do respectivo capital social;
- (b) As 9.007.436 de ações da Cofina S.G.P.S., S.A. detidas pela sociedade Promendo, S.G.P.S., S.A., consideram-se imputáveis a Ana Rebelo Mendonça Fernandes, sua administradora e accionista, titular de 59,6% do respectivo capital social. Assim, nos termos legais, consideram-se imputáveis a Ana Rebelo Mendonça Fernandes, um total de 15.385.276 ações, correspondentes a 15,00% do capital e dos direitos de voto da Cofina S.G.P.S., S.A.;
- (c) As 3.200.000 ações são detidas pelo Fundo de Pensões do Banco BPI. Esta participação é imputável ao Banco BPI nos termos do artigo 20º do Código dos Valores Mobiliários.

4.2 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A política de dividendos da Cofina tem como “*objectivo proporcionar aos accionistas uma adequada remuneração sobre o capital investido, sem no entanto colocar em causa o património do Grupo e as suas necessidades de expansão e investimento*”⁴⁰.

Entre 2008 e 2010, a exposição que a Cofina tinha com a participação na ZON Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, S.G.P.S., S.A. (adiante designada Zon), através da detenção de 15.190.000 ações valorizadas ao valor de mercado, impôs uma acentuada redução do resultado líquido do Grupo (por via de resultados financeiros negativos). Como consequência, a Cofina optou por não distribuir dividendos em 2008 e por atribuir um dividendo bruto de 0,01 euros por ação em 2009 e 2010. No último ano em análise, o *payout ratio* correspondeu a 20% do resultado líquido da Cofina⁴¹.

4.3 ANÁLISE ESTRATÉGICA

Após a decisão de enfoque exclusivo no sector *media*, a Cofina definiu como objectivo estratégico ser líder no segmento de imprensa em Portugal, suportado pelo reforço da sua posição competitiva no mercado e assente na criação de valor para os accionistas.

Esta estratégia de crescimento baseia-se em dois *drivers*: i) crescimento orgânico; ii) crescimento não orgânico por via de aquisições.

No que se refere ao crescimento orgânico, a prioridade é reforçar a rentabilidade dos activos existentes, mensurada através do crescimento do EBITDA e da sua margem. A Cofina considera que o reforço da rentabilidade passa por: i) apresentar uma excelente qualidade editorial; ii) aumentar as receitas; iii) monitorizar os investimentos realizados e proceder a uma gestão activa de recursos e portfólio; iv) apostar no segmento de *new media* (e.g. edição e distribuição de conteúdos em formato digital); v) otimizar a estrutura funcional e controlar os custos.

Mais concretamente, o desafio para o segmento de jornais passa por reforçar a liderança, através do aumento da circulação de jornais, desde que não comprometa a rentabilidade dos respectivos activos.

⁴⁰ Fonte: Cofina, 2010, Relatório & Contas.

⁴¹ Para mais detalhes sobre a evolução da política de dividendos da Cofina consultar o Anexo 4: “Evolução da política de dividendos”.

Para o segmento de revistas, o enfoque é o aumento da margem EBITDA, por via do acréscimo de receitas (e.g. circulação e publicidade), e a monitorização dos investimentos realizados, nomeadamente na revista Sábado.

Integrada nesta estratégia de gestão activa de portfólio e de enfoque nos activos com maior rentabilidade, a Cofina anunciou, no final do mês de Janeiro de 2011, a opção de deixar de publicar as revistas *Máxima Interiores* e *PC Guia*. Esta decisão foi justificada pela redução da circulação nos segmentos de decoração e tecnologias de informação, respectivamente, assim como pelo decréscimo das receitas de publicidade.

Quanto ao crescimento inorgânico, o eixo estratégico passa por aumentar a dimensão do Grupo, sobretudo por via da internacionalização. A Cofina considera que o crescimento inorgânico deverá traduzir-se no crescimento do EBITDA e no aumento da solidez financeira do Grupo.

Estrategicamente, o Brasil é o mercado de aposta, sendo que a Cofina iniciou a sua internacionalização neste país através de jornais gratuitos. A primeira abordagem ao mercado brasileiro ocorreu em 2007, com o lançamento do jornal diário gratuito *Destak São Paulo*, seguindo-se o *Destak Rio de Janeiro* em 2009 e o *Destak Brasília* em 2010. Actualmente, a Cofina aposta na consolidação da operação no Brasil, estando em análise a potencial expansão, através do jornal *Destak*, para outras cidades brasileiras.

No crescimento inorgânico, a Cofina pondera ainda a exportação de modelos de negócio testados e com bons resultados em Portugal para outros mercados naturais (como aconteceu com a internacionalização para o Brasil), assim como o crescimento por via de fusões e aquisições, sobretudo para outros segmentos de *media*.

Outra das vias pelas quais a Cofina ambiciona crescer relaciona-se com a expansão da sua actividade para o sector da televisão. Para tal, em 2007, emitiu um empréstimo obrigacionista no montante de 50 milhões de euros por um prazo de oito anos e meio que, tal como a Cofina referiu em comunicado, “*destina-se a alargar a maturidade da dívida existente e obter meios adicionais para o desenvolvimento da Empresa*”⁴². Este empréstimo teve como finalidade, entre outras, o reforço da posição da Cofina no capital accionista da Zon, o que ocorreu em 21 de Maio de 2007. Nesta data, a Cofina anunciou a aquisição de um milhão de acções da Zon, passando a deter 2% do capital desta empresa de comunicação.

A tomada desta posição qualificada no capital da Zon teve em vista eventuais parcerias no âmbito do concurso para o quinto canal televisivo em sinal aberto. No entanto, o concurso para a atribuição da licença foi suspenso, o que tem levado a Cofina a ponderar outras alternativas para entrar no sector televisivo.

A indefinição quanto ao quinto canal não impediu a Cofina de manter a sua posição estratégica na Zon, sendo que, em 31 de Dezembro de 2010, detinha 15.190.000 acções da Zon, a que correspondiam 4,91% do capital desta empresa de multimédia.

Todavia, o facto desta participação financeira estar registada no balanço da *holding* ao valor de mercado tinha um impacto negativo no resultado líquido da Cofina, pois os resultados financeiros (-16,4 milhões em 2010) diluíam os resultados operacionais positivos da Cofina (23,1 milhões em 2010). Para além disso, a considerável representatividade da participação na Zon (valor da participação em 31/12/2010 era de 51,5 milhões de euros) na capitalização bolsista da Cofina (cerca de 73% em 31/12/2010) expunha os accionistas da Cofina também ao risco da Zon (e.g. performance operacional).

Neste contexto, no passado dia 5 de Abril de 2011, a Cofina anunciou a venda em bolsa de 5,9 milhões de acções da Zon, a um preço de 3,65 euros por acção (em 31 de Dezembro de 2010 as acções estavam registadas no balanço da Cofina ao preço de mercado de 3,39 euros), sendo que “*com esta operação, a Cofina atingiu o equilíbrio pretendido na sua carteira de investimentos*”⁴³. Na sequência desta transacção bolsista, a participação da Cofina no capital da Zon passou a corresponder a 3%.

⁴² Fonte: Comunicado emitido pela Cofina no dia 13 de Abril de 2007.

⁴³ Fonte: Comunicado emitido pela Cofina no dia 5 de Abril de 2011.

No dia 16 de Junho de 2011, a Cofina alienou mais 5,3 milhões de acções da Zon (ao preço unitário de 3,42 euros), tendo comunicado ao mercado a venda da restante participação no dia 22 de Julho de 2011 (ao preço de 3 euros por acção). Assim, a partir desta data, a Cofina deixou de ter qualquer participação no capital da Zon.

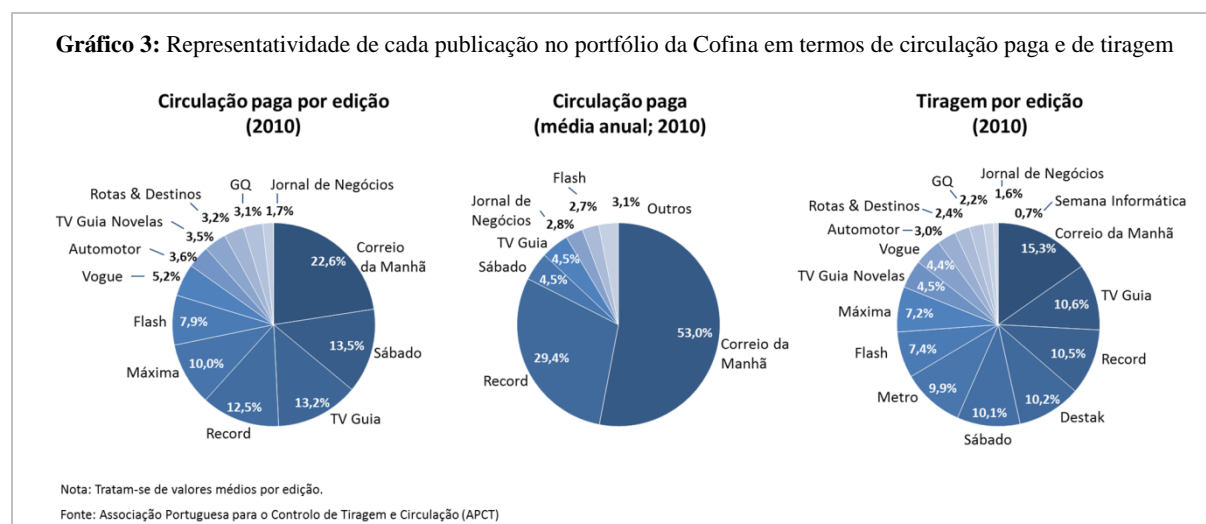
A Cofina não desistiu do objectivo estratégico de entrar no sector televisivo, tendo anunciado, no passado dia 8 de Junho, a criação de uma parceria com a Zon e a Ongoing para o lançamento de um novo canal por cabo, que começará a transmitir no *reality show* uMan a partir de Setembro. Nesta parceria, a Ongoing foi a responsável pela importação do programa, a Zon garante a plataforma tecnológica e a Cofina assegura a divulgação do *reality show* através do seu portfólio.

Quando questionada sobre a possibilidade destes *players* concorrerem juntos a uma futura privatização da RTP, a Cofina garantiu que ainda não existem conversações nesse sentido⁴⁴.

4.4 ANÁLISE DE PORTFÓLIO

Após o *spin-off* ocorrido em 2005, a Cofina dedicou-se exclusivamente ao sector *media* e de conteúdos, sendo que actualmente no portfólio da Cofina consta a edição de 5 jornais (Correio da Manhã, Record, Jornal de Negócios, Destak e Metro) e 10 revistas (Sábado, Flash, TV Guia, TV Guia Novelas, Semana Informática, Automotor, Máxima, Rotas & Destinos, GQ e Vogue).

De acordo com o critério de circulação paga⁴⁵ (número médio de publicações vendidas por edição), os principais activos da Cofina são o jornal Correio da Manhã (22,6% da circulação paga do Grupo), a revista Sábado (13,5% da circulação paga do Grupo) e a revista TV Guia (13,2% da circulação paga do Grupo). Contudo, este critério não considera a periodicidade de cada publicação e se este facto for tido em conta, constata-se que o Correio de Manhã é claramente o activo *core* da Cofina, tendo sido responsável por cerca de 53,0% da circulação paga anual do portfólio. O jornal diário Record captou 29,4% da circulação, enquanto a revista semanal Sábado, uma das principais apostas da Cofina, gerou 4,5% da circulação paga do Grupo (Gráfico 3).



De forma a incorporar todas as particularidades do portfólio de publicações do Grupo, é necessário considerar também os jornais diários gratuitos, sendo que tal só é possível através da análise da tiragem. Deste ponto de vista, o Correio da Manhã mantém-se como líder do portfólio (15,3%), seguindo-se a revista TV Guia (10,6%) e

⁴⁴ Fonte: Machado, A., 2011, *Novo canal no cabo junta Ongoing, Cofina e Zon*, Jornal Público (*on-line*), 9 de Junho. Disponível em: http://www.publico.pt/Media/novo-canal-no-cabo-junta-ongoing-cofina-e-zon_1498186. Acedido em 19 de Agosto de 2011.

Marketeer, 2011, *Ongoing, Cofina e Zon juntas em projecto de TV*, Marketeer (*on-line*), 9 de Junho. Disponível em: <http://www.marketeer.pt/2011/06/09/ongoing-cofina-e-zon-juntas-em-projecto-de-tv/>. Acedido em 19 de Agosto de 2011.

⁴⁵ No Anexo 5: “Glossário” encontra-se a definição dos principais termos utilizados no segmento da imprensa.

o jornal Record (10,5%). Os jornais gratuitos Destak e Metro ocupam a quarta e a sexta posição, com 10,2% e 9,9% da tiragem, respectivamente.

No ano 2010, a Cofina detinha quatro publicações líderes do segmento de mercado em que actuam, designadamente os jornais Correio da Manhã e Record e as revistas Semana Informática e Automotor. Adicionalmente, o portfólio do Grupo é constituído por publicações que, não sendo líderes de mercado, dispõem de uma quota de mercado considerável, como é o caso das revistas Sábado (39%) e TV Guia (26%) (Tabela 1).

A Informação Geral é o segmento dominante no portfólio da Cofina, com três jornais diários (Correio da Manhã, Destak e Metro) e uma revista semanal (Sábado).

O preço de capa das publicações varia de acordo com a periodicidade de cada publicação e com o seu posicionamento, situando-se entre os 0,65 euros da TV Guia Novelas e os 3,80 euros da revista mensal Rotas & Destinos.

Tabela 1: Breve caracterização das publicações da Cofina

| Publicação | Periodicidade | Segmento | Circulação paga (a) | | | Tiragem (a) | | | Preço de capa | Quota de mercado (b) | Líder do segmento? (b) |
|------------------------|---------------|-----------------------------|---------------------|------------|---------|---------------|------------|---------|---|----------------------|------------------------|
| | | | Valor de 2010 | TCMA 04-10 | Δ 09-10 | Valor de 2010 | TCMA 04-10 | Δ 09-10 | | | |
| Correio da Manhã | Diária | Informação Geral | 125.417 | 1,3% | 5,9% | 164.658 | 1,6% | 4,5% | 0,90 € de 2ª a 5ª 1,2€ à 6ª feira 1,3€ ao fim-de-semana | 42% | ✓ |
| Record | Diária | Desporto e Veículos | 69.554 | -4,5% | -1,9% | 113.036 | -3,2% | -0,1% | 0,85 € | N.d. (c) | ✓ |
| Jornal de Negócios | Diária | Economia/ Negócios e Gestão | 9.521 | 1,7% | -1,8% | 16.964 | -0,7% | -6,1% | 1,60 € | 19% | ✗ |
| Destak (d) | Diária | Informação Geral | - | - | - | 110.124 | 5,3% | 11,7% | Grátis | 31% | ✗ |
| Metro (d) | Diária | Informação Geral | - | - | - | 106.434 | -2,9% | 0,5% | Grátis | 30% | ✗ |
| Sábado | Semanal | Informação Geral | 74.846 | 12,8% | -3,7% | 108.396 | 6,0% | -1,1% | 3 € | 39% | ✗ |
| Flash | Semanal | Sociedade | 44.062 | -5,0% | -10,7% | 79.273 | -4,2% | -4,7% | 1,35 € | 12% | ✗ |
| Tv Guia | Semanal | Televisão/ Jogos | 73.474 | -1,9% | -4,7% | 113.705 | -1,8% | -3,2% | 1,25 € | 26% | ✗ |
| TV Guia Novelas (e) | Semanal | Feminina/ Moda | 19.704 | -4,3% | -8,2% | 48.491 | -11,3% | -5,1% | 0,65 € | 5% | ✗ |
| Semana Informática (f) | Semanal | Tecnologias de Informação | 161 | 0,1% | 1,3% | 8.636 | 5,0% | 20,7% | 1,85 € | 100% | ✓ |
| Automotor | Mensal | Desporto e Veículos | 19.935 | -4,6% | 1,7% | 32.467 | -7,3% | -7,2% | 3,30 € | 26% | ✓ |
| Máxima | Mensal | Feminina/ Moda | 55.737 | 1,1% | 1,8% | 77.517 | 1,4% | -0,3% | 3 € | 14% | ✗ |
| Vogue | Mensal | Feminina/ Moda | 28.682 | 3,1% | 1,2% | 47.483 | 1,8% | -1,4% | 3,50 € | 7% | ✗ |
| G Q | Mensal | Masculina | 17.189 | 5,5% | 9,0% | 24.100 | -2,4% | 0,4% | 3,50 € | 19% | ✗ |
| Rotas e Destinos | Mensal | Viagens e Turismo | 17.797 | 1,0% | -0,2% | 26.110 | -1,3% | 6,2% | 3,80 € | 20% | ✗ |

Notas:

(a) Os dados referentes à circulação paga e à tiragem tratam-se a valores médios por edição.

(b) O mercado é definido como o conjunto de publicações que fazem parte do mesmo segmento e apresentam a mesma periodicidade.

(c) O jornal A Bola não é auditado pela APCT, não sendo possível apurar a circulação paga total do segmento e, consequentemente, a quota de mercado de cada publicação.

(d) O líder de mercado do segmento de jornais diários gratuitos era o jornal Global Notícias, no entanto, esta publicação foi encerrada durante o ano 2010.

(e) A taxa de crescimento média anual da circulação paga e da tiragem refere-se ao período entre 2006 e 2010.

(f) A revista Semana Informática é distribuída, maioritariamente, a título gratuito. Esta revista é a única publicação do segmento de Tecnologias de Informação semanal, pelo que é líder deste segmento de mercado.

N.d. – Não disponível

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

4.4.1 Jornais

Em Portugal, a Cofina edita três jornais com circulação paga (Correio da Manhã, Jornal de Negócios e Record) e dois jornais gratuitos (Destak e Metro), enquanto no Brasil detém o jornal Destak que publica em São Paulo, Rio de Janeiro e Brasília.

Em 2010, os jornais representaram 74,4% das receitas operacionais do Grupo, cifrando-se nos 101.485 milhares de euros, o que correspondeu a um acréscimo da sua representatividade nas receitas totais do Grupo de 0,9 pontos percentuais face ao ano 2009. Entre 2005 e 2010, as receitas de jornais apresentaram uma taxa de crescimento média anual (TCMA) de 2,1%, sendo que o valor máximo foi registado em 2008, com 102.899 milhares de euros (Gráfico 4).

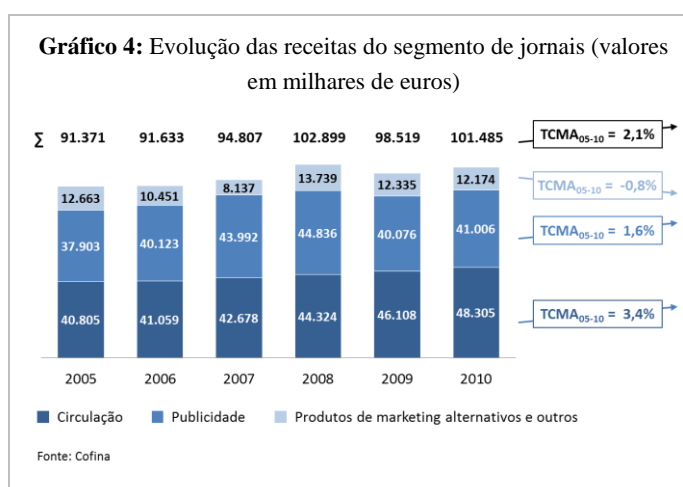
A evolução das receitas deve-se, sobretudo, ao aumento das receitas de circulação (TCMA₀₅₋₁₀ de 3,4%), que no último ano em análise corresponderam a 47,6% das receitas totais do segmento de jornais. Este facto traduz a capacidade que a Cofina tem vindo a demonstrar para fazer face à actual conjuntura económica desfavorável e contornar o crescente acesso a jornais *on-line*.

As receitas de publicidade (40,4% das receitas totais de jornais) continuam a assumir-se como uma componente importante das receitas da Cofina, tendo passado de 37.903 milhares de euros em 2005 para 41.006 milhares de euros em 2010 (TCMA₀₅₋₁₀ de 1,6%).

Em período de menor crescimento económico, a publicidade, sendo considerada pelas empresas como uma actividade de suporte, tende a sofrer cortes significativos e/ou a assistir a uma redefinição dos meios de comunicação e/ou das publicações escolhidas para realizar as inserções publicitárias (e.g. apenas publicações líderes de mercado, publicações dedicadas a um segmento de mercado específico). Não obstante, a Cofina tem conseguido minimizar este factor, para o qual muito contribui o facto de deter publicações líderes de mercado e apresentar um volume de leitores considerável.

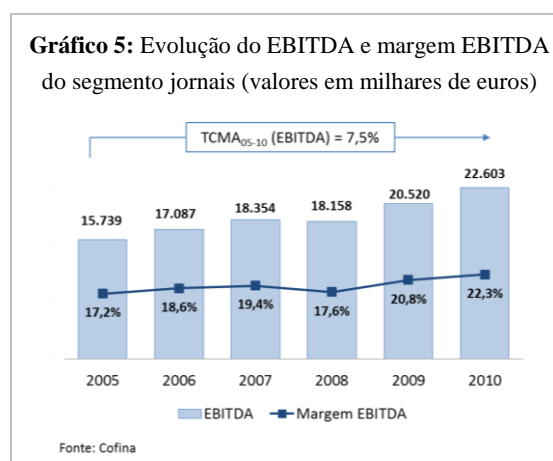
No que concerne aos produtos de marketing alternativos e outros (e.g. *add-ons* como livros, CDs, vídeos, copos, faqueiros, entre outros) tem vindo a verificar-se uma redução estrutural deste tipo de receitas, devido à crescente disponibilidade e variedade destes artigos nos mais diversos estabelecimentos comerciais.

Em termos de sazonalidade, este sector é caracterizado por um aumento da circulação nos meses de Verão,



tipicamente os meses de férias dos portugueses, e por um acréscimo das receitas de publicidade no quarto trimestre devido às festividades do Natal.

O EBITDA do segmento de jornais tem vindo a registar um crescimento considerável (TCMA₀₅₋₁₀ de 7,5%), tendo-se cifrado nos 22.603 milhares de euros em 2010, um acréscimo de 10,2% face a 2009. Para além do crescimento das receitas, para este desempenho contribuiu o enfoque do Grupo na eficiência operacional e no controlo de custos. No último ano em análise, a margem EBITDA foi de 22,3%, mais 1,5 pontos percentuais do que em 2009 (Gráfico 5).



O Correio da Manhã⁴⁶ - jornal diário, inserido no segmento de Informação Geral - é o principal título da Cofina, sendo que, em 2010, foi responsável por mais de 125 mil cópias vendidas por dia (valores médios por edição).

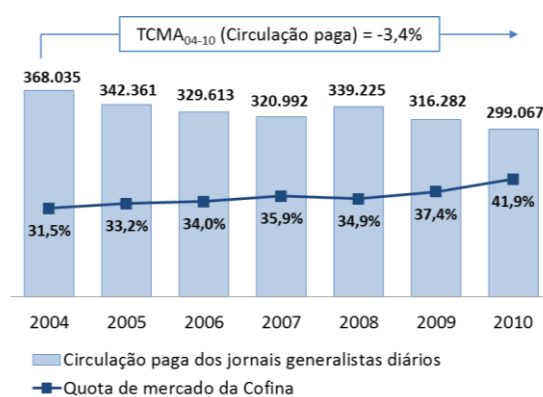
⁴⁶ Nota: Mais detalhes sobre cada título do portfólio da Cofina no Anexo 6: "Detalhe do portfólio de jornais e revistas da Cofina".

A performance do Correio da Manhã contraria a evolução global do mercado de jornais generalistas diários e dos seus principais concorrentes (Jornal de Notícias, Diário de Notícias e Público). De uma forma geral, a circulação paga neste segmento tem vindo a registar um decréscimo (TCMA₀₄₋₁₀ de -3,4%), o que pode ser explicado, entre outros aspectos, pela crescente tiragem de jornais gratuitos e pela disseminação do acesso à informação *on-line*. Por sua vez, no mesmo período, a circulação paga do Correio da Manhã aumentou a uma taxa de crescimento média anual de 1,3%, tendo aproveitado o encerramento do jornal 24 Horas (em Junho de 2010) para expandir a sua base de leitores e a circulação paga (aumento de 5,9% entre 2009 e 2010).

Neste contexto, o Correio da Manhã, para além de ser líder de mercado inequívoco no seu segmento, tem visto a sua quota de mercado expandir-se (de 31,5% em 2004 para 41,9% em 2010), tendo sido o único jornal do seu segmento a aumentar a circulação paga em 2010 (Gráfico 6). Este factor é uma mais-valia para a captação de publicidade, dado que as empresas preferem fazer publicidade em jornais com uma audiência elevada, que permitam chegar ao maior número possível de leitores, rentabilizando o seu investimento.

De acordo com dados da Marktest, no que se refere à audiência, a partir de 2007, o Correio de Manhã ultrapassou o Jornal de Notícias no número de leitores diários, mantendo a liderança com mais de 1 milhão de leitores diários.

Gráfico 6: Evolução da circulação paga (n.º de jornais) dos jornais generalistas diários e da quota de mercado da Cofina



4.4.2 Revistas

O portfólio de revistas da Cofina é mais amplo do que o dos jornais, do qual consta a edição de 10 revistas em diversos segmentos de mercado, com uma periodicidade semanal ou mensal. Actualmente, a Cofina edita as revistas semanais Sábado, Flash, TV Guia, TV Guia Novelas e Semana Informática e mensalmente coloca nas bancas as revistas Automotor, Máxima, Rotas & Destinos, GQ e Vogue.

A menor periodicidade de publicação e do volume de tiragem por edição justificam o facto do segmento de revistas apresentar uma representatividade inferior à dos jornais no volume de receitas da Cofina (25,6% face a 74,4% dos jornais, em 2010).

Em 2010, as receitas do segmento de revistas corresponderam a 34.829 milhares de euros, provenientes de receitas de circulação (48,0%), de publicidade (40,0%) e da venda de produtos de marketing alternativos e outros (12,0%) (Gráfico 7).

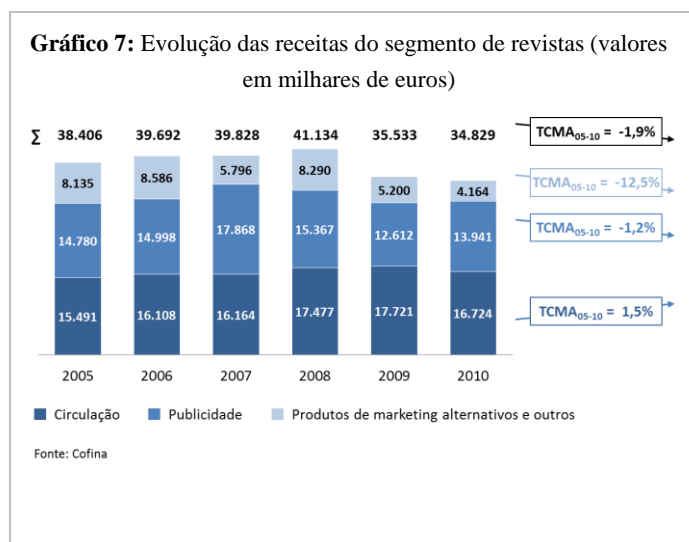
O segmento de revistas tem assistido a uma deterioração da sua performance, tendo-se verificado um decréscimo das receitas em 2% (704 milhares de euros) entre 2009 e 2010. Para esta evolução contribuiu a redução das receitas de circulação (-5,6%) e de produtos de marketing alternativos e outros (-19,9%), sendo que o aumento de 10,5% das receitas de publicidade não foi suficiente para inverter o cenário negativo.

Esta tendência de decréscimo pode ser atribuída, entre outros factores, a questões económicas conjunturais, dado que os anos de 2009 e 2010 quebraram o ciclo de crescimento das receitas, ainda que ligeiro, verificado entre 2005 e 2008 (TCMA₀₅₋₀₈ de 2,3%).

Por outro lado, e à semelhança dos factores referidos aquando da análise do segmento de jornais, existem também questões estruturais que justificam a redução das receitas de publicidade (TCMA₀₅₋₁₀ de -1,2%) e da venda de produtos de marketing alternativos e outros (TCMA₀₅₋₁₀ de -12,5%). Os factores mais apontados são a crescente aposta das empresas em publicidade *on-line* (principais razões: menores custos e maior público alvo) em detrimento dos meios tradicionais e a menor predisposição do público em geral para adquirir *add-ons* disponibilizados em revistas.

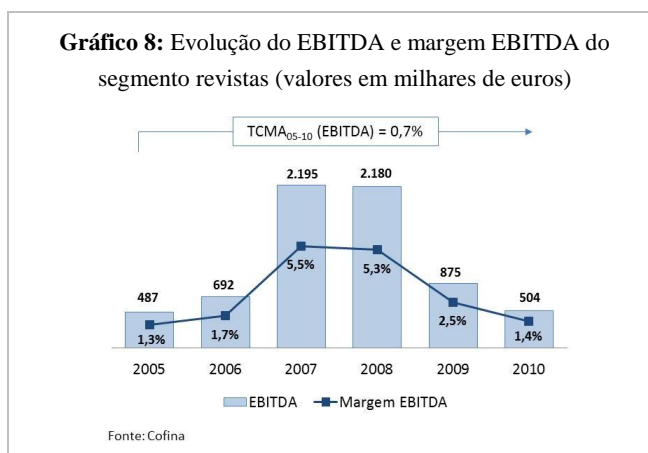
A quebra das receitas de circulação e de publicidade justificaram a decisão de descontinuar a publicação das revistas Máxima Interiores (TCMA₀₄₋₁₀ da circulação paga de -1,5%) e PC Guia (TCMA₀₄₋₁₀ da circulação paga de -9,3%), decisão comunicada ao mercado no primeiro mês de 2011.

Analisando o EBITDA do segmento de revistas observa-se uma evolução irregular deste indicador, atribuível a dois factores: i) lançamento da revista Sábado; ii) conjuntura económica.



À semelhança de qualquer publicação, o lançamento da revista Sábado (2004) exigiu elevados custos de marketing e promoção durante 3 anos, dado que foi fundamental dar a conhecer a revista aos leitores e ganhar quota de mercado. Este avultado investimento em marketing reflectiu-se numa redução do EBITDA entre 2004 e 2006. Contudo, esta tendência foi invertida em 2007 e 2008, quando o investimento na revista Sábado gerou o seu retorno e o EBITDA aumentou consideravelmente (487 mil euros em 2005 para 2.195 milhares de euros em 2007) (Gráfico 8).

Entre 2009 e 2010, o EBITDA do segmento de revistas voltou a sofrer uma redução por via do decréscimo das vendas. A conjuntura económico-financeira adversa traduziu-se numa redução do poder de compra dos consumidores portugueses e, conseqüentemente, na diminuição do consumo de bens considerados supérfluos, como é o caso das revistas.



4.4.3 Publicações *on-line*

Do portfólio da Cofina consta também a publicação *on-line* dos seus principais títulos, como é o caso dos cinco jornais do Grupo e das revistas Sábado, Máxima, Rotas & Destinos e Automotor. Adicionalmente, a Cofina gere também o Portal XL e disponibiliza o portal de classificados Empregos Online. A principal fonte de receitas deste negócio é a publicidade.

4.4.4 Revistas exclusivas de grupos empresariais portugueses

Aproveitando sinergias na linha editorial, para além da edição de revistas para distribuição e venda ao público em geral, a Cofina edita também revistas de grupos empresariais portugueses, como é o caso das revistas Caixa Woman (Grupo Caixa Geral de Depósitos), Lusitana (Grupo Fábricas Lusitana), We HPP Saúde (Grupo HPP Saúde), Zon (guia mensal de programação da Zon), Tecnifar (Grupo Tecnifar), To You (Grupo Toyota), Mude (catálogo com a colecção de Francisco Capelo) e Olhar (Grupo Optivisão).

5. ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO E DA INDÚSTRIA

5.1 ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

Para contornar a situação económica e financeira desfavorável que Portugal atravessa, no dia 6 de Abril de 2011, o Governo decidiu pedir assistência financeira ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira e ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Contudo, o The Economist Intelligence Unit (EIU) prevê que as medidas de consolidação orçamental que o país terá que implementar conduzam a uma recessão da economia entre 2011 e 2013 (crescimento real do Produto Interno Bruto (PIB): -2,0% em 2011, -2,5% em 2012 e -1,3% em 2013), esperando que, em 2014 e 2015, o PIB apresente sinais de recuperação, ainda que ligeiros (crescimento real: 0,1% em 2014 e 0,9% em 2015)⁴⁷.

É expectável que o consumo privado seja das rubricas mais penalizadas, devido aos efeitos do aumento da carga fiscal (Imposto sobre o Valor Acrescentado e imposto sobre o rendimento), à redução dos salários reais, ao acréscimo do desemprego e à redução do nível de confiança dos portugueses. No seu boletim de Agosto de 2011, o EIU antevê que a redução do consumo privado possa ascender a 3,5% em 2011 e apenas em 2015 volte a recuperar (0,3%).

Este contexto económico de aumento de impostos, redução dos apoios sociais e com o nível de desemprego a bater recordes, as famílias e as empresas tenderão a sofrer um decréscimo do seu poder de compra e a cortar em bens considerados superficiais. Os jornais e revistas não serão excepção, principalmente com a facilidade de disseminação de informação *on-line* (com um custo mais reduzido para os utilizadores) e com a existência de jornais gratuitos. Por outro lado, a redução das despesas com publicidade também será uma das medidas a ponderar/implementar pelas empresas portuguesas. Esta situação cria um desafio adicional para que as empresas de *media* reinventem os seus produtos e serviços de forma a ir de encontro às necessidades dos seus clientes e, assim, minimizar o impacto da contracção económica e financeira.

Outra das variáveis macroeconómicas a considerar na avaliação de qualquer empresa é a taxa de inflação. De acordo com dados do EIU, é expectável que, em 2011, o Índice Harmonizado dos Preços no Consumidor (IHPC) aumente para 3,3%, em virtude, entre outros factores, do aumento do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) e do preço das *commodities*. Nos anos seguintes, a taxa de inflação deverá voltar a registar valores semelhantes aos de 2010, devido ao decréscimo do consumo privado e ao fraco aumento salarial, sendo previsível que, entre 2012 e 2015, a taxa média de inflação seja de 1,3%.

A nível europeu, a economia apresenta sinais de abrandamento, pelo que os analistas antecipam que, ao contrário do que aconteceu no dia 7 de Julho de 2011 (aumento de 25 pontos base da taxa de juro de referência, situando-se nos 1,5%)⁴⁸, o Banco Central Europeu possa descer a taxa de juro de referência ainda durante o ano de 2011⁴⁹.

⁴⁷ Fonte: The Economist Intelligence Unit, *Country Report: Portugal*, August 2011.

⁴⁸ Fontes: Jornal Público, 2011, *BCE sobe taxas de juro de referência para 1,5 por cento*, Jornal Público (*on-line*), 7 de Julho. Disponível em: http://economia.publico.pt/Noticia/bce-sobe-taxas-de-juro-de-referencia-para-15-por-cento_1501839. Acedido em 19 de Agosto de 2011.

⁴⁹ Fonte: Barroso, R., 2011, *BCE vai descer juros para 1% já em Outubro*, Diário Económico (*on-line*), 23 de Setembro. Disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/mercados-bce-vai-descer-juros-para-1-ja-em-outubro_127396.html. Acedido em 23 de Setembro de 2011.

Por último, a actual situação económica que Portugal enfrenta (e.g. descidas sucessivas do *rating* da dívida soberana e descrédito nos mercados internacionais) altera a percepção de risco que os investidores têm relativamente ao país, exigindo um prémio de risco e níveis de retorno mais elevados para investir em Portugal. Tendo por base o modelo CAPM, este facto tem impactos directos na taxa de retorno exigida pelos accionistas da Cofina e, conseqüentemente, no valor da empresa.

5.2 ENQUADRAMENTO DA INDÚSTRIA

De acordo com diversas entidades responsáveis pela recolha e análise de dados sectoriais, nomeadamente a Marktest, o mercado de *media* pode ser dividido em cinco categorias/segmentos: televisão, imprensa (que inclui jornais e revistas), rádio, cinema e *outdoor*.

De acordo com um estudo da consultora PricewaterhouseCoopers (PwC)⁵⁰, em 2006, a imprensa (jornais e revistas) era o segmento de *media* líder a nível mundial e da Europa, Médio Oriente e África (EMEA), com 21,1% e 23,0% de quota de mercado, respectivamente.

Contudo, a alteração dos hábitos de consumo e a crescente implantação dos *new media* (e.g. sistemas *on-line* e digitais) reflectiu-se na redução da quota de mercado da imprensa tradicional. Em 2010, a quota de mercado da imprensa na EMEA decresceu para 18,9% e estima-se que, em 2015, corresponda a 15,8%, o equivalente a um volume de mercado de 68.202 milhões de euros e 73.399 milhões de euros, respectivamente (PricewaterhouseCoopers, 2011). Em 2010, os Estados Unidos da América, o Japão, a Alemanha, a China e o Reino Unido destacavam-se como os países em que o mercado de jornais e revistas apresentava maior valor.

Em 2010, o sector da imprensa em Portugal apresentava um valor de mercado de 477 milhões de euros, dos quais 280 milhões de euros (58,7%) advinham do segmento de revistas e 197 milhões de euros do segmento de jornais (41,3%). No ano passado, o valor global do mercado sofreu uma redução de 17,5% face a 2006, impulsionado sobretudo pela deterioração do mercado de revistas (-20,7%).

5.2.1 Cadeia de valor

A imprensa tradicional tem um papel de duplo intermediário, por um lado, selecciona, verifica e agrega a informação disponibilizada pelos produtores de conteúdos (e.g. jornalistas e agências noticiosas) e distribui-a aos utilizadores da informação (e.g. leitores); por outro lado, disponibiliza aos anunciantes o acesso ao público-alvo pretendido, isto é, aos leitores (OCDE, 2010) (Figura 6).

Segundo dados da ZenithOptimedia

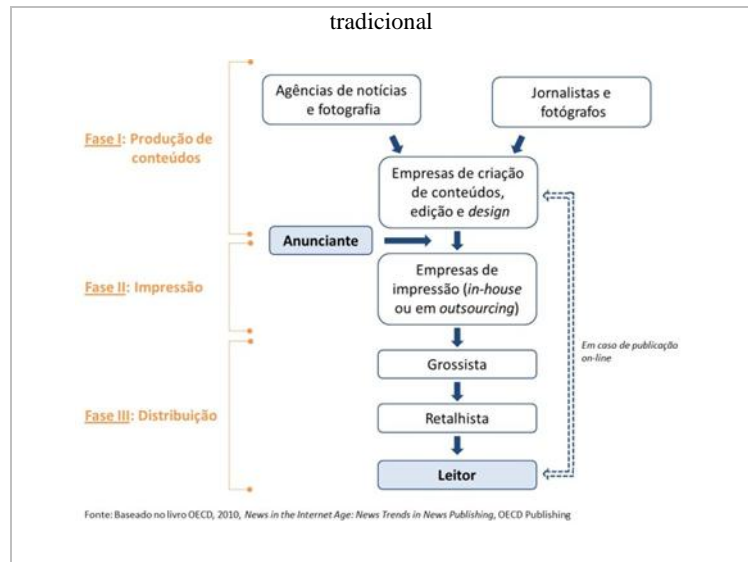
Figura 6: Principais fases e intervenientes na cadeia de valor da imprensa

⁵⁰ Fonte: PricewaterhouseCoopers, 2011, Global entertainment and media Outlook: 2011-2015, 12th annual edition.

Este estudo contempla os seguintes segmentos de *media*: acesso à *internet (wired and mobile)*, publicidade na *internet (wired and mobile)*, subscrição de canais televisivos, publicidade em televisão, música, cinema, vídeo jogos, rádio, publicidade *outdoor*, revistas, jornais, livros educacionais e para o consumidor, *business-to-business*.

A publicação de 2011 disponibiliza dados individualizados de 48 países a nível mundial, incluindo Portugal.

(2010), os principais grupos de *media* nacionais a actuar no segmento de jornais são a Controlinveste (editora dos jornais Diário de Notícias, Jornal de Notícias, O Jogo, entre outros), a Cofina e o Grupo Impresa (cujo principal activo é o jornal Expresso). No que se refere ao segmento de revistas, são de destacar os grupos Impresa (responsável pela edição da revista Visão), a Cofina e a Impala (detentora das revistas Maria, Nova Gente, TV 7 Dias, Vip, Focus, entre outras).



Na fase de impressão, as gráficas mais citadas na impressão de jornais e revistas são a Lisgráfica, a Soctip e a Sogapal. Por último, na fase de distribuição destaca-se a distribuidora Vasp, cujo capital social é detido em partes iguais pela Controlinveste, Cofina e Impresa, e que distribui as publicações destes grupos e ainda centenas de outros títulos.

Em suma, a Cofina e os principais grupos de *media* portugueses optaram por uma estratégia de integração vertical (total ou parcial) ao longo da cadeia de valor, controlando-a directa ou indirectamente. No caso da Cofina, esta integração vertical foi realizada através da constituição da empresa Grafedisport - Impressão e Artes Gráficas, S.A. (inicialmente em partes iguais do capital com a Lisgráfica, tendo posteriormente adquirido a participação da Lisgráfica) e com a aquisição de uma participação minoritária (33,3%) da distribuidora Vasp.

Do ponto de vista dos intervenientes na cadeia de valor da imprensa, é de destacar os anunciantes e os leitores. Os anunciantes, embora não assumam um papel de destaque na fase editorial e de impressão, dada a sua contribuição para as receitas das empresas são um elemento essencial e, muitas vezes, uma pré-condição para a sustentabilidade financeira da publicação de jornais e revistas (OCDE, 2010). Os leitores, por via da aquisição dos jornais e das revistas, são outra fonte de receitas essencial da indústria.

5.2.2 Publicidade

A publicidade é uma variável cíclica vulnerável à conjuntura económica, sendo que, em períodos de contracção económica, as receitas de publicidade tendem a decrescer mais do que as receitas de circulação, dado que os anúncios de emprego, imobiliários e de automóveis (que geram uma percentagem considerável das receitas de publicidade) são mais afectadas pelas condições económicas do que outros tipos de anúncios.

A nível da EMEA, a PricewaterhouseCoopers estima que, entre 2006 e 2010, as receitas de publicidade em jornais e revistas decresceram a uma taxa média anual de 3,7%, tendo sido mais acentuada no segmento de revistas (TCMA₀₆₋₁₀ de -4,8% face a TCMA₀₆₋₁₀ de -3,4% dos jornais). Em 2010, as receitas de publicidade na imprensa na EMEA cifraram-se em 30.546 milhões de euros. Esta consultora prevê que as receitas de publicidade aumentem ligeiramente em 2011 (aumento de 1,4% face a 2010), consolidando o acréscimo entre 2012-2015, e estimando um crescimento de 3,3% entre 2014 e 2015.

De acordo com as estimativas presentes no estudo desta consultora, publicado em 2011, as receitas totais de publicidade na imprensa portuguesa revelam uma tendência decrescente, tendo passado de 322 milhões de euros em 2006 para 227 milhões de euros em 2010 (TCMA₀₆₋₁₀ de -8,4%) (Gráfico 9).

No ano 2010, as receitas de publicidade em revistas cifraram-se nos 157 milhões de euros (69,2% das receitas totais de publicidade), enquanto nos jornais totalizaram 70 milhões de euros (30,8% das receitas totais de publicidade).

Entre 2006 e 2010, os segmentos de revistas e de jornais mostraram-se igualmente vulneráveis, assistindo-se a uma redução das receitas a uma taxa média anual de -8,4 e -8,3%, respectivamente. O ano de 2009 foi particularmente desfavorável, tendo as receitas de publicidade sofrido uma quebra de 21,3% face a 2008.

A principal razão para o declínio das receitas de publicidade da imprensa está relacionada com o crescente abandono dos anúncios de classificados em favor de outros meios publicitários, nomeadamente cadernos de classificados especializados em determinados segmentos e publicidade *on-line* suportados por motores de pesquisa (e.g. Google AdSense) (OCDE, 2010).

Segundo a Marktest, as publicações que angariaram maior volume de investimento publicitário são o jornal Correio da Manhã e o Jornal de Notícias (ambos com 8,2% do total), o Expresso (6,5%), enquanto o Diário de Notícias (4,5%) e o Diário Económico (4,3%) completaram o *top 5*.

As publicações cujo modelo de negócios está assente nas receitas de publicidade têm como factor crítico de sucesso a audiência e/ou o volume de circulação, dado que os anunciantes procuram chegar à maior audiência possível e, assim, rentabilizar o seu investimento o mais rapidamente possível. Neste contexto, e para beneficiar de um maior volume de receitas publicitárias, recentemente a imprensa, sobretudo o segmento de jornais, tem procurado maximizar a sua base de leitores para se tornar mais atractivo para os anunciantes e/ou simplesmente para aumentar o seu espaço publicitário (e.g. mais páginas, suplementos e produtos de marketing alternativos) (OCDE, 2010).

Esta estratégia pode ser comprovada pelo Correio da Manhã, que actualmente é o jornal diário português com maior circulação paga e também o que disponibiliza o caderno de classificados mais extenso a nível nacional e atrai o maior volume de investimento publicitário.

Por outro lado, a publicidade digital é uma fonte de receitas emergente, proporcionando recursos/facilidades não disponíveis na publicidade “escrita”, como é o caso das demonstrações através de vídeo, do preenchimento de formulários *on-line* e da compra *on-line*. Em 2006 e 2010, as receitas de publicidade digital no mercado português representaram 1,2% e 2,6% das receitas publicitárias, respectivamente (PwC, 2011).

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE, 2010) considera que esta migração de publicidade impressa para *on-line* será sustentável, e o ganho de quota de mercado será feito à custa da publicidade tradicional e não do crescimento do mercado publicitário em si.

A nível nacional, para 2011 e 2012, a PwC estima um ligeiro acréscimo das receitas totais de publicidade de 0,4% e 0,9%,

Gráfico 9: Evolução das receitas de publicidade na imprensa nacional (valores em milhões de euros)

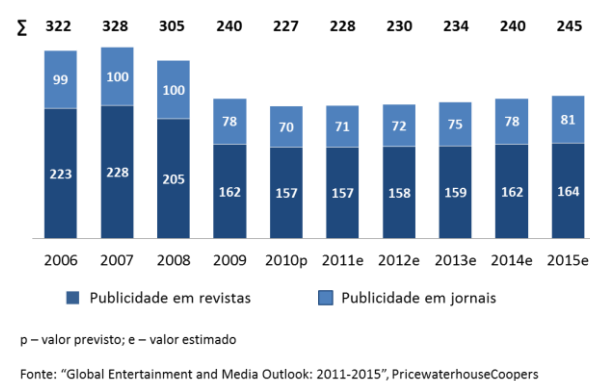
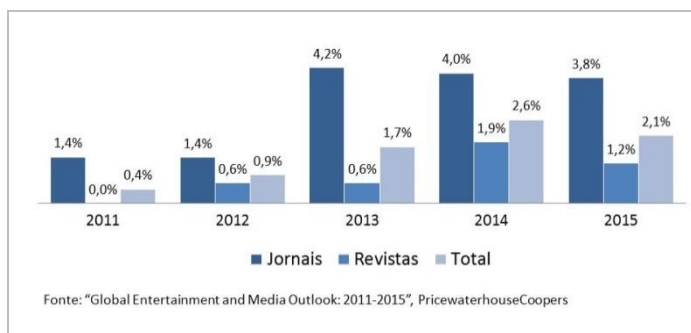


Gráfico 10: Variação anual estimada das receitas de publicidade

respectivamente. O mercado português de publicidade deverá apresentar um crescimento acima de 1% entre 2013 e 2015, devendo corresponder a 245 milhões de euros em 2015 (Gráfico 10).



5.2.3 Circulação

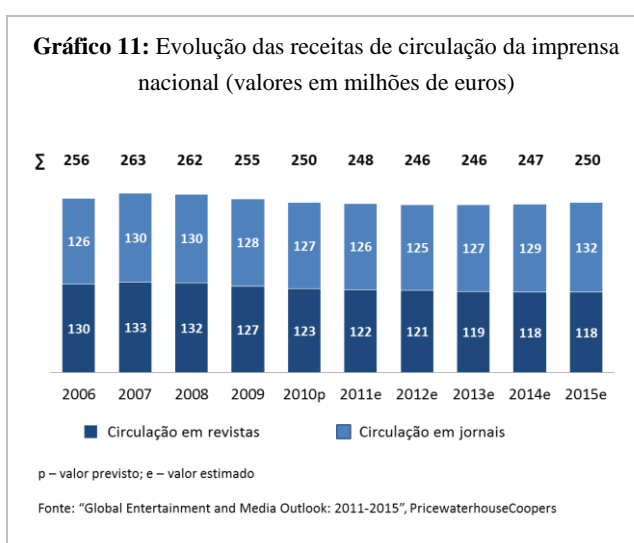
As receitas de circulação compreendem as vendas de jornais e revistas e ainda as assinaturas/subscrições (e.g. subscrição *on-line*, venda a companhias aéreas e a hotéis, entre outros), ou seja, a venda a um preço inferior ao preço de capa. Tal como denota o relatório da OCDE sobre o mercado de jornais (OCDE, 2010), esta última categoria de receitas, embora na maioria das publicações portuguesas seja quase negligenciável, é extremamente importante para captar/aumentar a audiência e, assim, atrair maior investimento publicitário.

De acordo com os dados disponibilizados pela PwC, as receitas de circulação na EMEA têm vindo a aumentar a sua representatividade face à publicidade, passando de 51,5% das receitas totais em 2006 para 55,2% em 2010. Esta consultora estima que as receitas de circulação atingiram os 37.655 milhões de euros em 2010, o que corresponde a uma taxa de crescimento média anual de -0,1% face a 2006. Para o horizonte temporal de 2011 a 2015, prevê-se uma inversão desta tendência desfavorável (TCMA₁₁₋₁₅ de 0,7%).

Tal como referido anteriormente, as receitas de circulação da imprensa tendem a apresentar um comportamento mais estável do que as receitas de publicidade. Entre 2006 e 2010, a circulação paga em Portugal diminuiu a uma taxa média anual de 0,6%, tendo-se cifrado em 250 milhões de euros no último ano (Gráfico 11).

Enquanto nas receitas de publicidade as revistas assumem maior preponderância (pelo facto de existirem em maior número do que de jornais), nas receitas de circulação os jornais são dominantes (consequência de apresentarem maior tiragem e circulação física), gerando cerca de 50% das receitas totais de circulação.

Em virtude do decréscimo das receitas de publicidade, as editoras estão a procurar encontrar formas alternativas de gerar receitas, nomeadamente através da disponibilização não gratuita de conteúdos *on-line* (e.g. publicação de artigos de autores prestigiados e/ou sobre assuntos exclusivos apenas *on-line*, que exigem o pagamento por parte do utilizador). Tal como refere a PwC na sua publicação anual sobre o sector *media*, esta tendência é particularmente visível em países como Dinamarca, Holanda, Noruega e Reino Unido.



Esta consultora refere ainda que a crescente introdução de dispositivos móveis no mercado através dos quais é possível ler jornais e revistas pode revelar-se como uma nova fonte de receitas de circulação. A facilidade e a

conveniência de realizar o *download* de um jornal ou revista poderá aumentar a disponibilidade para adquirir conteúdos *on-line* por parte de utilizadores de dispositivos móveis como o Kindle, iPhone e iPad.

O aumento do número de dispositivos com esta valência, aliada à progressiva disponibilização de conteúdos pagos *on-line*, tenderá a expandir o mercado de distribuição digital e a favorecer um modelo de negócio pago pelos utilizadores.

No que se refere à circulação tradicional, em particular de jornais, a PwC considera que a concorrência de jornais gratuitos apresentará menor impacto na circulação paga do que aconteceu entre 2005 e 2007. Uma justificação para tal é o facto dos jornais gratuitos serem distribuídos exclusivamente em zonas urbanas e, conseqüentemente, atingirem um limite. Por outro lado, a actual conjuntura económica adversa reflectiu-se no acentuado decréscimo da publicidade em jornais gratuitos, comprometendo a sua sustentabilidade económica e financeira, e conduzindo ao encerramento de algumas publicações.

Do ponto de vista do segmento de revistas, este tem sido afectado particularmente pela concorrência da *internet*. O estudo da PwC destaca que os leitores encontram na *internet* a maioria da informação disponível nas revistas, limitando a sua necessidade de adquirir exemplares físicos. Não obstante, a consultora destaca ainda o sucesso crescente de revistas dedicadas a nichos de mercado (e.g. alimentação e saúde, turismo e viagens, modalidades desportivas, etc.), dado que servem interesses específicos, que na maioria das vezes não são cobertos por outros *media*.

Tendo em conta os desafios e os entraves que se colocam à imprensa nacional, a PwC estima que, no ano 2011 e 2012, as receitas de circulação tendam a decrescer (-0,8%), em virtude da redução do poder de compra dos consumidores. Entre 2014 e 2015, as receitas de circulação da imprensa nacional deverão recuperar e aumentar 0,4% e 1,2%, respectivamente (Gráfico 12).



5.2.4 Estrutura de custos

Os dados referentes à estrutura de custos da indústria não são tão difundidos como os da componente de receitas. Não obstante, a OCDE (2010) afirma que "*The cost structure of newspaper publishers depends heavily on costs unrelated to editorial work such as production (and the costly purchase of raw material such as paper and ink), maintenance, administration, promotion and advertising, and distribution*"⁵¹. Dada a semelhança entre o segmento de jornais e de revistas, considera-se que esta afirmação é extensível para as revistas.

Embora a estrutura de custos varie consoante as características de cada mercado e das próprias publicações, na maioria dos casos (inclusive da Cofina), os custos de produção, que incluem o papel e a tinta, são os mais representativos (e.g. na indústria alemã representam 28% e nos E.U.A. cerca de 38%, dados da OCDE (2010)). Assim, não é de surpreender que esta fase do processo produtivo seja muitas vezes realizada em *outsourcing*, beneficiando de economias de escala geradas pelas empresas especializadas.

⁵¹ Fonte: OECD, 2010, *News in the Internet Age: New Trends in News Publishing*, OECD Publishing.

O abrandamento do crescimento económico incentivou as empresas a empreender programas de redução de custos, nomeadamente de produção (e.g. preferência por publicação digital), mas as novas formas de publicação também exigem investimentos avultados (e.g. plataformas tecnológicas e *software*).

Quanto aos custos de distribuição, são uma componente que depende essencialmente do canal de distribuição mais utilizado em cada país/publicação, assim como das condições logísticas e de distribuição de cada mercado. As entregas em casa, através dos correios ou simplesmente a compra em quiosques podem fazer com que os custos de distribuição representem entre 13% (compra em quiosques na Turquia) a 70% (entrega em casa no México). De acordo com os dados da OCDE (2010) e excluindo os casos extremos, nos países da OCDE, os custos de distribuição rondam os 30%.

Os custos editoriais são sobretudo custos fixos. Independentemente da tiragem e da circulação de cada publicação, o sucesso de um jornal ou revista começa na sua equipa editorial, sendo que, pela sua natureza fixa, esta é uma rubrica de custos teoricamente mais difícil de reduzir. Para tentar contornar este facto, as empresas tendem a recorrer cada vez mais a jornalistas *freelancers*.

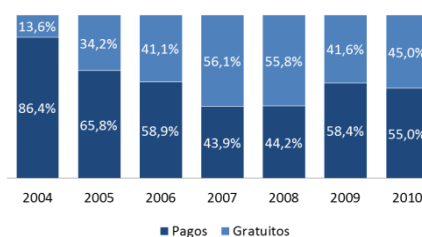
5.2.5 Principais tendências e perspectivas futuras da indústria

A imprensa internacional e nacional está a enfrentar alterações e desafios estruturais, destacando-se o decréscimo da circulação paga e a preferência dos anunciantes por canais *on-line* e novos formatos de *media*.

Do ponto de vista da circulação paga, as tendências podem resumir-se em três aspectos: i) ameaça dos jornais gratuitos; ii) crescente preferência por meios *on-line*; iii) envelhecimento da população que favorece a circulação de títulos de imprensa.

Os jornais generalistas diários gratuitos ganharam quota de mercado em Portugal, sobretudo entre 2005 e 2007 (aumento da representatividade de tiragem de 34,2% em 2005 para 56,1% em 2007), beneficiando de um período de crescimento das receitas de publicidade e da alteração dos hábitos de consumo dos portugueses. O acesso a jornais gratuitos atraiu consumidores que anteriormente não tinham hábitos de leitura, o que se evidenciou como um trunfo para cativar publicidade (Gráfico 13).

Gráfico 13: Evolução da quota de mercado (tiragem) dos jornais generalistas diários pagos e gratuitos em Portugal



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

Contudo, a inversão do ciclo de económico penalizou, em especial, a publicidade em gratuitos, conduzindo ao encerramento de algumas publicações (em Portugal, assistiu-se ao encerramento dos jornais Global Notícias e Meia Hora e à redução da tiragem do Destak e do Metro).

No caso da Cofina, a ameaça dos jornais gratuitos não se coloca, dado que através da participação no Destak e no Metro é, actualmente, monopolista deste segmento de mercado em Portugal.

A imprensa tradicional continua a deter uma base de leitores relativamente fidelizada e estável, no entanto, a procura por informação *on-line* é uma tendência que veio para ficar. Esta alteração estrutural pode ser analisada de duas perspectivas.

Por um lado, há empresas que não respondem ao desafio e sofrem reduções acentuadas na circulação paga das suas publicações e, conseqüentemente, nas receitas de publicidade, o que pode colocar em causa a sua viabilidade económica. Por outro lado, e tal como referido anteriormente, há empresas que encaram esta

alteração nos hábitos de consumo como uma oportunidade e potenciam as mais-valias associadas às publicações digitais, disponibilizando conteúdos pagos e/ou em novos formatos.

Esta tendência é incontornável, sobretudo entre as gerações mais novas que começam a utilizar a *internet* desde muito cedo. A OCDE (2010) refere que a disponibilidade para adquirir “notícias *on-line*” ainda é reduzida, mas está a aumentar rapidamente. Adicionalmente, a PwC (2009) constata que “*although there is a huge potential for growth on-line, print remains the largest source of revenue generation for newspaper publishers, and will continue to be so for some time*”⁵².

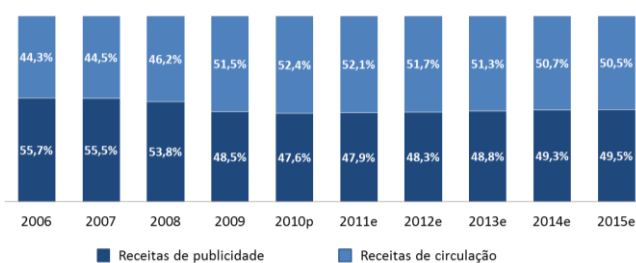
Por último, as receitas de circulação também são influenciadas por questões demográficas. Espera-se que o envelhecimento da população a nível europeu e também em Portugal favoreça a circulação paga de jornais e revistas, dado que tipicamente a população sénior demonstra maior apetência para comprar este tipo de publicações.

No que diz respeito à publicidade, e tal como referido anteriormente, a tendência é para o aumento da publicidade *on-line* em detrimento da publicidade “*impressa*”. A PwC (2011) estima que, a nível da EMEA, as receitas geradas pela publicidade digital possam aumentar a uma taxa de crescimento média anual de 25,0% nas revistas e de 12,5% nos jornais (entre 2011 e 2015). Para Portugal, as estimativas são menos elevadas e apontam para um crescimento médio anual da publicidade digital de 10,7% em cada segmento.

Em termos gerais, e tendo em conta as tendências enunciadas anteriormente e o contexto do mercado português, prevê-se que, entre 2011 e 2015, as receitas de circulação excedam as de publicidade, atingindo, em 2015, os 50,5% e 49,5%, respectivamente (Gráfico 14).

A consolidação da indústria (através de aquisições, fusões ou encerramento de publicações) tem sido uma tendência importante verificada na Europa (OCDE, 2010) e, em particular, em Portugal. Os impactos mais visíveis são a redução de custos por via da capitalização de economias de escala e o aumento da circulação por publicação (devido à redução do número de jornais e/ou revistas), o que favorece a atracção de publicidade.

Gráfico 14: Evolução do contributo das receitas de publicidade e de circulação para as receitas totais da imprensa em Portugal



Nota: p – valor previsto; e – valor estimado

Fonte: “Global Entertainment and Media Outlook: 2011-2015”, PricewaterhouseCoopers

Em Portugal, a indústria de jornais e revistas encontra(va)-se sobredimensionada, o que se tornou mais visível com a actual situação económico-financeira que o país atravessa e conduziu, entre 2009 e 2011, ao encerramento de diversos jornais e revistas (Global Notícias, 24 Horas, Máxima Interiores e PC Guia).

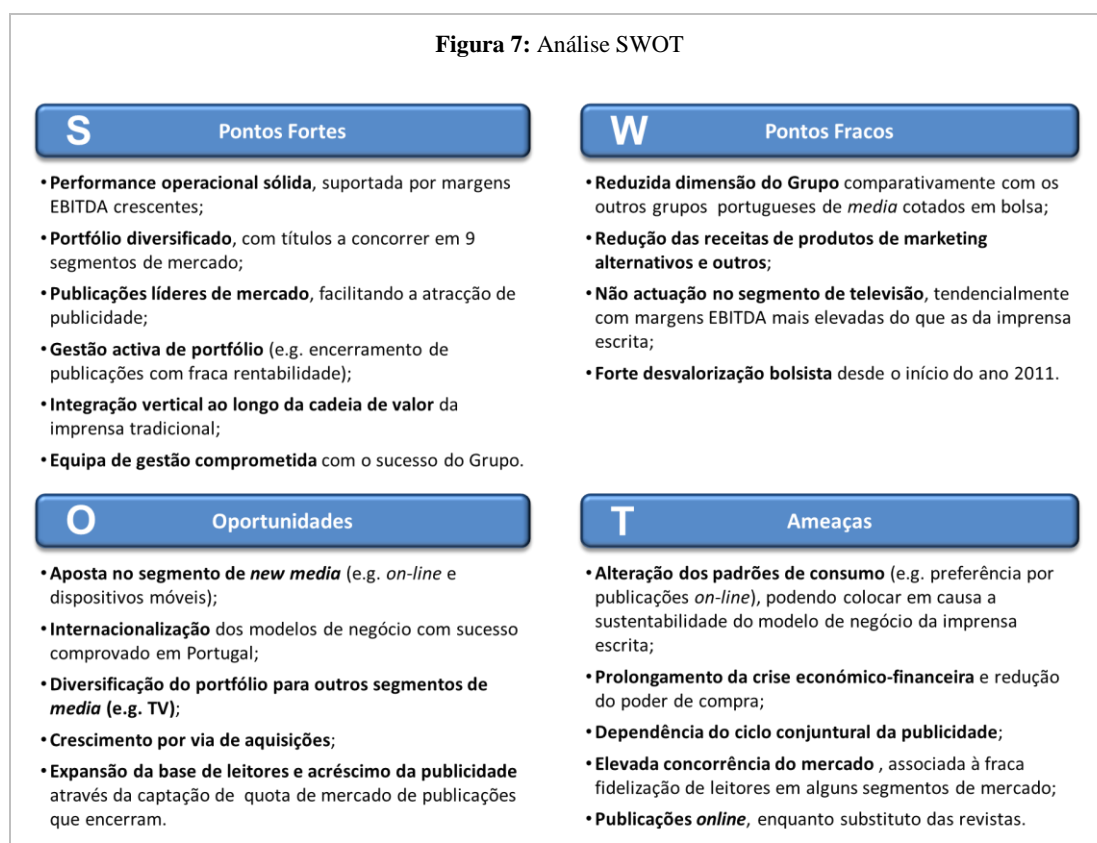
5.2.6 Análise SWOT da Cofina

A análise do enquadramento de negócio da Cofina e do contexto externo permitiu diagnosticar um conjunto de pontos fortes e fracos e antever várias oportunidades e ameaças (Figura 7). Como pontos fortes, destaca-se a solidez operacional da Cofina conseguida através de uma gestão activa de portfólio, de um portfólio diversificado e com publicações líderes de mercado.

⁵² Fonte: PricewaterhouseCoopers, 2009, *Moving into multiple business models*.

A actual situação económico-financeira desfavorável poderá criar uma oportunidade de crescimento para o Grupo por via de aquisições e de captação de leitores e investimento publicitário antes canalizados para publicações que poderão encerrar. Em termos de oportunidades, salienta-se também a aposta em *new media* e a internacionalização de modelos de negócio com sucesso comprovado em Portugal (e.g. para outras cidades brasileiras).

No curto-prazo, as principais ameaças que a Cofina poderá enfrentar são o prolongamento da situação económico-financeira adversa para além do expectável, com consequências na redução das receitas de circulação, sobretudo das revistas, e o decréscimo e/ou adiamento dos investimentos publicitários.



6. EVOLUÇÃO DA PERFORMANCE OPERACIONAL E ECONÓMICO-FINANCEIRA

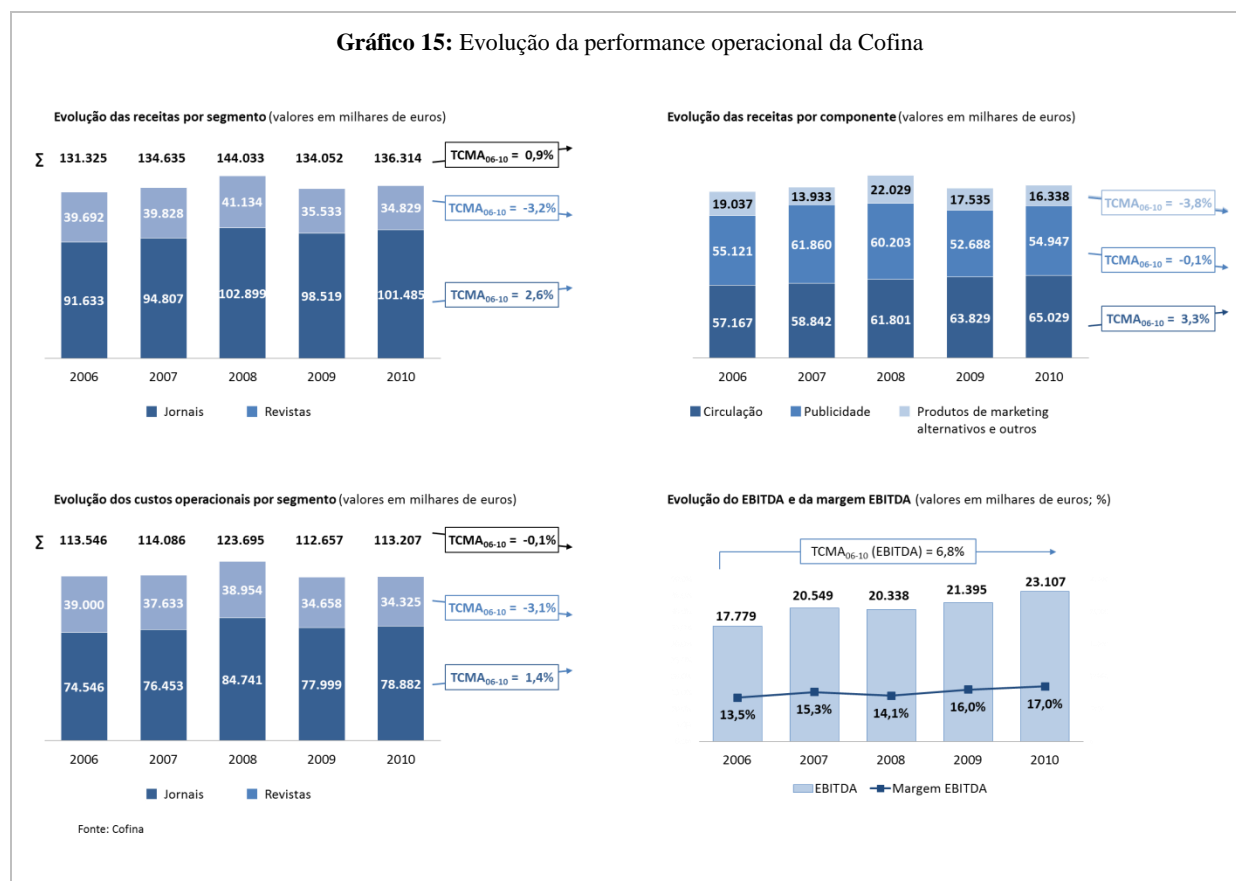
6.1 PERFORMANCE OPERACIONAL

Do ponto de vista operacional, a Cofina tem vindo a apresentar uma performance superior ao sector *media* em geral, no sentido em que conseguiu fazer face ao enquadramento macroeconómico e à contracção do mercado publicitário e reforçar a liderança das suas principais publicações.

As receitas do Grupo cifraram-se em 136.314 milhares de euros em 2010, mais 1,7% do que no ano transacto. O segmento de jornais gerou 74,4% das receitas da Cofina, com 101.485 milhares de euros, o que se traduziu num aumento de 3,0% face a 2009 (Gráfico 15). É ainda de salientar que o Correio da Manhã foi o único jornal generalista diário português que registou um acréscimo de circulação.

O segmento de revistas é mais vulnerável aos ciclos económicos e enfrenta um mercado mais concorrencial (e.g. existência de várias revistas semelhantes no mesmo segmento de mercado e reduzidas barreiras à entrada), tendo registado, de 2009 para 2010, uma redução de -2,0% nas receitas.

Em 2010, a publicidade (40,3% das receitas totais) foi a componente que mais contribuiu para potenciar as receitas do Grupo, tendo aumentado 4,3% face a 2009, enquanto as receitas de circulação registaram um acréscimo de 1,9%. As receitas de produtos de marketing alternativos e outros demonstraram a tendência inversa (decréscimo de -6,8% entre 2009 e 2010).



De acordo com o Relatório & Contas de 2010, os custos operacionais (excluindo amortizações) da Cofina corresponderam a 113.207 milhares de euros, o que se traduziu num acréscimo de 0,5% face a 2009. O segmento de jornais contribuiu com 69,7% dos custos operacionais (representando 74,4% das receitas), o que significa que este segmento apresenta economias de escala superiores ao das revistas (e.g. os custos editoriais são diluídos por uma tiragem superior). Adicionalmente, entre 2009 e 2010, os custos operacionais dos jornais aumentaram 1,1% face a um aumento de 3,0% das receitas, sendo um indício da crescente eficiência operacional deste segmento.

Os custos operacionais das revistas (-1,0% entre 2009 e 2010) acompanharam a tendência negativa das receitas (-2,0% entre 2009 e 2010), tendo-se situado em 34.325 milhares de euros em 2010.

Em anos particularmente adversos para o sector *media*, como foi o caso de 2009 e 2010, a Cofina demonstrou a sua solidez operacional e conseguiu implementar um programa de redução de custos, o que associado ao comportamento positivo do lado das receitas, tem vindo a resultar em acréscimos sucessivos do EBITDA. No ano 2010, o EBITDA foi de 23.107 milhares de euros, o que equivaleu a um aumento de 8,0% relativamente a 2009 e a uma margem EBITDA de 17,0%.

As principais medidas implementadas no âmbito do programa de contenção de custos operacionais estão relacionadas com a racionalização das estruturas editoriais (e.g. publicações impressas e *on-line*) e comerciais (e.g. *cross-selling*), com a redução do número de páginas de algumas publicações e com a uniformização do formato das publicações, o que se traduziu num decréscimo dos custos de impressão. Adicionalmente, a Cofina reduziu o número de acções de marketing alternativo e optimizou os serviços de *back-office* (e.g. acesso a bases de dados fotográficas comum a todas as publicações).

O primeiro semestre de 2011 caracterizou-se por uma redução das receitas de publicidade e dos produtos de marketing alternativo e outros (-8,4% e -31,4% face ao período homólogo, respectivamente), sendo que o aumento das receitas de circulação não foi suficiente para inverter esta tendência (+0,8% face ao 1º semestre de 2010). Desta forma, a margem EBITDA da Cofina cifrou-se nos 14,6% (-0,3 p.p. face ao mesmo período de 2010).

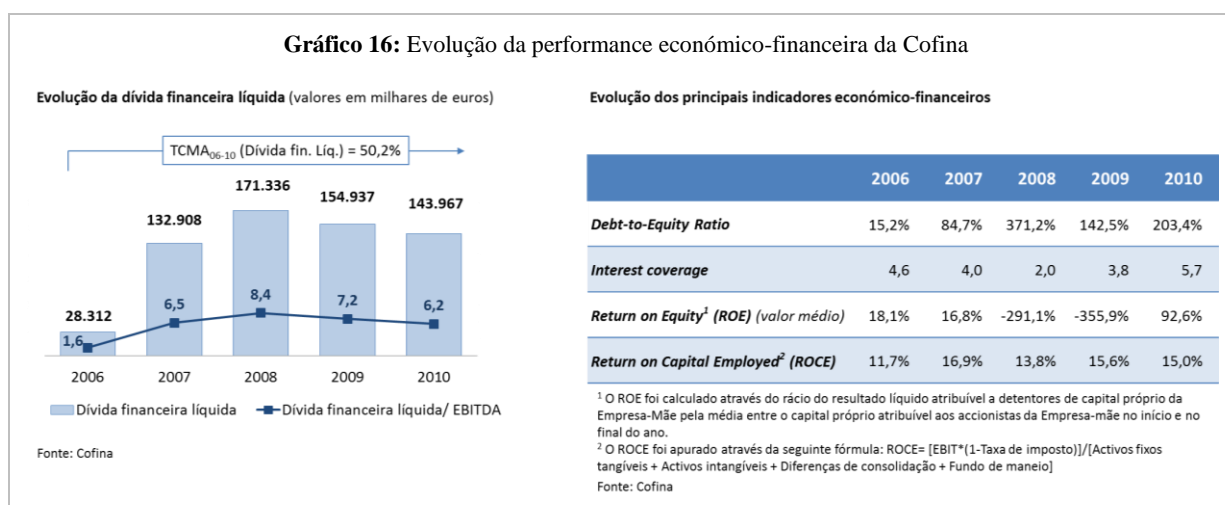
6.2 PERFORMANCE ECONÓMICO-FINANCEIRA

Do ponto de vista económico-financeiro, a Cofina também tem vindo a demonstrar a sua solidez. Em 2010, a dívida financeira líquida do Grupo era de cerca de 144 milhões de euros, traduzindo-se numa redução de 7,1% face a 2009. Assim, no último ano em análise, a Cofina apresentava um *debt-to-equity ratio* de 203,4%, mais 60,9 pontos percentuais do que em 2009, em virtude da desvalorização bolsista ocorrida em 2010 (Gráfico 16).

Ao analisar o rácio dívida financeira líquida/EBITDA dos três últimos anos fiscais, constata-se uma tendência decrescente deste indicador, tendo passado de 8,4x em 2008 para 6,2x em 2010. Esta evolução deveu-se, por um lado, à redução gradual do nível de dívida financeira líquida (TCMA₀₈₋₁₀ de -8,3%), e por outro, ao acréscimo do EBITDA (TCMA₀₈₋₁₀ de 6,6%).

Aparentemente, a performance operacional garante que a Cofina tem capacidade para sustentar este nível de dívida e assegurar os pagamentos que lhe estão associados, registando um *interest coverage ratio* de 5,7x (em linha com o *interest coverage ratio* dos *peers*).

Em termos de rentabilidade, no último ano fiscal, o Grupo apresentou um *return on equity* (valor médio) de 92,6% e um *return on capital employed* de 15,0%.



7. MÉTODO DE AVALIAÇÃO

Recordando a análise feita na revisão bibliográfica (aplicabilidade e vantagens/desvantagens de cada método de avaliação), optou-se por avaliar a Cofina de acordo com o modelo *Sum of the Parts* (SOTP), baseado na metodologia de *Adjusted Present Value* (APV) aplicada a cada segmento de negócio (jornais e revistas). Assim, serão projectados os *free cash flows to the firm* (FCFF) e descontados ao *unlevered cost of equity* e estimados os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência.

A opção pela utilização do APV em detrimento, nomeadamente, dos *cash flows* descontados ao WACC está relacionada com o facto de se anteverem alterações significativas na estrutura de capital da Cofina, com uma redução da dívida financeira, o que implica que os rácios de alavancagem do Grupo irão variar de ano para ano. Neste contexto, a estimativa da estrutura de capital *target* anual (um dos *inputs* para o cálculo do WACC) torna-se pouco consistente ou mesmo irrealista.

Apesar do método de *cash flows* descontados através do WACC ser um método mais simples (e.g. não é necessário estimar a estrutura de financiamento da empresa nem o pagamento de juros que lhe estão associados) e aceite por todos os *equity analysts*, tem como pressupostos base que o custo da dívida, do capital próprio e a estrutura de financiamento são constantes, quer no período explícito quer em perpetuidade (Miles e Ezzel, 1980). Como no caso da Cofina estas condições não estão asseguradas, a eficiência deste método é colocada em causa.

Por outro lado, o método APV, para além de ter em conta as alterações na estrutura de financiamento da empresa, é mais transparente, uma vez que, através do cálculo do *unlevered value* e dos *side effects*, permite aferir a origem da criação de valor da empresa (e.g. actividade operacional ou estrutura de financiamento que tem associada). Em suma, considera-se que o APV é uma metodologia mais robusta e adequada para a avaliação da Cofina.

Para avaliar o *unlevered value* de cada segmento de negócio, e dado que a informação disponibilizada pela Cofina nos seus Relatórios & Contas apenas desagrega as receitas por segmento, terão que ser assumidos pressupostos adicionais, nomeadamente, em termos de segmentação de custos, investimento de capital e investimento em fundo de maneio por segmento (jornais e revistas).

Dada a imaterialidade dos interesses minoritários e a participação em empresas associadas, estes serão avaliados ao valor contabilístico. Por sua vez, o *cash in* proveniente da alienação da participação na Zon, ocorrida no segundo semestre de 2011, também será considerado na avaliação da Cofina.

A soma destas componentes, com os ajustamentos da dívida financeira líquida, permitem obter um *price target* para a Cofina e realizar uma recomendação de compra/venda (Tabela 2). Para obter maior consistência nos resultados, esta análise será suportada também por uma comparação baseada no método dos múltiplos.

Tabela 2: Modelo de avaliação da Cofina: *Sum of the Parts* (SOTP)

| Componente de avaliação | Método de avaliação |
|---|---------------------|
| + Segmento de jornais | APV |
| + Segmento de revistas | APV |
| + Benefícios fiscais | APV |
| - Custos de falência | APV |
| = Enterprise value da Cofina | |
| - Dívida financeira líquida ¹ | |
| + Cash in da alienação da participação na Zon | @ Market value |
| - Interesses minoritários | @ Book value |
| + Investimentos em empresas associadas | @ Book value |
| = Valor do capital próprio da Cofina | |

¹ Para efeitos de avaliação da Cofina, a dívida financeira líquida considerada corresponde ao valor real estimado em 30 de Junho de 2011.

Importa salientar que a avaliação com base em *cash flows* depende dos pressupostos assumidos, sendo que os mesmos poderão não se verificar. Um dos pressupostos mais complexo de definir é o crescimento das receitas, sobretudo num período de elevada incerteza como é o actual, ao qual acresce o facto do acordo com a Troika ter

previsto uma reclassificação das taxas de IVA, cujo impacto na circulação é difícil de estimar. Esta reclassificação poderá significar um aumento do preço das publicações e, conseqüentemente, uma queda das receitas.

Por forma a avaliar o impacto destas variáveis no valor da Cofina, foi desenvolvido um cenário em que a taxa de IVA dos jornais e das revistas passa de 6% para 23% (cenário mais penalizador) e, conseqüentemente, as receitas de circulação sofrem um decréscimo.

Adicionalmente, será desenvolvida uma análise de sensibilidade às variáveis consideradas críticas (*ceteris paribus*) em que é possível analisar a variação do valor da Cofina em função de diferentes pressupostos.

8. PRINCIPAIS PRESSUPOSTOS DE AVALIAÇÃO

A primeira etapa na avaliação da Cofina é a estimativa dos *cash flows*, sendo que estes serão estimados a valores nominais. Tal como descrito no capítulo da revisão bibliográfica, os principais *drivers* dos *cash flows* são as receitas e os custos operacionais, o investimento em capital e o investimento em fundo de maneio. Assim, o *free cash flow to the firm* a descontar ao *unlevered cost of equity* é calculado tendo em conta a seguinte fórmula:

$$\text{Free Cash Flows to the Firm (FCFF)} = \text{EBIT} (1 - \text{Taxa de imposto}) - \text{Investimento em capital} + \text{Amortizações} - \Delta \text{Fundo de maneio} \pm \Delta \text{Outros itens non-cash}$$

A distribuição de dividendos e o montante de caixa e equivalentes também serão tidos em consideração na avaliação da Cofina, apresentando-se igualmente os pressupostos subjacentes à sua projecção.

Na segunda parte deste capítulo, serão calculados os benefícios fiscais associados à dívida, tendo em conta o pagamento anual de juros e a taxa de imposto. Por sua vez, os custos de falência serão estimados com base na probabilidade de falência e nos custos expectável de falência (estimados como uma percentagem do *unlevered firm value*).

Após o somatório destas componentes e considerados os *non-equity financial claims* será possível obter o *price target* para as acções da Cofina.

8.1 PERÍODO EXPLÍCITO E VALOR TERMINAL

A avaliação da Cofina foi baseada nos objectivos estratégicos e perspectivas de desenvolvimento do Grupo, bem como na evolução da sua actividade nos últimos anos. Assim, foi considerada a informação histórica desde 2006, ano em que o Grupo se dedicou exclusivamente ao sector de *media*, até ao 1º semestre de 2011 (últimos dados disponíveis).

A análise dos dados históricos permite aferir as tendências do negócio, as práticas de gestão implementadas (e.g. gestão de fundo de maneio), assim como os compromissos já assumidos pela Cofina, que terão impacto nos *cash flows* dos anos subsequentes. Por outro lado, o período histórico (5,5 anos) é um período suficientemente longo para expurgar efeitos de eventuais situações atípicas à performance da Cofina (e.g. ano de crescimento insustentável do mercado, margens EBITDA penalizadas por eventos pontuais, entre outros).

Em termos de projecção, o período explícito utilizado foi de 8,5 anos, entre o 2º semestre de 2011 e 2020, apresentando-se uma estimativa dos *cash flows* esperados em cada ano e descontando-os ao *unlevered cost of equity* apropriado. Dadas as características do negócio e os objectivos do Grupo, é expectável que durante o período explícito os efeitos da actual conjuntura económica desfavorável se desvançam e que a Cofina se

reestruture financeiramente, atingindo o *steady state* em 2020, permitindo o cálculo de uma perpetuidade com base num ano estabilizado.

Após 2020, é expectável que os *cash flows* estimados estabilizem, e que aumentem a uma taxa de crescimento anual de 1% (abaixo da taxa de crescimento nominal prevista para o consumo privado e da inflação). De acordo com as projecções do FMI⁵³, em 2016, o PIB real português deve aumentar a uma taxa de crescimento anual de 2%, impulsionado pelas exportações e pelos gastos do Estado. Não obstante, as receitas da Cofina estão directamente relacionadas com o consumo privado, para o qual o FMI estima uma taxa de crescimento de 0,3%. Quanto à inflação, as estimativas do FMI apontam para 1,4%, o que significa um crescimento nominal do consumo privado de 1,7% em 2016. Em suma, 1,7% é a taxa máxima que se poderia considerar para o crescimento da Cofina, estando implícito que, no longo-prazo, nenhuma empresa pode crescer mais rapidamente do que a economia, neste caso que a economia portuguesa onde se encontra a quase totalidade dos negócios do Grupo.

Contudo, tendo em conta que a frequência de procura de informação/notícias na *internet* tem vindo a aumentar e que os leitores e as empresas estão a canalizar os seus orçamentos para *media* e publicidade *on-line*, no longo-prazo, a imprensa tradicional poderá ser fortemente penalizada, colocando em causa a sustentabilidade do seu modelo de negócio. Assim, em perpetuidade, esta indústria deverá crescer a um ritmo inferior ao consumo privado e à taxa de inflação, tendo-se considerado uma taxa de crescimento de longo-prazo de 1%. Esta convicção é partilhada pela Cofina que, actualmente, nos seus *business plans* também utiliza uma taxa de crescimento em perpetuidade de 1%.

O valor terminal dos benefícios fiscais e dos custos de falência tem subjacente o pressuposto que, após o processo de desalavancagem financeira, o endividamento cresce ao mesmo ritmo que a empresa. Desta forma, e de acordo com Luehrman (1997), o valor terminal dos benefícios fiscais e dos custos de falência deve ser calculado com base na taxa de crescimento do *unlevered enterprise value* em perpetuidade, 1%.

É ainda de salientar que o *price target* da Cofina é calculado descontando os *cash flows* operacionais, os benefícios fiscais e os custos de falência do período explícito e do valor terminal para a data de 30 de Junho de 2011, sendo esta a data de referência.

8.2 PRESSUPOSTOS MACROECONÓMICOS E FISCAIS

Taxa de inflação anual

A avaliação da Cofina será realizada a valores nominais, considerando a taxa de inflação anual estimada pelo Economist Intelligence Unit (EIU) no seu relatório “*Country Report: Portugal*”, de Agosto de 2011. Esta publicação apresenta projecções até 2015, tendo-se assumido o valor referente a 2015 para o período compreendido entre 2016 e 2020 (Tabela 3).

Tabela 3: Evolução da taxa de inflação

| | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Taxa de inflação | 3,3% | 1,3% | 1,2% | 1,3% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |

⁵³ Fonte: International Monetary Fund, 2011, *Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility*, IMF Country Report No. 11/127, June 2011.

Em 2011, é expectável que a taxa de inflação atinja o valor de 3,3% devido à reclassificação prevista para o IVA e ao aumento do preço das *commodities*. Para o período entre 2012 e 2015, o EIU prevê que a inflação média seja de 1,3%, em virtude do fraco aumento dos salários e das fragilidades que a procura doméstica irá apresentar.

Imposto sobre o Rendimento Colectivo (IRC)

O cálculo do imposto sobre o rendimento foi realizado de acordo com a legislação actualmente em vigor, tendo sido aplicadas as seguintes taxas de IRC para o 2º semestre de 2011 e para os anos compreendidos entre 2014 e 2020:

- Lucros tributáveis até 12.500 euros: 12,5%;
- Lucros tributáveis entre 12.500 euros e 2 milhões de euros: 25%;
- Lucros tributáveis superiores a 2 milhões de euros: 27,5%.

Para os anos de 2012 e 2013, e de acordo com a comunicação do Ministro das Finanças⁵⁴ de dia 31 de Agosto de 2011, a taxa de IRC irá sofrer um agravamento de 3 p.p. sobre o lucro tributável superior a 1,5 milhões de euros. Desta forma, as taxas de IRC são:

- Lucros tributáveis até 12.500 euros: 12,5%;
- Lucros tributáveis entre 12.500 euros e 1,5 milhões de euros: 25%;
- Lucros tributáveis superiores a 1,5 milhões de euros: 30,5%.

Durante todo o período explícito, a estas taxas de IRC acresce 1,5% de derrama (taxa máxima).

Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA)

Para além do imposto sobre o rendimento, foi também considerado o Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) de acordo com as taxas legais em vigor (cenário base) (Tabela 4).

Adicionalmente, considerou-se um cenário conservador em que a taxa de IVA que incide sobre a circulação de jornais e revistas será reclassificada da taxa de IVA reduzida (6%) para a taxa normal (23%), com impacto ao nível da redução das receitas de circulação.

Este cenário surge no âmbito do Memorando de Entendimento entre Portugal, o FMI, o BCE e a Comissão Europeia, de dia 3 de Maio de 2011, onde

Tabela 4: Taxas de IVA no cenário base e no cenário conservador

| IVA Liquidado | Cenário base | Cenário conservador |
|---|--------------|---------------------|
| Circulação de jornais e revistas | 6% | 23% |
| Publicidade | 23% | 23% |
| Produtos de marketing alternativos e outros | 23% | 23% |

| IVA Dedutível | Cenário base | Cenário conservador |
|-----------------------------------|--------------|---------------------|
| Custo das vendas | 23% | 23% |
| Fornecimentos e serviços externos | 23% | 23% |
| Outros custos | 23% | 23% |
| Investimento | 23% | 23% |

se prevê a “*raise VAT revenues to achieve a yield of at least EUR 410 million for a full year by (...) moving categories of goods and services from the reduced and intermediate VAT tax rates to higher ones*”⁵⁵.

Por último, considerou-se um prazo médio de pagamento do IVA ao Estado de 30 dias e um prazo médio de recebimento do Estado de 60 dias.

⁵⁴ Fontes: Cruz, V., 2011, *Empresas vão pagar taxa adicional de 3%*, Agência Financeira (on-line), 31 de Agosto. Disponível em: <http://www.agenciafinanceira.iol.pt/impostos/empresas-irc-taxa-impostos-vitor-gaspar-governo/1276975-5240.html>. Acedido em 3 de Setembro de 2011.

Aguiar, N., 2011, *Aumento de IRC e do IRS vai durar dois anos*, Jornal de Notícias (on-line), 1 de Setembro. Disponível em: http://www.jn.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1970676. Acedido em 3 de Setembro de 2011.

⁵⁵ Fonte: Comissão Europeia, FMI e BCE, 2011, *Portugal: Memorandum Of Understanding On Specific Economic Policy Conditionality*, 3 May 2011.

8.3 PRESSUPOSTOS OPERACIONAIS

Em termos operacionais, e com vista a obter uma estimativa do *free cash flow*, começou por se estimar o EBITDA, sendo que a projecção das receitas dos segmentos de jornais e de revistas são um aspecto crítico na avaliação da Cofina. A estimativa do EBITDA foi desenvolvida em duas fases: i) projecção de receitas; ii) projecção de custos.

Tal como referido anteriormente, foram desenvolvidos dois cenários de evolução das receitas: i) cenários base; ii) cenário conservador.

Receitas – Cenário base

A primeira abordagem na estimativa das receitas baseou-se na projecção que a PwC realizou no seu relatório Global Entertainment and Media Outlook: 2011-2015⁵⁶, para as receitas de circulação e de publicidade de jornais e revistas para o mercado nacional.

Contudo, esta abordagem suscitou duas questões. Em primeiro lugar, as projecções de crescimento do PIB nominal ($\Delta \text{PIB}_{10-11} = 0,3\%$) associadas à estimativa das receitas são demasiado optimistas quando comparadas com os dados avançados por entidades como o FMI ($\Delta \text{PIB}_{10-11} = -1,1\%$), a Comissão Europeia ($\Delta \text{PIB}_{10-11} = -1,2\%$) e o EUI ($\Delta \text{PIB}_{10-11} = -1,2\%$), logo as projecções de crescimento da PwC para o mercado nacional de jornais e revistas dificilmente serão concretizadas⁵⁷.

Esta análise torna-se relevante tendo em conta os resultados operacionais do 1º semestre de 2011, em que as receitas da Cofina sofreram um decréscimo de 6,8% face ao período homólogo. Esta evolução desfavorável deveu-se, sobretudo, à redução de 8,4% das receitas de publicidade (enquanto a PwC prevê que o valor do mercado publicitário de jornais e revistas em Portugal registre um crescimento de 0,4% face a 2010) e de produtos de marketing alternativo (-31,4%).

Em segundo lugar, historicamente, as receitas de circulação e de publicidade da Cofina aumentaram a um ritmo superior ao verificado no mercado nacional (em média, 6,3 p.p. entre 2006 e 2010), considerando-se razoável continuar a assumir este pressuposto, ou seja, que a Cofina vai manter ou mesmo ganhar quota de mercado face à concorrência. Assim, dever-se-ia assumir que as receitas da Cofina iriam crescer a uma taxa de crescimento superior à do mercado, o que em função dos valores apresentados pela PwC, e no actual contexto de redução do poder de compra, não seria razoável.

Assim, optou-se por uma abordagem mais conservadora. Tal como referido anteriormente, a evolução das receitas do Grupo está directamente relacionada com o crescimento do PIB, podendo este ser considerado como uma *proxy* para a evolução deste sector e da actividade da Cofina em particular⁵⁸.

A evolução das receitas de circulação, sobretudo do segmento de revistas (consideradas bens de “luxo” e associadas à vivência de experiências), depende essencialmente do rendimento disponível dos leitores e do seu poder de compra. Assim, para o período compreendido entre 2013 e 2020, tendo em conta a correlação histórica, as receitas de circulação das revistas foram estimadas em função do crescimento previsto pelo FMI⁵⁹ para o consumo privado e de um multiplicador de 1,5 (à semelhança do que ocorreu no passado). Em 2011, a Cofina

⁵⁶ Fonte: PricewaterhouseCoopers, 2011, *Global Entertainment and Media Outlook: 2011-2015*, 12th annual edition.

⁵⁷ Fontes: International Monetary Fund, 2011, *Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility*, IMF Country Report No. 11/127, June 2011; The Economist Intelligence Unit, *Country Report: Portugal*, August 2011; Ameco databases. Disponível em http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm.

⁵⁸ Para mais detalhes consultar o Anexo 7: “Estimativa de crescimento da economia portuguesa”.

⁵⁹ Fonte: International Monetary Fund, 2011, *Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility*, IMF Country Report No. 11/127, June 2011.

As projecções do FMI referem-se ao período compreendido entre 2011 e 2016, tendo-se assumido o valor de 2016 para os restantes anos do período explícito.

prevê que a sazonalidade das receitas seja semelhante à do período histórico, tendo-se considerado que as receitas de circulação de revistas no 2º semestre correspondem a 50,9% das receitas totais, o que se traduz numa redução de 2,9% face a 2010, enquanto para 2012 a Cofina antevê uma redução de 4%.

Por sua vez, a estimativa das receitas de circulação de jornais foi realizada com base na informação disponibilizada pela Cofina sobre o comportamento histórico deste segmento e o perfil⁶⁰ dos leitores das diversas publicações do portfólio:

- O Jornal de Negócios é lido, sobretudo, por pessoas da classe média-alta (31% dos leitores) e da classe alta (30% dos leitores), sendo que o rendimento disponível destas classes sociais tende a ser menos afectado pela conjuntura económica. Assim, a Cofina está convicta que as receitas desta publicação não irão decrescer, pelo contrário, deverão continuar a crescer ao mesmo ritmo;
- O público-alvo do jornal Record pertence à classe média, média-baixa e baixa (mais de 80%), tendo vindo a assistir a uma redução do seu poder de compra. Como um jornal desportivo não é considerado um bem essencial, as receitas do Record têm vindo a diminuir (TCMA₀₆₋₁₀ da circulação paga foi de -2,7%), sendo que a Cofina prevê a mesma tendência negativa para os próximos anos;
- O jornal Correio da Manhã, embora seja lido, sobretudo, por pessoas da classe média e média-baixa (mais de 65% dos leitores), tende a beneficiar do efeito de substituição, isto é, os leitores que antes adquiriam o jornal Record e revistas do portfólio da Cofina (mais dispendiosas que os jornais) passaram a comprar o Correio da Manhã, que também disponibiliza uma secção de desporto e reportagens sobre moda, sociedade, entre outros.

Tendo em conta o perfil dos leitores descrito anteriormente para cada publicação, os efeitos de compensação (e.g. redução das receitas do Record e aumento das receitas do Correio da Manhã) e a representatividade de cada jornal nas receitas de circulação, a Cofina prevê que, em 2012, o crescimento nominal das receitas de circulação de jornais seja de 1%. Para 2013 e 2014, as perspectivas são mais optimistas, projectando um crescimento nominal anual de 1,5%. A partir de 2015, a Cofina estima que esta componente de receitas aumente a uma taxa de crescimento anual de 1,2%, considerando que este valor corresponde ao crescimento de longo-prazo deste segmento. Por último, as receitas do 2º semestre de 2011 foram estimadas tendo em conta a sazonalidade da circulação de jornais (em média, no 2º semestre são registadas 51,4% das receitas anuais), o que equivale a um crescimento de 1,5% face aos valores de 2010.

No que se refere à evolução das receitas de publicidade, verifica-se também a existência de uma elevada correlação com a evolução do PIB. Mais especificamente, em períodos de conjuntura económica favorável, as empresas tendem a investir em campanhas publicitárias (mais que não seja para igualar a concorrência), enquanto em períodos de clima económico adverso a publicidade é das primeiras áreas a sofrer cortes orçamentais, adiando as decisões ou reduzindo o volume de investimento.

Neste contexto, as receitas de publicidade foram estimadas também com base na projecção do FMI para o crescimento do consumo privado, entre 2011 e 2016, e de um multiplicador de 2 para as receitas de publicidade de jornais e de 4 para as revistas⁶¹.

Mais uma vez, os valores referentes ao 2º semestre de 2011 foram estimados tendo como ponto de partida as receitas de publicidade do 1º semestre de 2011, sendo previsível que os últimos 6 meses do ano registem 50% das receitas de publicidade em jornais e 52,2% em revistas. Relativamente a 2010, estes valores traduzem-se numa redução das receitas de publicidade 6,2% e 15,1% em jornais e revistas, respectivamente.

⁶⁰ Fonte: Markttest, 2011, *Bareme Imprensa: 1º Relatório de 2011*.

⁶¹ Nota: Estes multiplicadores resultam do conhecimento e da experiência da Cofina em relação à evolução histórica das suas receitas de publicidade.

Quanto às receitas de produtos de marketing alternativos e outros, constata-se que esta é a componente das receitas mais volátil (mas também a menos representativa). Segundo a Cofina, a evolução desta componente das receitas está directamente relacionada com a evolução das receitas de publicidade, tendo-se utilizado um racional semelhante ao das receitas de publicidade para projectar a sua evolução, com excepção do 2º semestre de 2011 e do ano de 2012.

De acordo com a Cofina, em 2012, as receitas de produtos de marketing alternativos e outros nos jornais devem registar uma redução de 40%. Nos anos seguintes, a evolução desta componente de receitas deverá estar correlacionada com o crescimento do consumo privado, tendo-se considerado um multiplicador de 5. Em 2011, em função da informação do 1º semestre, estima-se que esta componente de receitas registre uma redução de 36,7% face a 2010.

Relativamente às receitas de produtos de marketing alternativos e outros nas revistas, e de acordo o como número e tipologia de campanhas/acções promocionais já programadas, a Cofina também estima uma redução de 40% em 2012. Posteriormente, e à semelhança das receitas de publicidade, a evolução das receitas desta componente devem seguir o crescimento do consumo privado, mas com um multiplicador de 6. Nos restantes 6 meses de 2011, em função da sazonalidade desta componente no período histórico, é previsível que as receitas de produtos de marketing alternativos e outros nas revistas sofram uma redução de 39,4% face aos valores registados em 2010.

Segundo a Cofina, estes multiplicadores das receitas de produtos de marketing alternativos e outros (nos jornais e nas revistas) devem-se ao facto desta componente de receitas tender a amplificar tanto os efeitos positivos em períodos de expansão como os efeitos negativos em períodos de recessão económica.

Em suma, as taxas de crescimento médias anuais, entre 2011 e 2015, das receitas de circulação da Cofina são superiores às estimadas pela PwC para o mercado nacionais de jornais e revistas (TCMA₁₁₋₁₅ de 1,3% nos jornais da Cofina contra 1,2% do mercado nacional de jornais e TCMA₁₁₋₁₅ de 0,4% nas revistas da Cofina face a -0,8% do mercado nacional de revistas), o que indicia a continuação do ganho de quota de mercado do Grupo. Por sua vez, as estimativas de evolução das receitas de publicidade da Cofina são mais conservadoras do que as da PwC para o mercado publicitário em Portugal (TCMA₁₁₋₁₅ de -0,4% nos jornais da Cofina contra 3,3% do mercado publicitário nacional de jornais e TCMA₁₁₋₁₅ de -2,3% nas revistas da Cofina face a 1,1% da publicidade nacional em revistas) (Tabela 5).

Tabela 5: Taxas de crescimento anuais das receitas da Cofina - Cenário base⁶²

| Jornais | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receitas de circulação | 1,5% | 1,0% | 1,5% | 1,5% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% |
| Receitas de publicidade | -6,2% | -7,5% | -0,4% | 3,7% | 3,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% |
| Receitas de prod. de marketing alternativos e outros | -36,7% | -40,0% | -2,8% | 7,3% | 5,5% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |

| Revistas | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Receitas de circulação | -2,9% | -4,0% | 0,0% | 3,1% | 2,7% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Receitas de publicidade | -15,1% | -16,3% | -2,0% | 6,1% | 4,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Receitas de prod. de marketing alternativos e outros | -39,4% | -40,0% | -3,6% | 8,5% | 6,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% |

Nota: A estimativa de crescimento das receitas para 2011 tem em conta os resultados referentes ao 1º semestre de 2011 e a sazonalidade das receitas.

⁶² Nota: Para mais detalhes ver Anexo 9: “Resultados da avaliação da Cofina – cenário base”.

Receitas – Cenário conservador

Numa primeira abordagem, a evolução das receitas no cenário conservador foi determinada de acordo com a elasticidade da procura ao preço, isto é, o indicador económico que avalia quanto varia a procura em função de uma variação de 1% no preço.

Segundo um estudo da Copenhagen Economics⁶³ para a Comissão Europeia, a elasticidade da procura ao preço de “*Newspapers, books and stationery*” na União Europeia é de -0,37. O que significa que uma reclassificação do IVA de 6% para 23%, implicaria um aumento de 16% do preço para o consumidor e, conseqüentemente, uma redução da procura de 5,9%.

Porém, este estudo não dispõe de dados específicos para Portugal e nem disponibiliza a elasticidade da procura ao preço segmentada por jornais e revistas, sabendo-se, apenas, empiricamente que a elasticidade da procura é superior nas revistas do que nos jornais. Assim, e dada a ausência de estudos detalhados sobre esta matéria e com os critérios de segmentação necessários, optou-se por seguir uma abordagem mais empírica, baseada na experiência e sensibilidade da Cofina.

No que se refere aos jornais, a Cofina prevê que, pelo perfil dos leitores descrito anteriormente, uma reclassificação das taxas de IVA implique uma redução das receitas de circulação na ordem dos 4% (inferior aos 5,9% se se considerasse o valor da elasticidade).

Por sua vez, as perspectivas para as revistas são mais pessimistas, pois a procura deste segmento é mais elástica e, para além disso, o preço das revistas é superior, o que em termos absolutos se traduz num aumento do preço mais acentuado e perceptível pelos leitores. Assim, a Cofina estima que, neste cenário conservador, as receitas de circulação das revistas sofram uma redução em cerca de 10%.

Custos operacionais

No que se refere aos custos operacionais, nos seus Relatórios & Contas, a Cofina não disponibiliza informação segmentada por jornais e revistas, tendo sido necessário assumir pressupostos adicionais.

Constata-se que, no período histórico, os custos variáveis (custo das vendas, o custo de fornecimento e serviços externos, as provisões e perdas por imparidade e os outros custos) representaram cerca de 65% dos custos totais da Cofina, sendo que os custos com papel e impressão são os mais significativos.

A Cofina apenas dá a conhecer o montante global dos custos operacionais imputáveis ao segmento de jornais e revistas. Para o período histórico, o custo das vendas, o custo de fornecimento e serviços externos, os custos com pessoal, as provisões e perdas por imparidade e os outros custos referentes a cada segmento de negócio foi determinado com base na representatividade de cada rubrica nos custos operacionais totais da Cofina.

Posteriormente, foi calculada a evolução da representatividade das rubricas de custos variáveis de cada segmento face às respectivas receitas. Esta análise permitiu aferir que existe uma estabilidade dos custos variáveis face às receitas de cada segmento.

⁶³ Fonte: Copenhagen Economics, 2007, *Study on reduced VAT applied to goods and services in the Member States of the European Union*, June 2007.

Desta forma, os custos operacionais dos segmentos de jornais e revistas no período explícito foram estimados com base numa percentagem das receitas de cada segmento, assumindo-se uma representatividade média semelhante à registada entre 2006 e 2010 (Tabela 6).

Tabela 6: Pressupostos para estimativa dos custos operacionais variáveis da Cofina⁶⁴

| | | Jornais | Revistas |
|-----------------------------------|----------------|---------|----------|
| Custo das vendas | % das receitas | 12% | 18% |
| Fornecimentos e serviços externos | % das receitas | 35% | 46% |
| Provisões e perdas por imparidade | % das receitas | 0,5% | 0,5% |
| Outros custos | % das receitas | 1,5% | 1,0% |

No que se refere aos custos com pessoal, a estimativa foi realizada considerando o número de colaboradores afecto a cada segmento, o custo médio com cada colaborador e, ainda, a taxa de crescimento real dos salários prevista pelo FMI⁶⁵ (Tabela 7).

A Cofina conta com um total de 900 colaboradores, sendo que, durante o período explícito, é expectável que o segmento de jornais aumente a sua representatividade na actividade e no volume de negócios do Grupo, antevendo-se que o mesmo aconteça relativamente ao número de colaboradores afectos a este segmento.

Tabela 7: Pressupostos para estimativa dos custos operacionais fixos da Cofina (valores em milhares de euros)

| Jornais | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| % colaboradores face ao total | 70% | 74% | 76% | 76% | 76% | 76% | 76% | 76% | 76% | 76% |
| Número de colaboradores | 630 | 666 | 684 | 684 | 684 | 684 | 684 | 684 | 684 | 684 |
| Custo médio por trabalhador | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| Taxa de crescimento real dos salários | -0,6% | 0,0% | 0,8% | 1,4% | 1,0% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% |
| Taxa de crescimento nominal dos salários | 2,7% | 1,3% | 2,0% | 2,7% | 2,5% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |

| Revistas ¹ | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| % colaboradores face ao total | 30% | 26% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% | 24% |
| Número de colaboradores | 270 | 234 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 | 216 |
| Custo médio por trabalhador | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| Taxa de crescimento real dos salários | -0,6% | 0,0% | 0,8% | 1,4% | 1,0% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% |
| Taxa de crescimento nominal dos salários | 2,7% | 1,3% | 2,0% | 2,7% | 2,5% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% |

¹ A redução do número de colaboradores afecto ao segmento de revistas é realizada ao abrigo de uma política de mobilidade de recursos humanos, e não com recurso a despedimentos.

Margem EBITDA

A definição dos pressupostos utilizados na avaliação da Cofina foi baseada, maioritariamente, na performance operacional histórica do Grupo e nos objectivos estratégicos definidos pela equipa de gestão.

Historicamente, e apesar do contexto concorrencial do mercado de jornais e revistas em Portugal, a Cofina demonstrou capacidade para aumentar a sua quota de mercado, mesmo em condições de mercado adversas: i) entrada de novos concorrentes (e.g. Jornal i); ii) abrandamento do crescimento do sector publicitário; iii) crescente concorrência de publicações gratuitas e/ou digitais.

Face à actual situação económica, e tal como referido anteriormente, as receitas do Grupo deverão continuar a aumentar, mas a um ritmo menos acentuado (TCMA₀₆₋₁₀ de 0,9% e TCMA₁₁₋₂₀ de 0,8%). Assim, é expectável que a Cofina aumente a sua quota de mercado, porque o sector está sobredimensionado e, actualmente, a ameaça

⁶⁴ Dada a ausência de informação detalhada sobre as rubricas de “Provisões e perdas de imparidade” e “Outros custos” considerou-se que a totalidade do seu valor respeita à actividade operacional. Este pressuposto deriva da estabilidade, no período histórico, do rácio destas rubricas face às receitas.

⁶⁵ Fonte: International Monetary Fund, 2011, *Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility*, IMF Country Report No. 11/127, June 2011.

As projecções do FMI referem-se ao período compreendido entre 2011 e 2016, tendo-se assumido o valor de 2016 para os restantes anos do período explícito.

de entrada de novos *players* no mercado é reduzida (devido ao elevado investimento inicial, sobretudo, em marketing e publicidade).

Por sua vez, a equipa de gestão da Cofina está empenhada na implementação de programas de optimização de custos para, desta forma, alcançar um dos objectivos estratégicos do Grupo: potenciar a crescimento da margem operacional.

Considerando todos os pressupostos apresentados, é previsível que a margem EBITDA da Cofina continue a aumentar, passando de 14,3% em 2011 para um máximo de 16,6% em 2020. Porém, é importante considerar que a dinâmica de cada segmento de negócio é distinta.

A margem EBITDA dos jornais deverá sofrer uma redução considerável em 2011 e 2012 devido aos factores apresentados anteriormente, atingindo o máximo de 20,6% em 2020. É convicção da Cofina que uma margem EBITDA entre 20% e 22% é sustentável, estando alinhada com os valores médios do sector.

Quanto à margem EBITDA do segmento de revistas, esta deve reduzir-se de 1,4% em 2010 para -5,9%⁶⁶ em 2011 e -4,6% em 2012, sendo que, em 2020, se prevê que atinja os 4,1%. De acordo com a experiência da Cofina, a margem EBITDA deste segmento para ser sustentável deverá situar-se entre os 3% e os 5%.

A Cofina tem como convicção que todas as publicações que não apresentem margens EBITDA positivas deverão ser encerradas, tal como aconteceu com as revistas *Máxima Interiores* e *PC Guia* no início de 2011. No entanto, segundo a Cofina, a margem EBITDA negativa do segmento de revistas expectável para os próximos anos, por se considerar conjuntural, não deverá ter como consequência o encerramento desta área de negócio.

8.4 PRESSUPOSTOS DE INVESTIMENTO EM CAPITAL

Em 2007, a possível diversificação das áreas de negócio do Grupo, designadamente a entrada no segmento de televisão (através da participação na Zon), apresentou-se como uma oportunidade de investimento para a Cofina. No entanto, esta estratégia não foi bem-sucedida e, nos anos seguintes, o investimento da Cofina centrou-se na reposição de imobilizado existente e na modernização dos seus sistemas informáticos e equipamento gráfico.

Entre 2007 e 2010, o investimento em capital (CAPEX) variou entre os 3,7 milhões de euros e os 4,4 milhões de euros, sendo que em 2009 se registou uma situação de redução do investimento (-2,6 milhões de euros em *software*). Neste período, em média, o CAPEX cifrou-se em 3% das receitas.

Investimento de reposição⁶⁷

A estratégia de crescimento da Cofina baseia-se na consolidação da sua posição no mercado, não estando previsto a realização de investimentos de expansão. O plano de investimento da Cofina, à semelhança do passado, contempla apenas investimento de reposição, entre 2 e 3 milhões de euros anuais.

Uma vez que no período histórico o rácio de CAPEX sobre as receitas apresentou valores estáveis (excepto em 2009) e os investimentos previstos pela Cofina corresponderam a cerca de 2% das receitas anuais, para fins de modelização económico-financeira considerou-se que o CAPEX corresponde a 2% das receitas. Assim, no período explícito, prevê-se um investimento anual entre 2,3 e 2,7 milhões de euros.

⁶⁶ Nota: A margem EBITDA das revistas no 1º Semestre de 2011 foi de -6,5%, antevendo-se que a época natalícia potencie as receitas de publicidade nas revistas (como é habitual acontecer), e que este segmento termine o ano de 2011 com uma margem EBITDA de -5,9%.

⁶⁷ Para mais detalhes consultar o Anexo 8: "Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Cofina".

É ainda necessário definir as rubricas de imobilizado que serão alvo de investimentos, pois dada a natureza dos bens, o ritmo de desgaste é diferente e, consequentemente, a taxa de amortização também. Assim, considerou-se uma distribuição do CAPEX semelhante à registada no período histórico.

O equipamento básico, que contempla, entre outros, a maquinaria da subsidiária Grafedisport – Impressões e Artes Gráficas, S.A., pela própria natureza de maior depreciação e pelo valor dos activos que inclui, é a rubrica que anualmente será alvo de maior investimento, correspondendo a 60% do CAPEX anual.

O CAPEX correspondente ao equipamento de transporte e administrativo será de 5% e 10% do CAPEX anual, respectivamente, enquanto o activo intangível “*software*” captará os restantes 25% do investimento anual.

Em suma, no último ano do período explícito, o valor do investimento em CAPEX (2,7 milhões de euros) será próximo do montante de amortizações e depreciações (2,6 milhões de euros), estando em linha com o princípio defendido por Kaplan e Ruback (1995).

Por sua vez, o valor registado em “Imobilizações em curso” no ano de 2010 e referentes, fundamentalmente, a obras de adaptação do novo edifício sede do Grupo Cofina, será transferido para “Edifícios e outras construções” em 2011, ano a partir do qual estará em condições de ser utilizado, passando a ser amortizado de acordo com a política de amortizações da Cofina.

É ainda de referir que as restantes rubricas de imobilizado não serão objecto de investimento (e.g. despesas de investigação e desenvolvimento e propriedade industrial e outros direitos), visto que os activos que contemplam não carecem de investimento de reposição, sendo que o seu aumento é realizado, essencialmente, por via de investimento de expansão, que na presente Dissertação, conforme referido, não foi considerado.

Amortizações e depreciações

Contabilmente, a Cofina apura o valor das amortizações e depreciações pelo método das quotas constantes, através de taxas médias de amortização anuais, em função do período de vida útil estimado para cada tipologia de activos. O apuramento do valor das amortizações é fundamental para o cálculo do *free cash flow*, pelo que a estimativa das amortizações foi realizada em conformidade com a actual política de amortizações da Cofina, pois o Grupo não prevê alterar esta política.

Assim, utilizou-se como *proxy* as seguintes taxas de amortização anuais: 25% para equipamento de transporte e para os activos intangíveis (nomeadamente, *software*); 20% para equipamento administrativo; 12,5% para equipamento básico; 10% para edifícios e outras construções, ferramentas e utensílios e outros activos fixos tangíveis.

CAPEX e amortizações e depreciações por segmento de negócio

Tal como referido anteriormente, nos seus Relatórios & Contas, a Cofina não explicita o montante de investimento dedicado a cada segmento de negócio, sendo que a avaliação individualizada de cada segmento carece de pressupostos adicionais.

Neste contexto, e de acordo com informações da Cofina, em média, 80% do investimento de capital anual do Grupo é dedicado ao segmento de jornais, e os restantes 20% canalizado para o segmento de revistas. Esta discrepância está relacionada com a necessidade de renovação do equipamento da gráfica, actividade mais intensiva em capital, sendo que esta se encontra, maioritariamente, afecta ao segmento de jornais.

No que se refere às amortizações anuais, a Cofina refere que a distribuição é semelhante à do CAPEX: 80% referente ao segmento de jornais e 20% respeitante às revistas.

Por conseguinte, o princípio de que no *steady state* o valor do CAPEX é semelhante ao montante de amortizações também se verifica considerando o segmento de jornais e de revistas individualmente.

8.5 PRESSUPOSTOS DE FUNDO DE MANEIO

O fundo de maneo traduz a liquidez operacional e a capacidade da empresa fazer face aos compromissos diários, sendo uma rubrica directamente associada ao nível de actividade da empresa.

Para efeitos de apuramento do *free cash flow* e de avaliação da Cofina, o cálculo do investimento em fundo de maneo foi realizado com base nos dados históricos e nas práticas de gestão da Cofina, sendo que, na maioria dos casos, estas são coincidentes com as práticas da própria indústria (e.g. prazos médios de pagamentos e recebimentos).

Existências

As existências constantes no balanço da Cofina são, sobretudo, matérias-primas, subsidiárias e de consumo, entre as quais se destacam as existências de papel. Em termos históricos, as existências da Cofina variaram entre os 1.939 milhares de euros em 2008 e os 3.984 milhares de euros em 2010, a que correspondeu 1,3% e 2,9% das receitas, respectivamente. Esta variação está directamente relacionada com a volatilidade do preço do papel, isto é, em anos em que o preço desta *commodity* aumenta, a gestão de *stocks* tende a ser mais rigorosa e o volume de existências inferior.

Para efeitos de projecção económico-financeira, assumiu-se como pressuposto que as existências correspondem, em média, a 2,5% das receitas da Cofina.

Clientes

Actualmente, de acordo com os contractos estabelecidos, o prazo médio de recebimento de clientes é de 30 dias (em termos de dias de vendas), tendo-se considerado o mesmo pressuposto para estimar o montante desta rubrica de balanço (em linha com os valores registados no período histórico).

Outros activos correntes

Os “outros activos correntes” inclui os acréscimos de proveitos e os custos diferidos, sendo que, dada a natureza das rubricas e a forma de apuramento do seu valor, ambas as rubricas apresentam um comportamento histórico estável. Desta forma, esta componente do fundo de maneo foi estimada com base nos rácios histórico, incidindo sobre o valor de referência do próprio ano (Tabela 8).

Tabela 8: Pressupostos para estimativa da rubrica “Outros activos correntes”

| Outros activos correntes | Valor de referência | Pressuposto |
|--|-----------------------|-------------|
| Acréscimo de proveitos: | | |
| Publicações a facturar | % das receitas totais | 4,0% |
| Juros a receber | % dos juros obtidos | 10,0% |
| Outros | % das receitas totais | 0,2% |
| Custos diferidos: | | |
| Custos relativos a edições/ publicidade a realizar no ano seguinte | % do custo das vendas | 5,0% |
| FSEs pagos antecipadamente | % dos FSEs | 0,3% |
| Outros | % dos custos totais | 0,2% |

Outras dívidas de terceiros

Esta rubrica do activo corrente contempla “adiantamentos a fornecedores” e “outros devedores”. No que se refere aos adiantamentos a fornecedores, estes respeitam, essencialmente, a adiantamentos por conta das obras em curso no novo edifício da Cofina, tendo sido considerado um valor nulo para efeitos de projecção, dado que as obras já terminaram e não é expectável que existam adiantamentos adicionais. Os “outros devedores” foram estimados com base nos dados históricos, sendo que, em média, representaram 0,5% das receitas totais, tendo sido considerado o mesmo valor de referência para efeitos de projecção.

Fornecedores

À semelhança do que foi feito para as dívidas de clientes, as dívidas a fornecedores foram estimadas com base no prazo médio de pagamento actual, 75 dias, visto que a Cofina não pretende alterar a sua política de gestão de fornecedores. É ainda de referir que, para fins de projecção económico-financeira, foram considerados os fornecedores de existências e de FSEs.

Outros passivos correntes

Simetricamente ao que foi descrito para os “outros activos correntes”, os “outros passivos correntes” contemplam os acréscimos de custos e os proveitos diferidos, cumprindo-se assim o princípio contabilístico da especialização do exercício. Uma vez que o argumento descrito nos “outros activos correntes” também é válido para esta rubrica, a metodologia de projecção foi idêntica (Tabela 9).

Tabela 9: Pressupostos para estimativa da rubrica “Outros passivos correntes”

| Outros passivos correntes | Valor de referência | Pressuposto |
|---|--------------------------|-------------|
| Acréscimo de custos: | | |
| Remunerações a liquidar | % dos custos com pessoal | 15,0% |
| Comissões a liquidar | % dos custos com pessoal | 5,0% |
| Rappel a conceder | % das receitas totais | 1,5% |
| Fornecimentos e serviços externos | % dos FSEs | 2,0% |
| Juros a liquidar | % dos juros suportados | 20,0% |
| Outros | % dos custos totais | 1,5% |
| Proveitos diferidos: | | |
| Receitas de marketing alternativo diferidas | % das receitas marketing | 2,0% |
| Outros | % das receitas totais | 0,3% |

Outros credores correntes

Segundo o Relatório & Contas da Cofina, a rubrica de passivo “outros credores correntes” é composta, essencialmente, por “outros credores” (cerca de 75% do valor total), não sendo disponibilizado o detalhe sobre a natureza destas obrigações. Dada a ausência de informação mais detalhada, para efeitos de projecção do investimento em fundo de maneio, considerou-se prudente manter o valor desta rubrica constante, assim como o valor referente a “permutas com entidades públicas” e “empréstimos de empresas associadas”. Por sua vez, o valor das “assinaturas”, incluído na rubrica de “outros credores correntes”, foi estimado com base em 0,7% das receitas de circulação (à semelhança do período histórico).

Estado e outros entes públicos

Do lado do activo, a rubrica de Estado e outros entes públicos inclui, essencialmente, os pagamentos por conta, o IVA a receber e outros impostos. Para efeitos de projecção económico-financeira foram considerados os seguintes pressupostos:

- Pagamentos por conta: considerou-se a legislação actualmente em vigor, que refere que o pagamento por conta corresponde a 90% do montante de IRC do ano anterior;

- IVA: estimou-se com base no valor de IVA dedutível referente a custos operacionais e de investimento, tendo-se considerado o prazo médio de recebimento de IVA (60 dias);
- O montante dos outros impostos foi mantido em 6 mil euros anuais, à semelhança do que ocorreu entre 2007 e 2010.

Por sua vez, a rubrica de Estado e outros entes públicos constante no lado do passivo do balanço refere-se ao imposto devido em sede de IRC e de IVA, às retenções na fonte de IRS e às contribuições para a Segurança Social. Estas rubricas foram estimadas em função dos seguintes pressupostos:

- IRC: o montante de IRC foi estimado com base nos resultados antes de impostos multiplicados pelas taxas de IRC e de derrama, tendo sido considerada a progressividade da taxa de IRC e o aumento da carga fiscal anunciado para os anos 2012 e 2013, conforme descrito anteriormente. É ainda de referir que o apuramento do imposto sobre o rendimento teve em conta o reporte de prejuízos fiscais (passados e futuros, sempre que aplicável) permitidos por lei;
- IVA: à semelhança da metodologia utilizada para o IVA a receber, o montante de IVA a pagar foi calculado em função do IVA a liquidar (derivado da venda de revistas e jornais, de publicidade e de produtos de marketing alternativos) e do prazo médio de pagamento de IVA (30 dias);
- IRS: as retenções na fonte de IRS ainda não entregues ao Estado foram estimadas com base em 2% dos custos com pessoal (de acordo com os dados do período histórico);
- Segurança Social: no período histórico, as contribuições para a Segurança Social constantes no balanço corresponderam a 1,7% dos custos com pessoal, tendo sido assumido o mesmo pressuposto para efeitos de projecção económico-financeira.

Investimento em fundo de maneio⁶⁸

Em suma, as principais rubricas que compõem o fundo de maneio, nomeadamente, as existências, os clientes e os fornecedores têm vindo a apresentar uma evolução estável, o que permite projectar o fundo de maneio no período explícito com base em dados históricos. Uma vez que não se espera que o *core business* e as políticas de gestão de fundo de maneio da Cofina se alterem significativamente nos próximos anos, é também expectável que o *cash conversion cycle* do Grupo se mantenha.

Nos últimos anos, o fundo de maneio da Cofina apresentou-se volátil, variando entre os -5,6 milhões de euros em 2006 e os -26,8 milhões de euros em 2007, situando-se nos -13,3 milhões de euros no 1º semestre de 2011. Esta volatilidade deve-se, essencialmente, às variações da rubrica de Estado e outros entes públicos.

O resultado antes de impostos da Cofina era influenciado directamente pelos resultados financeiros da participação na Zon (mensurada ao justo valor), o que implicava uma elevada volatilidade do imposto sobre o rendimento a pagar e, conseqüentemente, instabilidade no fundo de maneio da Cofina. Com a alienação da participação na Zon, os resultados da Cofina dependerão, essencialmente, da sua performance operacional, o que conduz a uma estabilização do fundo de maneio.

Investimento em fundo de maneio por segmento de negócio

À semelhança do CAPEX e das amortizações, a Cofina também não disponibiliza informação referente às rubricas de fundo de maneio por segmento de negócio. Para avaliar o negócio de jornais e revistas

⁶⁸ Para mais detalhes consultar o Anexo 8: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Cofina”.

individualmente, e na impossibilidade de segmentação com critérios mais específicos (tendo em conta a informação disponível), o fundo de maneiio foi repartido em função do volume de negócios de cada segmento.

O fundo de maneiio está directamente associado ao nível de actividade do Grupo, o que é visível no facto da maioria das rubricas ter sido estimada em função de indicadores operacionais (receitas e custos). Assim, tendo em linha de conta o volume de receitas em 2010 e no 1º semestre de 2011, considerou-se que 75% do investimento em fundo de maneiio estaria associado ao segmento de jornais e 25% ao segmento de revistas.

8.6 PRESSUPOSTOS DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E MONTANTE DE CAIXA E EQUIVALENTES

A política de dividendos da Cofina não tem sido estável, sendo que, em 2006 e 2007, a distribuição de dividendos correspondeu a 0,035 euros por acção (*payout ratio* de 37% e 35%, respectivamente), enquanto o resultado líquido negativo de 2008 ditou a não distribuição de dividendos. Por sua vez, em 2009 e 2010, a Cofina distribuiu um dividendo de 0,01 euros por acção (*payout ratio* de 6% e 20%, respectivamente).

Na proposta de distribuição de dividendos aos accionistas, a Cofina tem em conta um conjunto de factores, nomeadamente, a capacidade do negócio gerar *cash flows*, as condições económico-financeiras do mercado, as oportunidades de crescimento (e.g. planos de investimento), a optimização da estrutura de financiamento (e.g. reembolso de dívida), assim como as expectativas dos accionistas.

Neste contexto, e uma vez que a optimização da estrutura de financiamento através da desalavancagem é um dos objectivos da Cofina e que a actual conjuntura económico-financeira impõe que as empresas consolidem as suas situações patrimoniais (e.g. uma das exigências para recurso a crédito bancário), a Cofina não pretende alterar o montante de dividendos a distribuir por acção. Assim, entre 2012 e 2020⁶⁹, considerou-se a distribuição de um dividendo anual de 0,01 euros por acção, o que equivale a 1.026 milhares de euros anuais.

No que se refere à projecção do valor de “Caixa e equivalentes”, considerou-se que a Cofina iria continuar a manter um valor mínimo de disponibilidades para fazer face a imprevistos ou necessidades de tesouraria, correspondendo a cerca de 30% das receitas (semelhante ao passado).

8.7 PRESSUPOSTOS DE FINANCIAMENTO: DÍVIDA FINANCEIRA

A aplicação do método APV na avaliação da Cofina requer uma análise da estrutura da dívida do Grupo, quer a actual quer a prevista para o futuro. Esta análise deve incluir o plano de reembolso da dívida, a sua maturidade e o pagamento dos juros que lhe estão associados.

Dívida financeira⁷⁰

Actualmente, as principais fontes de financiamento externo da Cofina são um empréstimo obrigacionista e programas de papel comercial. O empréstimo obrigacionista, tal como referido no capítulo “4.3 Análise Estratégica”, no valor nominal de 50 milhões de euros foi emitido em 2007 (vencimento em 2015), com vista a obter meios adicionais para investir no crescimento do Grupo, nomeadamente, no reforço da posição accionista na Zon. Por sua vez, os programas de papel comercial têm como finalidade financiar, de uma forma geral, a actividade do Grupo, fazendo face a necessidades de tesouraria (Tabela 10).

⁶⁹ Nota: Os dividendos referentes ao ano 2010 foram distribuídos no 1º semestre de 2011 e, como tal, não foram considerados na estimativa dos *cash-flows* do 2º semestre de 2011.

⁷⁰ Para mais detalhes consultar o Anexo 8: “Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Cofina”.

Tabela 10: Estrutura da dívida financeira da Cofina (valores referentes ao 1º Semestre de 2011)

| | Valor nominal (000 €) | Data de início | Data de maturidade |
|---------------------------------|--------------------------|----------------|--------------------|
| Programa de papel comercial - A | 20.000 | 2007 | 2012 |
| Programa de papel comercial - B | 34.500 | 2007 | 2012 |
| Empréstimo obrigacionista | 50.000 | 2007 | 2015 |
| Total | 104.500 | | |

Adicionalmente, a dívida financeira da Cofina inclui também descoberto bancário e programas de locação financeira associados à aquisição de imobilizado.

Para efeitos de projecção económico-financeira foram assumidos os planos de amortização de dívida divulgados pela Cofina nos seus Relatórios & Contas. Por sua vez, e tendo em conta os *cash flows* anuais estimados e as datas de maturidade das linhas de crédito actuais, considerou-se também o recurso a novas linhas de financiamento.

À semelhança do período histórico, assumiu-se que 30% das necessidades de financiamento seriam colmatadas com dívida de médio prazo, com maturidade a 2 anos. Esta linha de financiamento destina-se, maioritariamente, a refinanciar a dívida existente, sendo particularmente relevante nos anos 2012 e 2015, devido à maturidade dos dois programas de papel comercial (montante nominal de 54,5 milhões de euros) e do empréstimo obrigacionista (valor nominal de 50 milhões de euros), respectivamente.

A dívida de curto-prazo, que corresponde a 70% das entradas de dívida financeira, tem como objectivo fazer face a necessidades de caixa, sendo amortizada no ano seguinte com recurso a caixa e equivalente (Tabela 11). Adicionalmente, salienta-se ainda o facto de se ter considerado que 75% da dívida de curto-prazo corresponde a papel comercial e 25% a descoberto bancário, mantendo, desta forma, a política de financiamento do período histórico.

No que se refere à locação financeira, quer a componente corrente quer a não corrente, foi projectada com base na média histórica dos rácios de “credores por locação financeira” e “fornecedores de imobilizado” pelo valor do activo fixo tangível, correspondendo a 5% e 8%, respectivamente.

Desta forma, e visto que a Cofina apenas tem planeado investimento de reposição, é expectável que se assista a um processo de desalavancagem financeira, sendo este um dos objectivos da equipa de gestão da Cofina. Em suma, os rácios de alavancagem da Cofina irão sofrer uma alteração considerável, razão pela qual se optou por utilizar o método APV em detrimento do *discounted cash flow* através do WACC.

Tabela 11: Evolução da dívida financeira líquida e do pagamento de juros (valores em milhares de euros)

| | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Dívida financeira (book value) | 112.539 | 113.467 | 105.686 | 100.931 | 96.443 | 89.391 | 82.318 | 73.442 | 63.524 | 52.064 |
| Locação financeira | 5.264 | 5.492 | 5.720 | 5.955 | 6.196 | 6.441 | 6.691 | 6.945 | 7.204 | 7.468 |
| Dívida financeira total | 117.803 | 118.959 | 111.406 | 106.886 | 102.639 | 95.832 | 89.009 | 80.388 | 70.728 | 59.532 |
| Caixa e equivalente | 35.304 | 35.531 | 35.759 | 35.994 | 36.235 | 36.481 | 36.730 | 36.985 | 37.244 | 37.507 |
| Dívida financeira líquida | 82.500 | 83.428 | 75.647 | 70.892 | 66.404 | 59.351 | 52.279 | 43.403 | 33.484 | 22.025 |
| Pagamento de juros associado à dívida | 5.880 | 9.291 | 5.125 | 5.224 | 7.819 | 6.706 | 6.504 | 5.524 | 4.890 | 3.933 |

Custo da dívida

No 1º semestre de 2011, o empréstimo obrigacionista (valor nominal de 50 milhões de euros) representa cerca de 38% da dívida financeira da Cofina e tem um prazo de 8 anos (maturidade em 2015). Por sua vez, os programas de papel comercial, no valor nominal de 54,5 milhões de euros, correspondem a 40% da dívida e têm maturidade em 2012.

O custo bruto da dívida, apurado através da média ponderada do custo das diversas linhas de financiamento que a Cofina tem ao seu dispor, é de 7,5%⁷¹. Para efeitos de projecção económico-financeira, considerou-se que a Cofina vai continuar a financiar-se no mercado a este custo médio.

O actual custo médio da dívida da Cofina está associado, por um lado, a condições de mercado (e.g. *spreads* médios mais elevados do que no período histórico) e, por outro lado, a características particulares da estrutura de financiamento e dos rácios de alavancagem do Grupo. Tal como referido anteriormente, uma percentagem considerável (40%) da dívida financeira da Cofina é papel comercial, sendo que esta modalidade de financiamento, tendencialmente, tem um custo médio superior do que, por exemplo, os empréstimos bancários de longo-prazo. Por sua vez, a desvalorização bolsista das acções desde o início do ano penalizou os rácios de autonomia financeira do Grupo e, conseqüentemente, aumentou o grau de risco e os *spreads* da dívida financeira.

Para analisar a razoabilidade deste pressuposto, recorreu-se a uma aproximação utilizada pelos analistas de *equity research*, em que o custo da dívida é calculado através da soma da taxa de juro sem risco e do *default-risk spread* de acordo com a probabilidade de falência da empresa. Neste caso, a título meramente indicativo, utilizou-se a *yield* das obrigações do tesouro português a 10 anos como *proxy* da taxa de juro sem risco (a dívida financeira da Cofina foi contraída em instituições bancárias portuguesas e, tipicamente, estas utilizam a *yield* das obrigações do tesouro português como *proxy* da taxa de juro sem risco), tendo sido considerado o valor médio entre 2007 (ano em que o rácio de endividamento registou um aumento considerável) e 30 de Junho de 2011. Assim, a taxa de juro sem risco (média) corresponde a 5,04%, a que deverá ser somado um *default spread*⁷² de 2,75% (associado ao *rating* do Estado Português, Ba2 pela agência de *rating* Moody's), o que se traduz num custo médio da dívida de 7,79%, um valor próximo do actual custo médio da dívida do Grupo.

8.8 THE UNLEVERED COST OF EQUITY

Concluída a análise das variáveis que terão impacto na estimativa dos *cash flows* da Cofina e da sua estrutura de financiamento (necessária para calcular os benefícios fiscais), é fundamental determinar o *unlevered cost of equity*. Tal como referido na revisão bibliográfica, na metodologia APV, os *cash flows* são descontados ao *unlevered cost of equity*, estando implícito que a empresa é financiada na totalidade por capitais próprios, logo a taxa de desconto deverá reflectir apenas os riscos operacionais do Grupo.

O *unlevered cost of equity* foi calculado com base no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), tendo em conta os seguintes pressupostos:

i) Taxa de juro sem risco: Como o próprio nome indica, um activo sem risco não deverá ter associado qualquer risco de falência nem de reinvestimento. Actualmente, os mercados consideram que o Estado Português não satisfaz estas condições, sendo que a nível europeu as obrigações do Estado Alemão estão próximas de ser consideradas sem risco. Assim, considerou-se uma taxa de juro sem risco de 2,16%, de acordo com a *yield* dos

⁷¹ Nota: O valor do custo médio da dívida é um *input* disponibilizado pela Cofina.

⁷² Fonte: Damodaran, A., 2011, Country Default Spreads and Risk Premiums, Julho de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 11 de Agosto de 2011.

*German Government Bonds*⁷³ a 10 anos (horizonte temporal próximo do período explícito)⁷⁴, no dia 26 de Agosto de 2011.

ii) Unlevered beta: O beta é uma medida de risco sistémico do activo, ou seja, reflecte a correlação entre o retorno do activo (neste caso, das acções da Cofina) e o retorno do portfólio de mercado. Tendo por base a teoria financeira, começou por se estimar a correlação entre o retorno das acções da Cofina e o retorno dos dois principais índices bolsistas nacionais, PSI 20 e PSI Geral, tendo sido considerados como *proxy* do portfólio de mercado.

Esta análise foi realizada para retornos diários, semanais e anuais e para diferentes períodos temporais entre 2006 e 2011. No entanto, e dado que a Cofina apresenta um volume de transacção relativamente reduzido, o coeficiente de correlação entre os retornos da Cofina e o retorno dos índices considerados (independentemente do período temporal escolhido) é reduzido (o coeficiente mais elevado foi de 67,6% ao considerar a correlação entre os retornos mensais da Cofina e do PSI Geral entre 2008 e 2010, sendo que o beta daí resultante foi de 2,27).

Desta forma, considerou-se que esta abordagem não seria a mais adequada para calcular o *unlevered beta*, devido ao facto de incluir o risco associado à dívida e devido ao reduzido volume de transacção das acções da Cofina, tendo-se optado por utilizar o *unlevered beta* da indústria.

De acordo com os dados disponibilizados por Damodaran⁷⁵, o *unlevered beta* da indústria europeia de “*Publishing & Newspapers*” é de 0,558.

iii) Prémio de risco: Tipicamente, os analistas de bancos de investimento, consultores e organizações internacionais estimam que, em países com mercados de capitais maduros como é o caso dos E.U.A. e da Alemanha, o prémio de risco se situe entre os 4,5% e os 5,5% (Koller, Goedhart e Wessels, 2005). Recentemente, com a conjuntura económica e financeira adversa que se verificou a nível mundial, o prémio de risco tem tendência a aumentar.

No caso de Portugal, e devido às dificuldades que o país tem vindo a apresentar em controlar a dívida soberana, é expectável que os investidores exijam um retorno adicional para investir em empresas nacionais. Desta forma, o *equity risk premium* (Damodaran, 2002) deverá ser apurado da seguinte forma:

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

Na discussão sobre se se deve adicionar um *country risk premium*, há autores que referem que o risco não diversificável é o único que deve ser tido em conta para efeitos de cálculo do custo do capital próprio (Damodaran, 2002). No caso concreto do custo de capital próprio da Cofina e conhecendo a estrutura accionista do Grupo, considera-se que, embora as barreiras à diversificação de investimentos tenham vindo a diminuir devido ao fenómeno da globalização, existe ainda um “*home bias*”, isto é, o portfólio dos investidores integra ainda uma percentagem considerável de investimentos em Portugal.

Desta forma, com a redução do *rating* do Estado Português, com o agravamento da situação económico-financeira e sabendo que nenhuma empresa pode ter um *rating* superior ao do país onde está instalada, é

⁷³ Fonte: Bloomberg, *German Government Bonds*, (on-line). Disponível em: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>. Acedido em 26 de Agosto de 2011.

⁷⁴ Nota: Tal como referido na revisão bibliográfica, a taxa de juro sem risco e os *cash flows* têm que estar na mesma moeda, caso contrário a avaliação pode ser enviesada pelo valor da inflação. Neste caso, este pressuposto encontra-se satisfeito (ambos os *inputs* estão em euros), podendo utilizar-se a *yield* das obrigações do Estado Alemão como taxa de juro sem risco.

⁷⁵ Fonte: Damodaran, A., 2011, *Levered and Unlevered Betas by Industry*, on-line, Janeiro de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 17 de Junho de 2011.

De acordo com autor: “*This data set lists betas by industrial sector. The betas are computed using 5 years of monthly returns for each stock and then averaged (simple). The unlevered betas are estimated using the average market debt/equity ratios by industrial sector (Hamada betas).*”

expectável que os investidores exijam um retorno mais elevado para investir em Portugal e, em particular, na Cofina. Consequentemente, considera-se adequado adicionar um *country premium* ao *equity risk premium*.

Damodaran (2002) apresenta duas metodologias distintas para calcular o *country premium*: i) *default risk spreads*, em que, embora estes *spreads* reflectam o risco de falência e não o *equity risk*, são influenciados por factores comuns como é o caso da estabilidade política do país, estabilidade da moeda, política orçamental, entre outros; ii) *relative standard deviations*, baseia-se na diferença de volatilidade entre um mercado maduro e o do país em análise (quanto maior o desvio padrão do preço das acções, maior o risco).

Para calcular o prémio de risco da Cofina foi utilizada a primeira metodologia⁷⁶. Para tal, ao prémio de risco da Alemanha⁷⁷ (5%, relativo a um *rating* de AAA, de acordo com a agência de *rating* Moody's) foi somado o produto de um *default spread* de 275 pontos base associado ao *rating* da Moody's para Portugal (Ba2) por 1,5 (“*global average of equity to bond market volatility*”, Damodaran (2011)⁷⁸). Desta forma, obteve-se um prémio de risco total de 9,1%, a que está associado um *country risk premium* de 4,1%.

$$\text{Equity risk premium} = \underbrace{\text{Prémio de risco da Alemanha}}_{\text{Base premium for mature equity market}} + \underbrace{\text{Default spread} * 1,5}_{\text{Country risk premium}} = 5\% + 0,0275 * 1,5 = 9,1\%$$

iv) *Unlevered cost of equity*: Considerando os *inputs* descritos anteriormente, o cálculo do *unlevered cost of equity* (k_u) foi realizado da seguinte forma⁷⁹:

$$k_u = \text{Taxa de juro sem risco} + \text{Country risk premium} + \text{Unlevered beta} \times \text{Mature market premium}$$

Assim, o *unlevered cost of equity* corresponde a 9,07%, constante ao longo do período explícito e em perpetuidade (Tabela 12).

Tabela 12: *Inputs* e estimativa do *unlevered cost of equity*

| Inputs do unlevered cost of equity | |
|------------------------------------|--------------|
| Taxa de juro sem risco | 2,16% |
| Unlevered beta | 0,558 |
| Mature market premium (Germany) | 5,00% |
| Country risk premium | 4,13% |
| Total risk premium | 9,13% |
| Unlevered cost of equity | 9,07% |

8.9 PRESSUPOSTOS SOBRE OS BENEFÍCIOS FISCAIS

A avaliação de uma empresa através do APV requerer uma análise independente dos *financial side effects*, neste caso, os mais relevantes são os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência. O valor de ambas as componentes tende a aumentar quando a dívida financeira aumenta, mas enquanto os benefícios fiscais criam valor para a empresa, os custos de falência destroem valor.

Os benefícios fiscais resultam da dedutibilidade fiscal dos custos com o pagamento de juros, deste modo, os *inputs* necessários para a estimativa desta componente são: i) valor dos juros suportados anualmente; ii) taxa de imposto, iii) taxa de desconto dos benefícios fiscais anuais.

⁷⁶ A metodologia preconizada por Damodaran (2011) foi: “*To estimate the long term country risk premium, I start with the country rating (from Moody's: www.moody.com) and estimate the default spread for that rating (based upon traded country bonds) over a default free government bond rate. This becomes a measure of the added country risk premium for that country. I add this default spread to the historical risk premium for a mature equity market (estimated from US historical data) to estimate the total risk premium (...)* I have used the emerging market average of 1.5 (equity markets are about 1.5 times more volatile than bond markets) to estimate country risk premium. I have added this to my estimated risk premium of 5% for mature markets (obtained by looking at the implied premium for the S&P 500) to get the total risk premium”.

⁷⁷ Nota: O prémio de risco da Alemanha foi considerado como o “*base premium for mature equity market*”.

⁷⁸ Fonte: Damodaran, A., 2011, *Country Default Spreads and Risk Premiums*, on-line, Julho de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 11 de Agosto de 2011.

⁷⁹ Fonte: Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons

O valor dos juros suportados anualmente deriva da evolução da estrutura de financiamento da Cofina, isto é, quanto maior for a dívida financeira mais avultados serão os juros a pagar e, consequentemente, os benefícios fiscais que lhe estão associados.

No que se refere à taxa de imposto, e apesar da progressividade das taxas de IRC, assumiu-se que, durante o período explícito, com excepção dos anos 2012 e 2013, o pagamento de juros é dedutível a uma taxa de IRC de 29%. Nos anos 2012 e 2013, em virtude da Estratégia Orçamental do Estado Português (2011), a taxa de imposto considerada foi de 32%.

Por último, e apesar do debate académico sobre a taxa de desconto dos benefícios fiscais⁸⁰, optou-se por descontar esta componente ao custo médio da dívida. Em primeiro lugar, porque não se prevê que: i) o nível de dívida seja constante ao longo do período explícito e em perpetuidade; ii) a probabilidade de falência seja zero; logo os benefícios fiscais da Cofina não satisfazem os critérios para poderem ser descontados à taxa de juro sem risco.

Em segundo lugar, não é expectável que o montante de dívida seja ajustado para manter o rácio *debt/enterprise value* constante, pelo contrário, o Grupo deve assistir a um processo de desalavancagem gradual. Desta forma, os benefícios fiscais não apresentam o mesmo risco sistémico que os *cash flows* do Grupo (maioritariamente operacionais) e, como tal, não devem ser descontados ao *required return to unlevered equity*.

Neste contexto, o único risco que os benefícios fiscais têm subjacente é a (in)capacidade da Cofina satisfazer os compromissos assumidos (pagamentos de juros e reembolso do capital), sendo que o custo associado a este risco está reflectido no custo médio da dívida.

8.10 PRESSUPOSTOS SOBRE OS CUSTOS DE FALÊNCIA

Tal como analisado na revisão bibliográfica, a estimativa dos custos de falência tem implícito dois *inputs* críticos: i) custos de falência, directos e indirectos; ii) probabilidade de falência. A dificuldade de estimativa de ambos os *inputs* está associada ao facto de não serem variáveis conhecidas *ex-ante* (Damodaran, 2006).

Neste contexto, o cálculo dos custos de falência baseou-se no artigo de Korteweg, A., 2007, “*The Costs of Financial Distress across Industries*”⁸¹, onde o autor estima os custos de falência *ex-ante* e *ex-post*, entre os anos de 1994 e 2004, para um conjunto de 269 empresas de 23 indústrias, entre elas a indústria de “*Publishing*”. De acordo com este estudo, o *ex-post cost of financial distress as a fraction of firm value* para a indústria de “*Publishing*” é de 87,3% do *value of the unlevered firm*.

Damodaran (2006) defende que a probabilidade de falência pode ser inferida por via do *bond rating* da empresa. Esta abordagem foi seguida na estimativa da probabilidade de falência da Cofina, mas na ausência de *bond rating* do Grupo, utilizou-se o *rating* do Estado Português como *proxy* (*rating* BBB-, Standard & Poors’s (S&P)), pois nenhuma empresa pode ter um *rating* superior ao do país onde opera.

De acordo com o relatório “*2010 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions*”⁸² da agência de *rating* S&P, a probabilidade de falência a 9 anos (período explícito considerado na avaliação da Cofina) de uma empresa com *rating* BBB- é de 7,7% .

⁸⁰ Nota: Para mais detalhes consultar a secção “2.2.1.3 Adjusted Present Value Valuation”.

⁸¹ Fonte: Korteweg, A., 2007, *The Costs of Financial Distress Across Industries*, available for download from the Social Science Research Network (SSRN) at papers.SSRN.com.

⁸² Fonte: Standard & Poor’s, 2011, *2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions*, RatingsDirect on the Global Credit Portal.

Após a determinação dos *inputs*, o cálculo dos custos de falência é simples, sendo apenas necessário multiplicar o custo de falência (87,3%) pelo *value of the unlevered firm* em cada ano e pela probabilidade de falência (7,7%).

9. ANÁLISE DE RESULTADOS

9.1 RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES

Uma vez apresentados os principais pressupostos e *drivers* de avaliação da Cofina, importa referir novamente que a Cofina foi avaliada pelo método *Sum of the Parts* (SOTP) e que o *enterprise value* foi calculado através da soma do *unlevered value* da Cofina e dos *side effects* (e.g. benefícios fiscais e custos de falência), ponderados pela respectiva probabilidade de ocorrência. É ainda de salientar que o *unlevered value* corresponde à soma do *unlevered value* do segmento de jornais e de revistas.

$$\text{Enterprise value} = V_u + [1 - P(D)] * PVTS - CFD * P(D)$$

Em que V_u é o *unlevered value* da Cofina, $P(D)$ é a probabilidade de falência, PVTS é o valor actual dos benefícios fiscais e CFD é valor actual dos custos de falência.

De seguida apresentam-se os principais quadros⁸³ resultantes da avaliação da Cofina (cenário base) na perspectiva da empresa e, posteriormente, do ponto de vista dos detentores de capitais próprios. O último passo da avaliação da Cofina será o cálculo do *price target* com referência a 30 de Junho de 2011.

Tabela 13: Unlevered value – Segmento de jornais (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|--|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 7.309 | 12.482 | 12.485 | 14.400 | 15.363 | 15.958 | 16.601 | 17.258 | 18.079 | 19.067 |
| (-) Impostos operacionais | (359) | 3.428 | 3.843 | 4.096 | 4.357 | 4.545 | 4.737 | 4.936 | 5.179 | 5.471 |
| (+) Amortizações e depreciações | 2.409 | 3.244 | 2.456 | 1.548 | 1.675 | 1.818 | 1.989 | 2.162 | 2.185 | 2.057 |
| (+) Outros itens non-cash ¹ | 55 | 449 | 451 | 463 | 473 | 481 | 489 | 497 | 505 | 514 |
| (-) CAPEX | 1.401 | 1.868 | 1.871 | 1.929 | 1.977 | 2.013 | 2.049 | 2.087 | 2.125 | 2.163 |
| (-) Variação do fundo de maneo | (1.330) | 2.663 | (2.033) | 759 | 366 | (430) | 257 | 36 | 172 | 78 |
| Free cash flows | 10.061 | 8.216 | 11.711 | 9.627 | 10.811 | 12.129 | 12.035 | 12.858 | 13.293 | 13.924 |
| Unlevered cost of equity | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,14 | 1,24 | 1,36 | 1,48 | 1,61 | 1,76 | 1,92 | 2,09 | 2,28 |
| Free cash flow descontado | 9.634 | 7.212 | 9.425 | 7.103 | 7.313 | 7.522 | 6.843 | 6.703 | 6.353 | 6.101 |
| PV do período explícito | 74.210 | | | | | | | | | |
| PV do valor terminal | 75.562 | | | | | | | | | |
| Jornais - Unlevered value | 149.771 | | | | | | | | | |

⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal

¹ Os outros itens non-cash correspondem a provisões e perdas por imparidade

Nota: Dados referentes ao cenário base

⁸³ Nota: As demonstrações financeiras previsionais da Cofina (cenário base) e o detalhe dos resultados operacionais por segmento de negócio estão disponíveis no Anexo 9: “Resultados da avaliação da Cofina – cenário base”.

Tabela 14: Unlevered value – Segmento de revistas (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | |
|--|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|--|
| EBIT | (1.441) | (2.046) | (1.192) | (619) | (280) | (105) | 89 | 287 | 529 | 815 | |
| (-) Impostos operacionais | 71 | (562) | (367) | (176) | (79) | (30) | 25 | 82 | 152 | 234 | |
| (+) Amortizações e depreciações | 602 | 811 | 614 | 387 | 419 | 455 | 497 | 540 | 546 | 514 | |
| (+) Outros itens non-cash ¹ | - | 135 | 134 | 140 | 145 | 148 | 152 | 155 | 159 | 162 | |
| (-) CAPEX | 350 | 467 | 468 | 482 | 494 | 503 | 512 | 522 | 531 | 541 | |
| (-) Variação do fundo de maneo | (443) | 888 | (678) | 253 | 122 | (143) | 86 | 12 | 57 | 26 | |
| Free cash flows | (817) | (1.893) | 133 | (651) | (253) | 168 | 114 | 367 | 494 | 690 | ⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal |
| Unlevered cost of equity | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,14 | 1,24 | 1,36 | 1,48 | 1,61 | 1,76 | 1,92 | 2,09 | 2,28 | |
| Free cash flow descontado | (782) | (1.662) | 107 | (481) | (171) | 104 | 65 | 191 | 236 | 303 | |

| | |
|-----------------------------------|----------------|
| PV do período explícito | (2.090) |
| PV do valor terminal | 3.747 |
| Revistas - Unlevered value | 1.657 |

¹ Os outros itens non-cash correspondem a provisões e perdas por imparidade

Nota: Dados referentes ao cenário base

Através da avaliação individual de cada segmento de negócio é possível verificar que os jornais (*unlevered value* de 149.771 milhares de euros), pela sua rentabilidade operacional superior e pela maior capacidade de gerar *cash flows*, é o segmento que mais contribui para o valor intrínseco da Cofina (98,9 % do *unlevered value* da Cofina) (Tabela 13 e 17).

É ainda de referir que, devido à deterioração do mercado publicitário, que afecta sobretudo o segmento de imprensa não diária (revistas), prevê-se que o EBIT e os *free cash flows* do segmento de revistas sejam negativos até 2016. Esta evolução desfavorável implica que o *unlevered value* deste segmento no período explícito seja negativo (*unlevered value* de -2.090 milhares de euros) (Tabela 14).

No que se refere aos *side effects*, em virtude do processo de desalavancagem financeira que a Cofina vai levar a cabo, constata-se uma redução sucessiva do valor dos benefícios fiscais anuais. Desta forma, os benefícios fiscais no período explícito (58,9%) assumem um valor superior ao do valor terminal (41,1%). Os benefícios fiscais representam 12% do *enterprise value* da Cofina (Tabela 15).

Quanto aos custos de falência, e tal como referido anteriormente, correspondem a 87,3% do *unlevered value* anual da Cofina, sendo que o período explícito reúne 51,2% dos custos de falência e os restantes 48,8% dizem respeito ao valor terminal (Tabela 16).

Tabela 15: Avaliação dos benefícios fiscais (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| Juros suportados | 3.653 | 9.291 | 5.125 | 5.224 | 7.819 | 6.706 | 6.504 | 5.524 | 4.890 | 3.933 | |
| Taxa de imposto | 29% | 32% | 32% | 29% | 29% | 29% | 29% | 29% | 29% | 29% | |
| Valor dos benefícios fiscais | 1.059 | 2.973 | 1.640 | 1.515 | 2.268 | 1.945 | 1.886 | 1.602 | 1.418 | 1.140 | ⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal |
| Custo médio da dívida | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,11 | 1,20 | 1,29 | 1,38 | 1,49 | 1,60 | 1,72 | 1,85 | 1,99 | |
| Benefícios fiscais descontados | 1.022 | 2.668 | 1.369 | 1.176 | 1.638 | 1.306 | 1.179 | 931 | 767 | 574 | |

| | |
|----------------------------------|---------------|
| PV do período explícito | 12.629 |
| PV do valor terminal | 8.827 |
| Probabilidade de falência | 7,7% |
| PV dos benefícios fiscais | 19.804 |

Nota: Dados referentes ao cenário base

Tabela 16: Avaliação dos custos de falência (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Value of the unlevered firm | 8.852 | 5.550 | 9.532 | 6.623 | 7.142 | 7.626 | 6.908 | 6.894 | 6.589 | 6.404 |
| Custo de falência (%) | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% |
| Valor dos custos de falência | 7.728 | 4.845 | 8.321 | 5.782 | 6.235 | 6.658 | 6.031 | 6.019 | 5.752 | 5.590 |
| Custo médio da dívida | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,11 | 1,20 | 1,29 | 1,38 | 1,49 | 1,60 | 1,72 | 1,85 | 1,99 |
| Custos de falência descontados | 7.453 | 4.347 | 6.945 | 4.489 | 4.503 | 4.473 | 3.769 | 3.499 | 3.111 | 2.812 |

⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal

| | |
|----------------------------------|---------------|
| PV do período explícito | 45.401 |
| PV do valor terminal | 43.266 |
| Probabilidade de falência | 7,7% |
| PV dos custos de falência | 6.827 |

Nota: Dados referentes ao cenário base

Tendo em conta as componentes do *unlevered value* e os *side effects*, 91,1% do *enterprise value* da Cofina provem do seu *core business*, o segmento de jornais, sendo esta a origem da criação de valor do Grupo (Tabela 17).

É ainda de salientar que, apesar da literatura académica referir que, em média, o valor terminal representa cerca de 79% do *enterprise value* quando se considera um período explícito de 10 anos (Young, Sullivan, Nokhasteh e Holt, 1999), no caso da Cofina este indicador é inferior. Esta diferença está relacionada, sobretudo, com o facto dos benefícios fiscais assumirem um valor superior no período explícito, período durante o qual a Cofina ainda apresenta rácios de alavancagem consideráveis. Por outro lado, a taxa de crescimento de longo-prazo considerada na avaliação da Cofina é inferior à observada no passado, nomeadamente, aquando da publicação do estudo. Ainda assim, o valor terminal representa a maioria do *enterprise value* da Cofina, com 51,2%.

Para calcular o *equity value* é ainda necessário considerar o valor de todos os *non-equity claims*, em particular: i) dívida financeira líquida; ii) *cash in* da alienação da participação na Zon; iii) interesses minoritários; iv) investimento em empresas associadas.

Neste sentido, foram assumidos os seguintes pressupostos e/ou ajustamentos:

- i) **Dívida financeira líquida:** O valor da financeira líquida inclui o empréstimo obrigacionista, os programas de papel comercial, o descoberto bancário e a locação financeira à data de 30 de Junho de 2011, tendo sido descontado o montante de caixa e equivalentes

Tabela 17: Avaliação da Cofina – *Sum of the Parts* (valores em milhares de euros)

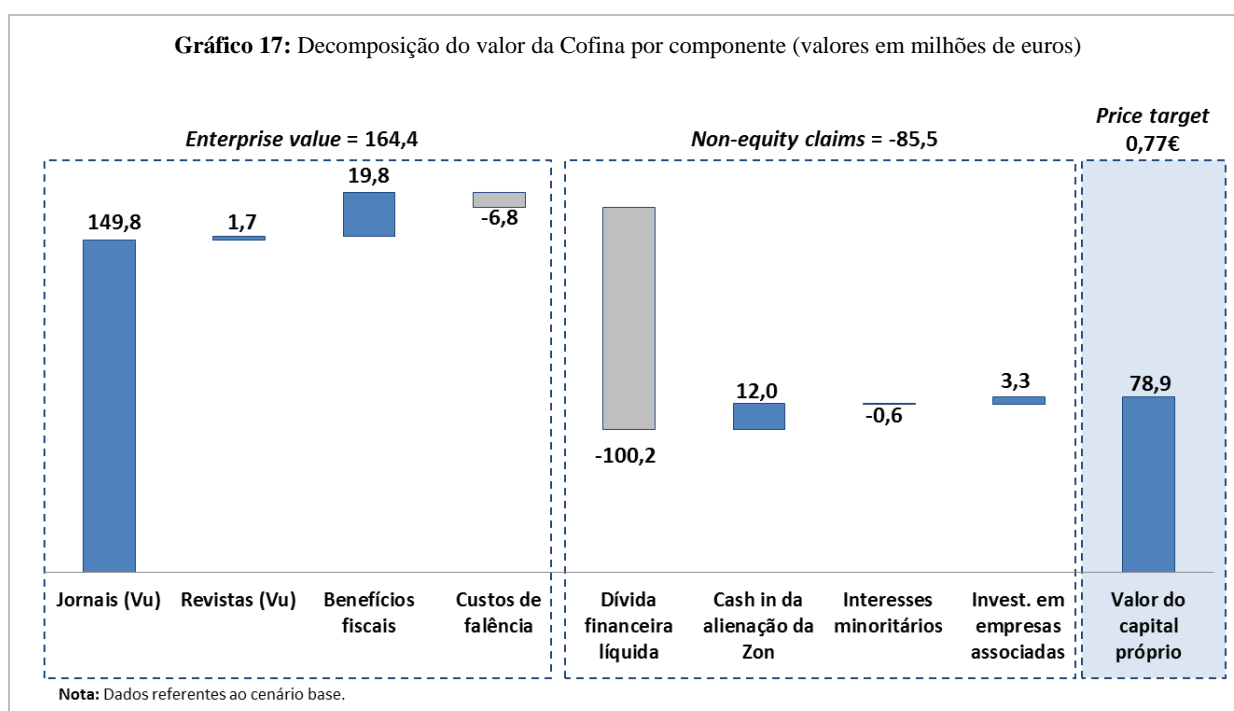
| | | Metodologia | % do EV |
|---|----------------|-------------|-------------|
| Jornais - Unlevered value | 149.771 | APV | 91,1% |
| % do Vu da Cofina | 98,9% | | |
| Revistas - Unlevered value | 1.657 | APV | 1,0% |
| % do Vu da Cofina | 1,1% | | |
| Cofina unlevered value | 151.429 | | |
| Benefícios fiscais | 19.804 | APV | 12,0% |
| Custos de falência | (6.827) | APV | -4,2% |
| Cofina enterprise value | 164.405 | | 100% |
| Dívida financeira líquida (1ºS 2011) | (100.197) | | |
| Cash in da alienação da participação na Zon | 12.003 | @MV | |
| Interesses minoritários | (639) | @BV | |
| Investimentos em empresas associadas | 3.313 | @BV | |
| Valor do capital próprio | 78.884 | | |
| Número de acções | 102.566 | | |
| Price target | 0,77 | | |
| Preço actual (26/08/2011) | 0,28 | | |
| Potencial de valorização | 174,7% | | |

Nota: Dados referentes ao cenário base

constante nas demonstrações financeiras da Cofina a essa data. Assim, a dívida financeira líquida da Cofina é de 100.197 milhares de euros;

- ii) Cash in da alienação da participação na Zon: No início do 2º semestre de 2011, mais concretamente no dia 22 de Julho, a Cofina alienou a totalidade das 3.998.000 acções que ainda detinha da Zon Multimédia, ao preço de 3 euros por acção. Esta transacção gerou um *cash-in flow* de cerca de 11.994 milhares de euros. A venda da participação não está reflectida nas demonstrações de resultados da Cofina referentes ao 1º semestre de 2011, como tal considerou-se este *cash flow* no cálculo do valor do capital próprio da Cofina. O valor de 12.003 milhares de euros inclui também a alienação de investimentos disponíveis para venda, no montante de 9 mil euros;
- iii) Interesses minoritários: Face à imaterialidade dos interesses minoritários no valor total da Cofina, esta rubrica foi avaliada ao valor contabilístico à data de 30 de Junho de 2011, correspondendo a -639 milhares de euros;
- iv) Investimento em empresas associadas: À semelhança dos interesses minoritários, o investimento em empresas associadas, designadamente nas empresas VASP, Destak Brasil e Mercados Globais, foi avaliado ao valor contabilístico (3.313 milhares de euros, no final do 1º semestre de 2011).

Com o cálculo do *unlevered value* e dos *side effects* e com os ajustamentos descritos anteriormente é possível obter o valor do capital próprio da Cofina: 78.884 milhares de euros. Tendo em conta que a Cofina tem 102.566 milhares de acções transaccionáveis em bolsa, o *price target*, à data de 30 de Junho de 2011 é de 0,77 euros. Comparativamente com o preço de fecho de dia 26 de Agosto de 2011 (0,28 euros), este *price target* representa um potencial de valorização de 174,7%, o que se traduz numa recomendação de compra (Tabela 17; Gráfico 17).



Caso se considere o cenário conservador⁸⁴, que contempla uma reclassificação da taxa de IVA que incide sobre a circulação de jornais e revistas de 6% para 23%, o *price target* da Cofina sofria uma redução de 0,09 euros, cifrando-se nos 0,68 euros. Ainda assim, o valor intrínseco das acções da Cofina seria superior à cotação bolsista no dia 26 de Agosto de 2011, em 143,4%.

⁸⁴ Nota: O detalhe dos resultados operacionais e de avaliação da Cofina no cenário conservador estão disponíveis no Anexo 10: "Resultados da avaliação da Cofina – cenário conservador".

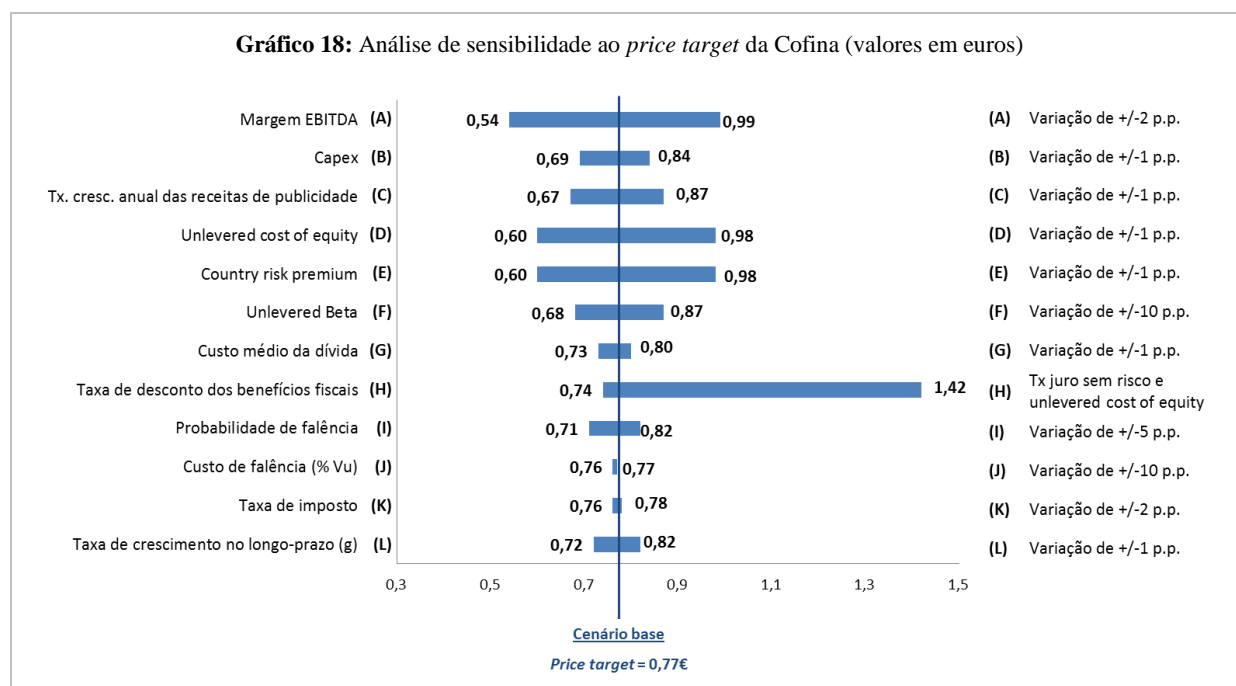
9.2 ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A avaliação de empresas é baseada em pressupostos, que podem não se vir a verificar no futuro, e, consequentemente, o *price target* obtido pode não corresponder ao valor intrínseco das acções. Neste sentido, é importante aferir o nível de exposição do *enterprise value* da Cofina a um conjunto de variáveis com impacto relevante no preço das acções.

Reconhecendo que a actual conjuntura económica e financeira e, em particular, a evolução do mercado publicitário e a crescente volatilidade dos mercados, aumenta o nível de incerteza subjacente às estimativas de evolução futura, considerou-se a hipótese de ocorrência de desvios face aos pressupostos assumidos no caso base. Neste contexto, foi realizada uma análise de sensibilidade às variáveis macroeconómicas e operacionais mais relevantes, numa base *ceteris paribus* (Gráfico 18).

Em termos de pressupostos operacionais, a margem EBITDA⁸⁵ é a variável com maior impacto no *price target* da Cofina. Uma variação da margem EBITDA anual dos jornais e das revistas de mais ou menos 2 p.p. face ao cenário base representa um impacto positivo ou negativo de 28,7% e 29,8% no preço das acções da Cofina, respectivamente.

Por sua vez, é possível constatar que as taxas de desconto também têm um impacto significativo na determinação do valor da Cofina, alertando para a importância da estimativa destas variáveis de acordo com as referências da indústria e as melhores práticas em termos teóricos.



Se se considerar que a taxa de desconto *unlevered cost of equity* pode assumir um valor superior ou inferior em 1 p.p. face ao cenário base (9,07%), esta alteração pode significar uma variação do *price target* de 27,3% e -22,1%, respectivamente.

Adicionalmente, e tendo em conta a divergência da comunidade académica quanto à taxa de desconto dos benefícios fiscais, aferiu-se a sensibilidade do valor intrínseco das acções a esta variável. Considerou-se como possíveis taxas de desconto a taxa de juro sem risco (2,16%) (uma abordagem proposta por Modigliani e Miller,

⁸⁵ Nota: Pela relevância da margem EBITDA e, mesmo tendo presente que se trata de uma variável endógena, ainda assim procurou-se analisar a variação da mesma, tratando-a como uma variável exógena.

1958 e 1963, caso o nível de dívida e a taxa de imposto seja constante) e o *unlevered cost of equity* (9,07%) (apoiada por Kaplan e Ruback, 1995; Ruback, 1995; Ruback, 2000; Tham e Vélez-Pareja, 2001), resultando num preço por acção de 1,42 euros (84,4%) e de 0,74 euros (-3,9%), respectivamente⁸⁶.

Tal como esperado, a avaliação da Cofina é mais sensível a alterações do *unlevered cost of equity* do que do custo da dívida (uma modificação de ± 1 p.p. no custo médio da dívida traduz-se uma alteração do preço de 3,9% e 5,2%, respectivamente), pois os benefícios fiscais e os custos de falência têm um menor contributo para o valor do Grupo do que os *cash flows* operacionais dos jornais e revistas.

Em conclusão, as diferentes análises de sensibilidade desenvolvidas revelam a consistência e robustez da avaliação realizada e reforçam a ideia de que a Cofina se encontra subavaliada. Mesmo na análise mais conservadora (redução de 2 p.p. da margem EBITDA anual), o valor intrínseco é superior à cotação de mercado do Grupo. Neste sentido, a Cofina apresenta-se como uma opção de compra interessante para os investidores.

10. AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

O método APV foca-se, sobretudo, em pressupostos individuais sobre o crescimento das empresas, sendo importante realizar uma comparação com base num *peers group* e em múltiplos para garantir a efectividade da avaliação realizada, assegurar que os pressupostos definidos estão alinhados com as expectativas do mercado e identificar diferenças entre a empresa e os seus *peers* (Fernández, 2002).

10.1 SELECÇÃO DO PEER GROUP

Tal como analisado aquando da revisão bibliográfica, a escolha do *peer group* baseou-se num conjunto de critérios que, de alguma forma, garantem a comparabilidade entre a Cofina e as empresas seleccionadas, nomeadamente no que se refere à dimensão das empresas, rentabilidade, crescimento dos resultados e estrutura de capital.

Em primeiro lugar, e de forma a ter em conta o contexto económico-social do mercado em que a Cofina actua, foram seleccionadas empresas de “*Publishing & Newspapers*” da Europa⁸⁷, uma vez que os hábitos de consumo dos portugueses e as características do mercado de jornais e revistas em Portugal tendem a ser semelhantes aos europeus.

Posteriormente, e na sequência da análise realizada na revisão bibliográfica, foram escolhidas as vinte empresas mais próximas da Cofina em termos de: i) dimensão, mensurável através do volume de receitas; ii) rentabilidade, através da análise do *Return on Invested Capital* (ROIC); iii) crescimento dos resultados, mais concretamente no crescimento das receitas nos últimos 5 anos; iv) estrutura de capital, aferida por via do *market-debt-to-equity ratio*.

O terceiro passo correspondeu à selecção das empresas com o código UK SIC 2003 (*Standard Industrial Classification of Economic Activities*) igual ao da Cofina, 2212 – *Publishing of Newspapers* e 2213 – *Publishing of Journals and Periodicals*⁸⁸. No entanto, esta classificação não garante que o *core business* das empresas seja a publicação de jornais e revistas, pelo que a mitigação deste risco foi realizada através da selecção apenas das

⁸⁶ Nota: A análise de sensibilidade do valor intrínseco da Cofina à taxa de desconto dos benefícios fiscais, tendo por base a taxa de juro sem risco e o *unlevered cost of equity* foi realizada com um propósito meramente indicativo, pois os pressupostos base para que estas taxas de desconto possam ser utilizadas, no caso da Cofina, não se encontram satisfeitos (capítulo “8.9 Pressupostos sobre os benefícios fiscais”).

⁸⁷ Fonte: Damodaran, A., 2011, *Individual Company Information, on-line*, Janeiro de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 24 de Agosto de 2011.

⁸⁸ Fonte: OneSource Business Browsers, 2011, *Global Business Browser: Cofina, on-line*. Disponível em: <http://globalbb.onesource.com/web/Reports/ReportMain.aspx?KeyID=43298293&Process=CP&FtrID=UNIFIEDSUMMARY>. Acedido em 24 de Agosto de 2011.

empresas cuja publicação de jornais e revistas, assim como a publicidade que lhe está subjacente, correspondia a mais de 80% das receitas totais da empresa.

Esta análise resultou num *peer group*⁸⁹ de 10 empresas de 7 países europeus, das quais 7 se apresentam como empresas comparáveis com a Cofina em, pelo menos, dois critérios (e.g. volume de receitas, ROIC, crescimento das receitas e/ou *market-debt-to-equity ratio*).

10.2 COMPARAÇÃO DA COFINA COM O PEER GROUP⁹⁰

Após a selecção do *peer group*, é importante definir os múltiplos a utilizar na avaliação. Primeiramente, e dado que a performance operacional é o *driver* de criação de valor da Cofina, apresenta-se o valor do EBITDA e da margem EBITDA, permitindo posicionar o Grupo face aos *peers*. Por sua vez, os múltiplos *price earnings ratio* (PER) e EV/EBITDA foram seleccionados pelo facto de serem os “*most widely used valuation methods*”⁹¹ (Fernández, 2002) na avaliação de empresas. É ainda de salientar que estes múltiplos são também os mais utilizados no sector de *media* (Fernández, 2002).

Por último, foi considerado o *price/cash flows*, uma vez que muitos investidores preferem utilizar este múltiplo em detrimento do PER, pois de acordo com as normas contabilísticas, é possível que uma empresa apresente *earnings* positivos e, no entanto, não consiga gerar *cash flows* suficientes para fazer face aos compromissos assumidos. Assim, o *price/cash flows* relaciona directamente o preço das acções com os *cash flows* que a empresa gera, mitigando esta discrepância entre *earnings* e *cash flows*. Adicionalmente, apresentam-se múltiplos *forward*, visto que estes tendem a reflectir as expectativas de crescimento dos investidores e dos analistas de mercado.

Analisando os múltiplos do *peer group*, nomeadamente a sua média, constata-se que a Cofina se encontra subavaliada pelo mercado, apresentando múltiplos inferiores aos dos seus *peers* (Tabela 18).

Em 2010, o PER da Cofina era de 13,5x face a 15,2x da média do *peers group*, o que revela que os investidores estão dispostos a pagar menos para investir na Cofina do que em “empresas comparáveis”. Possivelmente, esta diferença está associada à ausência de oportunidades de crescimento sólidas no curto e médio prazo, o que poderá criar incerteza nos investidores quanto ao crescimento dos resultados da Cofina.

De acordo com o *price/cash flows* (4,3x comparativamente com 10,4x da média dos *peers*), a Cofina também está a ser transaccionada a desconto, sendo que o EV/EBITDA (7,1x) é semelhante à média dos *peers*.

É ainda de salientar que, no que se refere à evolução do PER, do EV/EBITDA e do *P/Cash flows* em 2011 e 2012, também se verifica que as acções da Cofina estão a ser transaccionadas a desconto.

⁸⁹Para mais detalhes consultar o Anexo 11: “Breve descrição das empresas constituintes do *peer group*”.

⁹⁰No Anexo 12: “Múltiplos da Cofina e do *peer group*” é apresentado um conjunto de múltiplos adicionais.

⁹¹Fonte: Fernández, P., 2002, *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?*, IESE Business School, University of Navarra, research paper no.450

Tabela 18: Múltiplos da Cofina e do *peer group*

| | EBITDA | | | Margem EBITDA | | | PER | | | EV/EBITDA | | | P/ Cash flows | | |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
| | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E |
| Cofina SGPS, S.A. | 23,1 | 21,5 | 21,5 | 17,0% | 16,3% | 16,1% | 13,5 | 2,8 | 2,8 | 7,1 | 4,5 | 4,5 | 4,3 | 2,1 | 2,1 |
| Alma Media Oyj | 52,8 | 55,2 | 56,4 | 17,0% | 17,1% | 17,2% | 18,9 | 13,0 | 13,1 | 11,2 | 8,2 | 8,1 | 13,5 | 11,4 | 11,2 |
| Axel Springer AG | 536,4 | 582,7 | 613,2 | 18,5% | 18,5% | 18,8% | 14,9 | 9,4 | 9,0 | 7,7 | 6,1 | 5,8 | 10,5 | 6,6 | 6,0 |
| Callagironne Editore SpA | 23,4 | 20,0 | 22,0 | 9,8% | 8,6% | 9,2% | 35,4 | 25,4 | 18,1 | N.d. | N.d. | N.d. | 21,1 | N.d. | N.d. |
| Gruppo Editoriale L' Espresso SpA | 146,2 | 161,6 | 178,1 | 16,5% | 18,0% | 19,4% | 13,6 | 8,3 | 7,1 | 5,6 | 3,9 | 3,5 | 7,5 | 5,5 | 4,7 |
| Keskisuomalainen Oyj | 24,3 | N.d. | N.d. | 23,8% | N.d. | N.d. | 13,3 | 9,7 | N.d. | 9,4 | N.d. | N.d. | 11,0 | 8,3 | N.d. |
| Metro International SA | 10,7 | 24,1 | 27,0 | 4,9% | 11,1% | 12,0% | 18,5 | 16,6 | 13,8 | 8,5 | 3,3 | 3,0 | 10,8 | 5,5 | 4,1 |
| North Media AS | 21,0 | 24,7 | 25,4 | 13,7% | 15,3% | 15,3% | 8,8 | 5,4 | 5,1 | 4,1 | 3,3 | 3,2 | 4,7 | N.d. | N.d. |
| Roularta Media Group NV | 82,5 | 80,7 | 87,7 | 11,6% | 11,0% | 11,6% | 10,5 | 6,1 | 5,3 | 5,4 | 4,1 | 3,8 | 10,0 | 3,6 | 3,5 |
| Schibsted ASA | 522,4 | 301,6 | 345,4 | 30,4% | 15,6% | 17,0% | 6,4 | 13,6 | 10,9 | 4,8 | 7,3 | 6,3 | 9,2 | 9,6 | 7,6 |
| Tamedia AG | 127,5 | 198,4 | 207,0 | 22,9% | 20,5% | 20,9% | 12,0 | 7,6 | 7,6 | 7,2 | 4,9 | 4,7 | 6,2 | 6,1 | 5,6 |
| Mínimo | 10,7 | 20,0 | 22,0 | 4,9% | 8,6% | 9,2% | 6,4 | 5,4 | 5,1 | 4,1 | 3,3 | 3,0 | 4,7 | 3,6 | 3,5 |
| Média | 154,7 | 161,0 | 173,6 | 16,9% | 15,1% | 15,7% | 15,2 | 11,5 | 10,0 | 7,1 | 5,1 | 4,8 | 10,4 | 7,1 | 6,1 |
| Mediana | 67,6 | 80,7 | 87,7 | 16,7% | 15,6% | 17,0% | 13,4 | 9,6 | 9,0 | 7,2 | 4,5 | 4,2 | 10,2 | 6,3 | 5,6 |
| Máximo | 536,4 | 582,7 | 613,2 | 30,4% | 20,5% | 20,9% | 35,4 | 25,4 | 18,1 | 11,2 | 8,2 | 8,1 | 21,1 | 11,4 | 11,2 |

N.d. - Não disponível

Fonte: Bloomberg, 10/09/2011

11. COMPARAÇÃO COM A AVALIAÇÃO DA CAIXABI

Para testar, mais uma vez, a consistência da avaliação, foi desenvolvida uma análise comparativa com a avaliação de um banco de investimento que acompanha a performance da Cofina. Para tal, considerou-se o relatório de 13 de Maio de 2011 da CaixaBI – Banco de Investimento (CaixaBI), realizado com base nos resultados do 1º trimestre de 2011.

Neste relatório de *investment research* intitulado “*Advertisement going down*”, o analista reviu o *price target* da Cofina de 1,10 euros para 0,85 euros. Não obstante, a CaixaBI manteve a sua recomendação de compra.

Uma vez que os métodos de avaliação utilizados são diferentes, esta análise comparativa centra-se, em primeiro lugar, na discussão das diferenças metodológicas (vantagens e desvantagens de cada método de avaliação) e, posteriormente, na identificação, comparação e análise dos principais pressupostos de avaliação.

11.1 COMPARAÇÃO DO MÉTODO DE AVALIAÇÃO

A avaliação da Cofina, por parte da CaixaBI, foi desenvolvida de acordo com o método de *discounted cash flows* pelo WACC (DCF-WACC). A opção por este método está relacionada com o facto de a CaixaBI ser membro da European Securities Network (ESN), cujo método *standard* de avaliação de empresas industriais é o DCF-WACC. Por outro lado, os relatórios de *investment research* produzidos pela CaixaBI são destinados a investidores, sendo este o método (DCF-WACC) com que os investidores estão mais familiarizados

Apesar da simplicidade deste método, a sua aplicação tem subjacente um conjunto de pressupostos, nomeadamente, que o custo da dívida, do capital próprio e a estrutura de financiamento são constantes, quer no período explícito quer em perpetuidade (Miles e Ezzel, 1980). Tal como referido anteriormente, este não é o caso da Cofina, o que pode colocar em causa a eficiência da aplicação do DCF-WACC.

É expectável que, nos próximos anos, a Cofina reduza a sua dívida financeira líquida⁹² e, conseqüentemente, os seus rácios de alavancagem deverão sofrer alterações consideráveis. Neste contexto, qualquer estimativa da estrutura de capital *target* anual torna-se complexa, ou com menos aderência à realidade actual da Cofina.

No caso concreto da Cofina, para além de critérios de simplicidade e do método preferencial dos investidores, a selecção do método DCF-WACC ou APV tem subjacente um *trade-off*: i) dificuldade de estimar os custos de falência, aplicável no caso do APV; ii) complexidade em projectar o rácio de financiamento, necessário para o cálculo do WACC.

Pela representatividade dos custos de falência no *enterprise value* da Cofina e pela análise de sensibilidade, constata-se que a taxa de desconto dos *cash flows* tem um maior impacto no *price target* do que o custo e a probabilidade de falência. Assim, optou-se pelo método cujas variáveis mais complexas de estimar apresentam menor representatividade, o APV, mitigando o risco subjacente a uma estimativa inconsistente.

Em conclusão, a principal diferença entre os métodos aplicados na avaliação da Cofina está relacionada com a abordagem ao processo de desalavancagem financeira. O APV é mais transparente, estimando o valor da dívida financeira líquida em cada ano, enquanto o método aplicado pela CaixaBI considera um rácio de financiamento constante, não tendo em conta a alteração dos rácios de alavancagem financeira.

11.2 COMPARAÇÃO DOS PRESSUPOSTOS E *DRIVERS* DE AVALIAÇÃO

Para além do método de avaliação, existem também diferenças ao nível dos pressupostos e dos *drivers* de avaliação da Cofina que justificam a discrepância de 0,08 euros no *price target* do Grupo (cerca de 9%). Em primeiro lugar, e embora ambas as avaliações tenham subjacente um período explícito até 2020, o relatório da CaixaBI foi realizado com base nos resultados do 1º trimestre de 2011, enquanto a presente Dissertação tem em consideração os resultados do 1º semestre de 2011.

Adicionalmente, é importante referir que, embora o período explícito seja idêntico nas duas avaliações, a CaixaBI apenas apresenta a projecção dos *cash flows* para os anos 2011, 2012 e 2013, o que tecnicamente impossibilita a comparação das estimativas entre 2014 e 2020. Contudo, as reuniões com o Dr. Guido Santos, o responsável pela publicação do relatório, permitem analisar as discrepâncias materialmente mais relevantes em termos de *drivers* de avaliação.

De seguida descrevem-se as principais diferenças nos pressupostos, sendo que estas estão patentes na estimativa de: i) resultados operacionais; ii) CAPEX; iii) fundo de maneo; iv) taxa de desconto; v) *non-equity claims*.

i) Resultados operacionais

Para o ano 2011 e 2012, a CaixaBI estima uma redução das receitas totais da Cofina na ordem dos 4,4% e dos 1,5%, respectivamente. De acordo com o banco de investimento, este decréscimo deve-se à diminuição das receitas de publicidade e de produtos de marketing alternativos e outros em ambos os segmentos (Tabela 19 e 20).

⁹² Nota: A Cofina já iniciou o processo de desalavancagem financeira, tendo reduzido a dívida financeira líquida de 144 milhões de euros em 2010 para 100 milhões de euros no 1º semestre de 2011.

Na Dissertação, considerou-se uma redução das receitas totais de 7,7% em 2011 e de 7,2% em 2012, tendo em conta, para além da retracção do mercado publicitário, os resultados divulgados pela Cofina relativamente ao 1º semestre (redução das receitas totais de 6,8% face ao período homólogo).

Entre 2011 e 2013, as diferenças nas estimativas de receitas são mais acentuadas nos jornais, sobretudo, na publicidade e produtos de marketing alternativos (média de 2,8 p.p. e 21,4 p.p., respectivamente). As projecções de receitas são sempre inferiores na Dissertação, com excepção das receitas de circulação de jornais, em média, 0,9 p.p. superiores.

Tabela 19: Comparação da projecção de receitas por segmento de negócio (valores em milhões de euros)

| | | 2010 | 2011 E | 2012 E | 2013 E |
|---|-------------|--------|--------|--------|--------|
| Jornais | | | | | |
| Circulação | Dissertação | 48,3 | 49,0 | 49,5 | 50,3 |
| | - | - | 1,5% | 1,0% | 1,5% |
| CaixaBI | 48,3 | 48,8 | 48,9 | 49,0 | |
| | - | 1,0% | 0,2% | 0,2% | |
| Publicidade | Dissertação | 41,0 | 38,5 | 35,6 | 35,4 |
| | - | - | -6,2% | -7,5% | -0,4% |
| CaixaBI | 41,0 | 39,0 | 38,0 | 38,7 | |
| | - | -4,9% | -2,6% | 1,8% | |
| Produtos de marketing alternativos e outros | Dissertação | 12,2 | 7,7 | 4,6 | 4,5 |
| | - | - | -36,7% | -40,0% | -2,8% |
| CaixaBI | 12,2 | 10,3 | 10,0 | 10,3 | |
| | - | -15,4% | -2,9% | 3,0% | |
| Revistas | | | | | |
| Circulação | Dissertação | 16,7 | 16,2 | 15,6 | 15,6 |
| | - | - | -2,9% | -4,0% | 0,0% |
| CaixaBI | 16,7 | 16,3 | 16,1 | 16,5 | |
| | - | -2,5% | -1,2% | 2,5% | |
| Publicidade | Dissertação | 13,9 | 11,8 | 9,9 | 9,7 |
| | - | - | -15,1% | -16,3% | -2,0% |
| CaixaBI | 13,9 | 12,5 | 12,0 | 12,2 | |
| | - | -10,3% | -4,0% | 1,7% | |
| Produtos de marketing alternativos e outros | Dissertação | 4,2 | 2,5 | 1,5 | 1,5 |
| | - | - | -39,4% | -40,0% | -3,6% |
| CaixaBI | 4,2 | 3,3 | 3,2 | 3,3 | |
| | - | -20,7% | -3,0% | 3,1% | |

Fonte: CaixaBI; Dissertação

No segmento de revistas, as expectativas da CaixaBI e da Dissertação são mais divergentes, mas continuam a ser mais conservadoras na Dissertação (em média, 9,9 p.p. abaixo, considerando as três categorias de receitas).

De uma forma geral, e segundo a informação disponibilizada pela CaixaBI, após 2012, as suas estimativas apontam para um crescimento das receitas acima da inflação em 2013 e 2014, tendendo a estabilizar em valores próximos da inflação posteriormente. No horizonte temporal compreendido entre 2010 e 2020, a CaixaBI prevê que as receitas da Cofina aumentem a uma taxa de crescimento média anual de 0,45%.

As projecções apresentadas na Dissertação são mais conservadoras (TCMA₁₀₋₂₀ de 0,08%), porque se antevê que a recuperação do mercado publicitário seja mais lenta do que o previsto pela CaixaBI e que as receitas com produtos de marketing alternativos e outros sofram uma elevada redução, sendo a componente menos sustentável do modelo de negócios da Cofina.

Quanto às receitas, entre 2010 e 2020, a CaixaBI projecta um crescimento médio anual da margem EBITDA de 0,54%, devendo cifrar-se em 17,1% em 2020. Mais uma vez, as perspectivas patentes na Dissertação são mais conservadoras, com uma margem EBITDA de 16,6% em 2020, ainda assim, superior à média do período histórico (15,2%). Esta diferença provém, essencialmente, da estimativa de crescimento das receitas, sendo que ambas as avaliações têm implícita uma redução de custos.

Face aos resultados do último semestre (margem EBITDA de 14,6%), uma margem operacional de 16,5% em 2011 parece ser difícil de alcançar (Tabela 20).

Tabela 20: Comparação da projecção de receitas e da margem EBITDA (valores em milhões de euros)

| | | 2010 | 2011 E | 2012 E | 2013 E |
|-----------------|-------------|-------|--------|--------|--------|
| Jornais | | | | | |
| Receitas | Dissertação | 101,5 | 95,3 | 87,4 | 87,8 |
| | - | - | -6,1% | -8,3% | 0,5% |
| CaixaBI | 101,5 | 98,1 | 96,9 | 98,1 | |
| | - | -3,3% | -1,2% | 1,2% | |
| Margem EBITDA | Dissertação | 22,3% | 20,8% | 16,6% | 15,6% |
| | - | - | -1,5 | -4,2 | -1,0 |
| CaixaBI | 22,3% | 21,0% | 21,3% | 21,5% | |
| | - | -1,3 | 0,3 | 0,2 | |
| Revistas | | | | | |
| Receitas | Dissertação | 34,8 | 30,3 | 25,8 | 25,6 |
| | - | - | -12,9% | -14,9% | -1,0% |
| CaixaBI | 34,8 | 32,2 | 31,4 | 32,0 | |
| | - | -7,5% | -2,5% | 1,9% | |
| Margem EBITDA | Dissertação | 1,4% | -6,3% | -6,4% | -3,9% |
| | - | - | -7,7 | -0,1 | 2,5 |
| CaixaBI | 1,4% | 1,0% | 1,5% | 2,5% | |
| | - | -0,4 | 0,5 | 1,0 | |
| Total | | | | | |
| Receitas | Dissertação | 136,3 | 125,7 | 113,2 | 113,4 |
| | - | - | -7,8% | -9,9% | 0,2% |
| CaixaBI | 136,3 | 130,3 | 128,3 | 130,2 | |
| | - | -4,4% | -1,5% | 1,5% | |
| Margem EBITDA | Dissertação | 17,0% | 14,3% | 11,4% | 11,2% |
| | - | - | -2,7 | -2,9 | -0,1 |
| CaixaBI | 17,0% | 16,5% | 16,4% | 16,8% | |
| | - | -0,5 | -0,1 | 0,4 | |

Fonte: CaixaBI; Dissertação

ii) CAPEX

Não existindo qualquer plano de expansão da Cofina, a CaixaBI apenas considerou investimento de reposição. De acordo com os dados disponíveis, o banco de investimento estimou o CAPEX com base em 3,25% das receitas (valor semelhante ao do período histórico), pelo que o investimento em capital é de 4,2 milhões de euros. Conforme referido anteriormente, a Cofina revelou que o seu plano de investimento para os próximos anos se cifra entre 2 a 3 milhões de euros anuais, razão pela qual na Dissertação foi tido em conta um CAPEX correspondente a 2% das receitas, equivalente a 2,3 milhões de euros durante o período comparativo com a CaixaBI (Tabela 21).

Em termos de CAPEX por segmento de negócio, os pressupostos assumidos pela CaixaBI e na Dissertação são coincidentes: 80% respeitante ao segmento de jornais e 20% ao segmento de revistas.

iii) Fundo de manei

No cálculo das necessidades de investimento em fundo de manei, a CaixaBI considerou a variação das seguintes rubricas de balanço: existências, clientes, Estado e outros entes públicos (activo e passivo), outros devedores correntes, fornecedores e outros credores correntes, tendo desconsiderado a variação das rubricas de outros activos e passivos correntes.

De acordo com a informação disponibilizada nas reuniões realizadas com o analista da CaixaBI, na publicação do banco, foi assumida uma estabilização do fundo de manei em torno dos níveis actuais, com uma ligeira diminuição do inventário (Tabela 21).

Na Dissertação foi tida em conta a variação das rubricas de outros activos e passivos correntes, sendo que o fundo de manei também foi projectado de acordo com os valores registados no período histórico, inclusive as existências. Como a Cofina não fez referência a qualquer intenção de reduzir o seu inventário, contrariamente ao pressuposto assumido pela CaixaBI, não foi considerado um decréscimo do nível de existências.

Tabela 21: Comparação da projecção do CAPEX e do investimento em fundo de manei por segmento de negócio (valores em milhões de euros)

| | | 2011 E | 2012 E | 2013 E | CAPEX (% receitas) |
|--------------------------------|-------------|--------|--------|--------|-----------------------|
| Jornais | | | | | |
| CAPEX | Dissertação | 1,4 | 1,9 | 1,9 | 2% |
| | CaixaBI | 3,4 | 3,4 | 3,4 | 3,25% |
| Investimento em fundo de manei | Dissertação | -1,3 | 2,7 | -2,0 | - |
| | CaixaBI | -0,5 | 0,2 | 0,1 | - |
| Revistas | | | | | |
| CAPEX | Dissertação | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 2% |
| | CaixaBI | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 3,25% |
| Investimento em fundo de manei | Dissertação | -0,4 | 0,9 | -0,7 | - |
| | CaixaBI | -0,1 | 0,0 | 0,0 | - |
| Total | | | | | |
| CAPEX | Dissertação | 1,8 | 2,3 | 2,3 | 2% |
| | CaixaBI | 4,2 | 4,2 | 4,2 | 3,25% |
| Investimento em fundo de manei | Dissertação | -1,8 | 3,6 | -2,7 | - |
| | CaixaBI | -0,6 | 0,2 | 0,1 | - |

Nota: Os valores da Dissertação referentes ao ano 2011E dizem respeito apenas ao 2º Semestre de 2011.

Fonte: CaixaBI; Dissertação

Por último, a CaixaBI assumiu como pressuposto que 80% do investimento em fundo de manei se destinava a fazer face aos compromissos associados à actividade do segmento de jornais, sendo o restante imputado ao segmento de revistas. Na Dissertação, o pressuposto foi mais específico, estando o investimento em fundo de manei associado directamente ao volume de negócios de cada segmento, neste caso, 75% aos jornais e 25% às revistas.

iv) Taxa de desconto

No que diz respeito aos *inputs* da taxa de desconto, existem diferenças relevantes que também permitem justificar a discrepância entre o *price target* da avaliação da CaixaBI e da Dissertação, sendo importante endereçar individualmente cada *input* (Tabela 22):

- Taxa de juro sem risco: A CaixaBI utilizou uma taxa de juro sem risco de 4,5% (face a 2,16% da Dissertação, baseada na *yield* das obrigações a 10 anos do Estado Alemão), sendo este o valor estipulado pela ESN, correspondendo à média de longo-prazo da taxa de juro sem risco verificada na Europa.

No entanto, esta média inclui obrigações soberanas de Estados (e.g. Estado Português) que, tipicamente, são transaccionadas a *yields* superiores às de obrigações de Estados europeus com mercados de capitais maduros e a que os investidores atribuem menor grau de risco, como é o caso das obrigações do Estado Alemão. Por este facto, e uma vez que a taxa de juro sem risco deve estar associada a um activo cujo retorno seja conhecido à partida sem incerteza, a abordagem média não parece ser a mais aderente à realidade actual.

Tabela 22: *Inputs* para o cálculo da taxa de desconto

| | Dissertação | CaixaBI |
|------------------------------------|--------------|-------------|
| Taxa de juro sem risco | 2,16% | 4,5% |
| Prémio de risco | 9,13% | 4% |
| Unlevered beta | 0,558 | - |
| Beta | - | 1,3 |
| Custo dos capitais próprios | 9,07% | 9,7% |
| Custo da dívida (bruto) | 7,5% | 7% |
| Custo da dívida (líquido) | 5,3% e 5,1% | 5% |
| Taxa de imposto | 29% e 32% | 29% |
| Estrutura de capital | | |
| Capital próprio | N.a. | 80% |
| Dívida | N.a. | 20% |
| WACC | N.a. | 8,8% |
| Tx crec. longo-prazo (G) | 1% | 1% |

N.a - Não aplicável

Fonte: CaixaBI; Dissertação

Adicionalmente, e considerando um investidor que pretenda investir num activo sem risco, actualmente, este iria adquirir obrigações do Estado Alemão e não um portfólio composto por obrigações de diversos países europeus, dado que este portfólio inclui obrigações de Estados como a Grécia, a Irlanda e Portugal, e como tal, não se pode dizer que seja um portfólio sem risco.

Esta variável tem um impacto significativo na avaliação da Cofina, sendo que, de acordo com a análise de sensibilidade apresentada pela CaixaBI, uma variação de ± 5 p.p. na taxa de juro sem risco faria com que o *price target* se cifrasse em 0,77 euros ou 0,93 euros, respectivamente.

- Prémio de risco: No seu relatório de *investment research*, a CaixaBI considerou um prémio de risco de 4% (face a 9,13% da Dissertação), correspondendo também à média de longo-prazo do prémio de risco na Europa. Face ao contexto económico-financeiro do país e sabendo que a Cofina é classificada como uma *small cap* de *high risk*, este prémio de risco não parece ter aderência à realidade actual da Cofina.

A crise da dívida soberana portuguesa e o recurso ao Fundo Europeu de Estabilização Financeira acresceu a incerteza quanto aos investimentos em Portugal, pelo que, actualmente, um investidor para investir em Portugal e, em particular, na Cofina, exige um prémio de risco superior à média europeia.

Mesmo não considerando um *country risk premium* adicional (neste caso de 4,13%), tipicamente, estima-se que em países com mercados de capitais maduros (e.g. Estados Unidos da América e Alemanha), o prémio de risco se situe entre 4,5% e 5,5% (Koller, Goedhart e Wessels, 2005). Neste contexto, é expectável que o prémio de risco exigido pelos investidores seja superior a 4%.

“Due to the tumultuous shifts in sovereign risk assessments this year”⁹³, em Julho de 2011, Damodaran reviu as suas estimativas do prémio de risco para um conjunto de países, entre eles Portugal (de 6,28% em Janeiro de 2011 para 9,13% em Julho de 2011, associado a um *rating* de A1 e de Ba2 pela agência de *rating* Moody’s, respectivamente), estando em linha com os valores considerados na Dissertação.

- **Beta:** De acordo com os dados disponíveis na Bloomberg, a correlação entre o retorno da Cofina e do Índice PSI Geral, considerando um período de 4 anos, é de 1,3, sendo este o *levered* beta utilizado pela CaixaBI. Contudo, dado o reduzido volume de transacção da Cofina, e tal como apresentado no capítulo “8.8 *The Unlevered Cost of Equity*”, o coeficiente de correlação entre o retorno da Cofina e do PSI Geral é reduzido. Em situações desta natureza, segundo a revisão bibliográfica realizada, dever-se-á dar primazia à utilização do beta da indústria, tendo sido esta a abordagem adoptada na Dissertação.
- **Custo da dívida:** Na estimativa do custo médio da dívida, a CaixaBI somou um *spread* (de acordo com *interest coverage ratio* da Cofina) à taxa de juro sem risco. Segundo os cálculos dos analistas do banco de investimento, em 2011E, a Cofina deverá apresentar um *interest coverage ratio* de 3,6x. Para este rácio de alavancagem, a CaixaBI constatou que Damodaran sugere um *spread* de 3%, o que corresponderia a um custo médio da dívida de 7,5%. Contudo, de acordo com a percepção da CaixaBI, o custo médio da dívida da Cofina seria inferior, pelo que considerou o valor de 7%.

Na Dissertação, considerou-se como custo médio da dívida o *input* disponibilizado pela Cofina, de 7,5%.

- **Taxa de imposto:** Ao longo do período explícito e em perpetuidade, a CaixaBI utilizou uma taxa de imposto constante de 29%, tendo em conta a legislação em vigor à data de 13 de Maio de 2011. A única diferença face aos pressupostos assumidos na Dissertação ocorre nos anos 2012 e 2013, em que, de acordo com as medidas anunciadas no passado mês de Agosto pelo Ministro das Finanças, se considerou uma taxa de IRC de 32%, estabilizando nos 29% posteriormente.
- **Estrutura de capital:** A CaixaBI considerou uma estrutura de financiamento semelhante à dos *peers*, de 80% de capitais próprios e de 20% de dívida, constante ao longo de todo o período de avaliação. Contudo, sabe-se que, actualmente, o rácio de alavancagem financeira da Cofina é superior ao dos *peers*, prevendo-se uma redução da dívida ao longo dos próximos anos, e só depois de finalizado o preço de desalavancagem a estrutura de financiamento do Grupo estará próxima da dos *peers*. Assim, actualmente, esta estrutura de financiamento está longe da realidade do Grupo.

Neste contexto, certamente a estrutura de financiamento será diferente de ano para ano, pelo que o cálculo dos benefícios fiscais associados aos juros poderá não ter adesão à realidade actual e futura da Cofina.

- **Taxa de crescimento no longo-prazo:** No seu relatório de Outubro de 2010, a CaixaBI considerou uma taxa de crescimento no longo-prazo de 1,5%, tendo alterado a sua estimativa para 1% no *investment research* mais recente (de Maio de 2011), estando em linha com o pressuposto assumido na Dissertação. Segundo a CaixaBI, a justificação para esta redução está relacionada com a incerteza subjacente à sustentabilidade do modelo de negócio da imprensa tradicional, que tem vindo a perder quota de mercado face à imprensa digital, sendo que o banco de investimento assumiu que, no longo-prazo, este mercado iria crescer abaixo da inflação. Este

⁹³ Fonte: Damodaran, A., 2011, *Country Default Spreads and Risk Premiums*, on-line, Julho de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 11 de Agosto de 2011.

argumento é coincidente com o racional apresentado na Dissertação, tendo-se considerado que o crescimento do sector de *media on-line* poderá ser conseguido à custa da deterioração da imprensa tradicional.

v) **Non-equity claims**

No cálculo do valor das *non-equity claims*, as principais diferenças entre o relatório da CaixaBI e a Dissertação estão relacionados com o valor da dívida financeira líquida e a participação na Zon.

No que diz respeito ao valor da dívida financeira líquida, a diferença é de cerca de 28,8 milhões de euros (129 milhões de euros no relatório da CaixaBI e 100,2 milhões de euros na Dissertação). Esta discrepância deriva do facto de a Cofina ter liquidado um programa de papel comercial, no valor de 25 milhões de euros, no decorrer do 2º trimestre de 2011, posteriormente à publicação do relatório de *investment research* da CaixaBI. A outra parcela está associada ao valor da locação financeira (cerca de 3,8 milhões de euros), pois a CaixaBI não reflecte esta rubrica na dívida financeira do Grupo.

Relativamente à participação na Zon, a CaixaBI avaliou esta participação ao valor de mercado à data de publicação do relatório, enquanto na Dissertação foi considerado o *cash-in* proveniente da alienação das acções da Zon. Esta é a disparidade mais visível na avaliação da Cofina pelo facto de as avaliações considerarem dados com 3 meses de diferença, negando o mito que “*a well-researched and well-done valuation is timeless*”⁹⁴ (Damodaran, 2002) e confirmando que novos *inputs* conduzem à actualização de pressupostos e, consequentemente, a valores de avaliação distintos.

11.3 COMPARAÇÃO DE RESULTADOS

Comparando os resultados da avaliação da CaixaBI e da Dissertação constata-se que a diferença de 0,08 euros (cerca de 9%) no *price target* da Cofina deriva, essencialmente, das expectativas quanto à evolução dos resultados operacionais. As perspectivas da CaixaBI, implícitas no relatório de Maio de 2011, são mais optimistas. Possivelmente, após uma análise dos resultados da Cofina do 1º semestre de 2011 e da constatação que a performance do mercado publicitário se agravou no 2º trimestre de 2011, a CaixaBI irá rever as suas projecções (Tabela 23).

⁹⁴ Fonte: Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons.

Outra das discrepâncias críticas está relacionada com a estrutura de financiamento implícita em cada avaliação e, conseqüentemente, com a taxa de desconto dos *cash flows*. Esta divergência é visível, desde logo, pelo método de avaliação utilizado.

Por último, realça-se que o *price target* de 0,85 euros reportado pela CaixaBI ainda considera a participação na Zon Multimédia (valorizada em 34,5 milhões de euros à data de 13 de Maio de 2011), enquanto no valor intrínseco de 0,77 euros apresentado na Dissertação foi tido em conta o *cash flow* gerado pela alienação da participação na Zon (12 milhões de euros).

Tabela 23: Resultados da avaliação (valores em milhões de euros)

| | Enterprise value | | Metodologia | |
|---|------------------|--------------|-------------|---------|
| | Dissertação | CaixaBI | Dissertação | CaixaBI |
| Segmento de jornais | 149,8 | 182,8 | APV | DCF |
| Segmento de revistas | 1,7 | 6,2 | APV | DCF |
| Benefícios fiscais | 19,8 | - | APV | N.a. |
| Custos de falência | (6,8) | - | APV | N.a. |
| Enterprise value | 164,4 | 189,0 | | |
| Dívida financeira líquida | (100,2) | (129,0) | | |
| Cash in da alienação da participação na Zon | 12,0 | - | @MV | - |
| Participação na Zon Multimédia | - | 34,5 | - | @MV |
| Interesses minoritários | (0,6) | (0,9) | @BV | - |
| Investimentos em empresas associadas | 3,3 | 3,4 | @BV | @BV |
| Valor do capital próprio | 78,9 | 97,0 | | |
| Número de acções | 102,6 | 102,6 | | |
| Preço por acção | 0,77 | 0,95 | | |
| Small cap discount | - | 10% | | |
| Fair value | 0,77 | 0,85 | | |
| Preço actual (26/08/2011) | 0,28 | 0,28 | | |
| Potencial de valorização | 174,7% | 204,0% | | |

N.a. - Não aplicável

Fonte: CaixaBI; Dissertação

12. INVESTMENT CASE

Desde o início do ano 2011, as acções da Cofina desvalorizaram mais de 50%, considerando-se que a cotação bolsista do Grupo tem sido penalizada, por via do contexto económico e financeiro do país. A Cofina apresenta um potencial de valorização de 174,7% (*price target* de 0,77 euros), sendo uma oportunidade de investimento.

Esta recomendação de compra tem por base a **sólida performance operacional da Cofina**, o que se traduz numa margem EBITDA (17% em 2010 e 16,3⁹⁵% em 2011E) acima da média de *peers* (16,9% em 2010 e 15,1% em 2011E) e dos restantes *players* nacionais (Impresa: 10,9% em 2010; Controlinveste: 4,3% em 2009; Impala: 4,2% em 2009)⁹⁶. Destaca-se ainda a implementação de um **programa de redução de custos**, dispondo de uma base de custos flexível que poderá alavancar o seu crescimento, e o **posicionamento das suas publicações no mercado**, que têm permitindo aumentar as receitas de circulação e atenuar a quebra do mercado publicitário.

A Cofina, um dos principais grupos de *media* em Portugal, dispõe de um **portfólio de publicações equilibrado e diversificado** (5 jornais e 10 revistas, em 9 segmentos de mercado) e de uma **base de leitores sólida**, estando presente nos segmentos de mercado mais relevantes. Realça-se a performance do título *core* do Grupo e **líder de mercado, o jornal Correio da Manhã**, publicação que tem vindo a reforçar a sua liderança e a alavancar o ganho de quota de mercado da Cofina.

O **segmento de jornais tem sido o impulsor do crescimento do Grupo**, sendo expectável que a sua preponderância se accentue, contribuindo para o acréscimo da margem EBITDA da Cofina (14,6% no 1º semestre de 2011 para 16,6% em 2020). O contexto económico-financeiro também se tem afirmado como uma oportunidade para a Cofina, pois esta tem vindo a tirar partido do encerramento de várias publicações, captando os seus leitores e publicidade.

⁹⁵ Fonte: Bloomberg database.

⁹⁶ Fontes: Impresa, 2010, Relatório & Contas; Bureau Van Dijk, Amadeus database.

Nota: A margem EBITDA da Impresa refere-se apenas ao segmento "Publishing", enquanto a margem EBITDA da Controlinveste e da Impala engloba todos os segmentos de negócio.

Por sua vez, o segmento de revistas é bastante competitivo, dado que a ausência de barreiras à entrada permite que existam muitas publicações semelhantes no mercado. As revistas apresentam menor rentabilidade, mas ainda assim permitem que a **Cofina se posicione como “all round player”** na imprensa nacional, facto importante para a captação de publicidade.

No curto-prazo, **o principal desafio da Cofina é a evolução do mercado de publicidade**, dado que este apresenta uma elevada correlação com o PIB e tende a ampliar as variações dos ciclos económicos. A recuperação económico-financeira e do próprio mercado publicitário poderá demorar mais tempo do que o previsto.

Do ponto de vista financeiro, a participação na Zon diluía os resultados operacionais da Cofina, originando maior volatilidade nos resultados financeiros do Grupo e criando uma exposição adicional para os investidores. Neste contexto, desde Abril até ao final de Julho de 2011, **a Cofina alienou a totalidade da participação na Zon**, considerando que, com o adiamento do lançamento do 5º canal, já não se tratava de um investimento estratégico. Esta transacção mitiga a incerteza relativamente aos resultados do Grupo e disponibiliza *cash flows* para a concretização de investimentos mais rentáveis e/ou para o reequilíbrio da estrutura financeira do Grupo.

Contrariamente, a **necessidade de refinanciamento da dívida** (maioritariamente papel comercial de curto-prazo) também tem vindo a criar pressão sobre a Cofina, sobretudo, num período de reduzida liquidez dos mercados. Neste contexto, o Grupo tem como desafio implementar um **programa de redução de dívida financeira**, reajustando os seus rácios de alavancagem, um aspecto importante perante as instituições de crédito.

Numa perspectiva de longo-prazo, **a maior preocupação está relacionada com a sustentabilidade do modelo de negócio da Cofina**, que está centrado maioritariamente na imprensa tradicional escrita. Tal como referido aquando da análise da indústria, o sector da imprensa tem estado sob pressão devido à alteração dos padrões de consumo (e.g. redução da circulação e menor fidelização de leitores), ao desvio da publicidade da imprensa para a televisão e/ou *internet* (e.g. classificados *on-line*) e à crescente transição de conteúdos para a *internet* (com acesso gratuito e mais rápido). A capacidade e efectividade da cobrança de conteúdos *on-line* são ainda uma incógnita.

Neste contexto, **a Cofina deverá procurar novas oportunidades de negócio** e estruturar um plano de crescimento ambicioso mas selectivo, que permita, por um lado, diversificar o seu modelo de negócio para além da imprensa nacional e, por outro lado, consolidar a sua posição no mercado e obter maior visibilidade. Este desafio não é novo para a Cofina, podendo tirar partido do facto da equipa de *management* ter um *track record* reconhecido, por via de um historial de reestruturações bem sucedidas e integração com êxito de activos adquiridos.

Uma das alternativas possíveis é a **diversificação geográfica**, nomeadamente para países africanos e para o Brasil, onde a Cofina já tem uma participação no jornal Destak, que tem vindo a afirmar-se e a criar valor para o Grupo. Por outro lado, o **crecimento por via de fusões e aquisições** é também uma alternativa, que poderá ganhar força com a possibilidade de privatização da RTP.

Em suma, a performance operacional da Cofina deverá continuar a permitir criar valor para os accionistas, sendo uma oportunidade de investimento a considerar. Para além da recuperação do mercado publicitário, não se identificam outros eventos de curto-prazo que possam despoletar o crescimento significativo do Grupo. O desafio da Cofina será procurar oportunidades de crescimento que lhe permitam diversificar o seu modelo de negócio e gerar valor para os accionistas.

13. CONCLUSÃO

A avaliação de empresas não é uma ciência exacta, dependendo em grande parte dos pressupostos definidos. Num cenário de instabilidade económico-financeira e de volatilidade dos mercados a incerteza é acrescida. Para atenuar este constrangimento, a presente Dissertação procura reunir as melhores práticas de avaliação de empresas, conjugando um conhecimento teórico sólido com as diferentes perspectivas de mercado.

A revisão bibliográfica, embora revele que nem sempre existe consenso entre académicos, focou-se na análise dos principais métodos de avaliação e na sua aplicabilidade. Neste contexto, e apesar do método de *discounted cash flows* através do WACC se apresentar como o método escolhido pelos analistas de *equity research* que acompanham a Cofina (e.g. CaixaBI, BCP, BPI e Banif), optou-se por aplicar o *Adjusted Present Value* (APV). O APV revelou-se o método: i) mais consistente e adequado para avaliar empresas cuja estrutura de financiamento deverá sofrer alterações significativas, pois cada tipo de *cash flow*/ dívida/ *side effects* é descontado à taxa de desconto que traduz o *time value* e o risco que lhe está associado; ii) mais rigoroso e transparente do ponto de vista conceptual, permitindo aferir se a criação de valor deriva da actividade operacional (*real cash flows*) ou da estrutura de capitais seleccionada para os financiar (*side effects*).

A Cofina foi avaliada através do método *Sum of the Parts* (SOTP), tendo-se apurado o valor do segmento de jornais e revistas individualmente, assim como o valor dos benefícios fiscais e dos custos de falência associados à estrutura de financiamento seleccionada. O valor intrínseco da Cofina tem em conta também o *cash-in* da alienação da participação na Zon, as participações em empresas associadas, os interesses minoritários e o nível de dívida financeira líquida.

O *price target* da Cofina, com referência a 30 de Junho de 2011, era de 0,77 euros, o que representa um potencial de valorização de 174,7% face à cotação de fecho de dia 26 de Agosto de 2011. A recomendação de compra baseia-se na sólida performance operacional do Grupo (91,1% do *enterprise value*), tendo conseguido capitalizar o seu portfólio de publicações (e.g. publicações líder de mercado) para fazer face à deterioração do mercado publicitário e ao contexto económico-financeiro desfavorável. Por sua vez, a estrutura de financiamento do Grupo gera 7,8% do seu *enterprise value* (valor líquido dos benefícios fiscais da dívida e dos custos de falência).

A alienação da participação na Zon, para além de ter gerado um *cash-in flow*, que permitiu reduzir a dívida financeira do Grupo no primeiro semestre de 2011, deverá minimizar a volatilidade dos resultados financeiros do Grupo e eliminar a exposição adicional dos investidores.

A análise de sensibilidade realizada aos principais pressupostos de avaliação, o facto das acções da Cofina (PER₂₀₁₀ de 13,5x) estarem a ser transaccionadas a múltiplos inferiores à média dos *peers* (PER₂₀₁₀ de 15,2x) e a CaixaBI - Banco de Investimento estimar um *price target* de 0,85 euros, corroboram a evidência que a cotação bolsista do Grupo se encontra abaixo do seu valor intrínseco, apresentando-se como uma oportunidade de investimento interessante para os investidores.

Em suma, pelo grau de subjectividade associado aos pressupostos definidos, a avaliação de empresas não se coaduna com confirmações absolutas e irrefutáveis de resultados. Porém, a coerência dos resultados obtidos entre as diversas fontes (Dissertação, CaixaBI e Bloomberg) e o rigor conceptual e técnico imposto no processo de avaliação da Cofina permitiu aferir o seu *price target*, mas também identificar oportunidades e ameaças que se colocam ao seu crescimento.

A sustentabilidade do actual modelo de negócios e a identificação de oportunidades de crescimento sólidas e rentáveis para o Grupo e para os seus accionistas (e.g. diversificação de áreas de negócios e/ou de mercados geográficos) são os desafios de longo-prazo da Cofina. Importa pois implementar as melhores práticas do sector nesta matéria e capitalizar as eventuais oportunidades de negócio associadas ao actual contexto económico-financeiro, assim como estar preparado para aproveitar a recuperação do mercado publicitário.

BIBLIOGRAFIA

- Alexander, G. J. and Chervany, N. L., 1980, *On the Estimation and Stability of Beta*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, v.15, no.1, 123-137
- Alford, A. W., 1992, *The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method*, Journal of Accounting Research, v.30, no.1, Spring 1992, 94-108
- Amihud, Y., Christensen, B. J. and Mendelson, H., 1992, *Further Evidence on the Risk-Return Relationship*, Research Paper no.1248, Graduate School of Business, Stanford University
- Andrade, G. and Kaplan, S. N., 1997, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, Preliminary, School of Business, University of Chicago and NBER
- Baker, M. and Wurgler, J., 2004, *A Catering Theory of Dividends*, The Journal of Finance, v.59, no.3, 1125-1165
- Black, F., 1972, *Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing*, The Journal of Business, v.45, no.3, 444-455
- Black, F., Jensen, M. C. and Scholes, M., 1972, *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, Studies in the Theory of Capital Markets, Michael C. Jensen, ed. Praeger Publishers Inc.
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. and Michaely, R., 2005, *Payout policy in the 21st century*, Journal of Financial Economics, v.77, 483-527
- Damodaran, A., 2002, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons
- Damodaran, A., 2004, *Applied Corporate Finance*, Second Edition, New York: John Wiley & Sons
- Damodaran, A., 2006, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business
- Damodaran, A., 2008, *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*, Stern School of Business
- Damodaran, A., 2010, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implication - The 2010 Edition*, Stern School of Business
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Skinner, D. J., 2004, *Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings*, Journal of Financial Economics, v.72, 425-456
- Durand, D., 1957, *Growth Stocks and the Petersburg Paradox*, The Journal of Finance, v.12, no.3 (Sep., 1957), 348-363
- Estridge, J. and Lougee, B., 2007, *Measuring Free Cash Flow for Equity Valuation: Pitfalls and Possible Solutions*, Journal of Applied Corporate Finance, v.19, no.2, 60-71
- Fama, E.F. and French, K.R., 1992, *The Cross-Section of Expected Stock Returns*, The Journal of Finance, v.47, no.2, 427-465
- Fama, E.F. and French, K.R., 2001, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, Journal of Financial Economics, v.60, 3-43
- Fama, E. F. and French, K. R., 2011, *The Equity Premium*, The Center for Research in Security Prices, working paper no.522
- Fernández, P., 2002, *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?*, IESE Business School, University of Navarra, research paper no.450
- Fernández, P., 2004, *Equivalence of ten different discounted cash flow valuation methods*, IESE Business School, University of Navarra, working paper no.549
- Fernández, P., 2004, *The value of tax shields is NOT equal to the present value of tax shields*, Journal of Financial Economics, v.73, no.1, 145-165
- Fernández, P., 2007, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, IESE Business School, University of Navarra, working paper no.449

- Fernández, P., 2009, *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 9 Theories*, IESE Business School, University of Navarra
- Foerster, S.R. and Sapp, S.G., 2005, *The Dividend Discount Model in the Long-Run: A Clinical Study*, working paper, University of Western Ontario
- Fuller, R. J. and Hsia, C., 1984, *A Simplified Common Stock Valuation Model*, Financial Analysts Journal, Sep.-Oct 1984, 49-56
- Goedhart, M., Koller, T. and Wessels, D., 2005, *The right role for multiples in valuation*, McKinsey on Finance, Perspectives on Corporate Finance and Strategy, no.15
- Gordon, M.J., 1962, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, The Irwin Series in Economics
- Graham, J. R. and Harvey, C. R., 2009, *The Equity Risk Premium amid a Global Financial Crisis*, Duke University-Fuqua School of Business and National Bureau of Economic Research
- Ibbotson, R. G. and Chen, P., 2003, *Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy*, Financial Analysts Journal, v.59, no.1, 88-98
- Ibbotson, R. G. and Sinquefeld, R. A., 1977, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: The Past (1925-1976) and the Future (1977-2000)*, Financial Analysis Research Foundation, Charlottesville, VA
- James, M. and Koller, T. M., 2000, *Valuation in the emerging markets*, The McKinsey Quarterly, no.4, 78-85
- Kaplan, S. N. and Ruback, R. S., 1995, *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, The Journal of Finance, v.50, no.4, 1059-1093
- Kim, M. and Ritter, J. R., 1999, *Valuing IPOs*, Journal of Financial Economics, v.53, 409-437
- Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D., 2005, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition, New Jersey: John Wiley & Sons
- Korteweg, A., 2007, *The Costs of Financial Distress Across Industries*, available for download from the Social Science Research Network (SSRN) at papers.SSRN.com
- Kothari, S.P. and Shanken, J., 1995, *In Defense of Beta*, Journal of Applied Corporate Finance, v.8, no.1, 53-58
- Lie, E. and Lie, H. J., 2002, *Multiples Used to Estimate Corporate Value*, Financial Analysts Journal, v.58, 44-54
- Lintner, J., 1956, *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, The American Economic Review, v.46, no.2, 97-113
- Lintner, J., 1965, *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, The Review of Economics and Statistics, v.47, no.1, 13-37
- Liu, J., Nissim, D. and Thomas, J., 2002, *Equity Valuation Using Multiples*, Journal of Accounting Research, v.40, no.1, 135-172
- Liu, J., Nissim, D. and Thomas, J., 2002, *International equity valuation using multiples*, Anderson Graduate School of Management, working paper 02-05
- Luehrman, T. A., 1997, *What's it Worth? A General Manager's Guide to Valuation*, Harvard Business Review, May-June 1997, 132-142
- Luehrman, T. A., 1997, *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, Harvard Business Review, May-June 1997, 145-154
- Merton, R. C., 1980, *On estimating the expected return on the market. An exploratory investigation*, Journal of Financial Economics, v.8, 323-361
- Miles, J.A. and Ezzell, J.R., 1980, *The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life: A Clarification*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, v.15, no.3, 719-730
- Modigliani, F. and Miller, M., 1958, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, v.48, no.3, 261-297

- Miller, M.H. and Modigliani, F., 1961, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, v.34, no.4, 411-433
- Modigliani, F. and Miller, M. H., 1963, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, v.53, no.3, 433-443
- Mossin, J., 1966, *Equilibrium in a Capital Asset Market*, Econometrica, v.34, no.4, 768-783
- Myers, S. C., 1974, *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions-Implications for Capital Budgeting*, The Journal of Finance, v.29, no.1, 1-25
- Oded, J. and Michel, A., 2007, *Reconciling DCF Valuation Methodologies*, Journal of Applied Finance, Fall/Winter 2007, 21-32
- Ohlson, J. A., 1995, *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*, Contemporary Accounting Research, v.11, 661-687
- Ootjers, S., 2007, *Adjusted Present Value - A study on the properties, functioning and applicability of the adjusted present value company valuation model*, KPMG and University of Twente
- Rosenberg, B. and Rudd, A., 1982, *The Corporate Uses of Beta*, Chase Financial Quarterly, v.1, no.4
- Ross, S. A., 1976, *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, Journal of Economic Theory, v.13, 341-360
- Ruback, R.S., 1995, *A Note on Capital Cash Flow Valuation*, Harvard Business School, Case no.9-295-069
- Ruback, R.S., 2000, *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*, working paper, Harvard Business School
- Sharpe, W.F., 1964, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, The Journal of Finance, v.19, no.3, 425-442
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1992, *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, The Journal of Finance, v.47, no.4, 1343-1366
- Standard & Poor's, 2011, *2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions*, RatingsDirect on the Global Credit Portal
- Stulz, R. M., 1999, *Globalization of equity markets and the cost of capital*, Prepared for the SBF/NYSE Conference on Global Equity Markets, Pre-publication, working paper
- Tham, J. and Vélez-Pareja, I., 2001, *The correct discount rate for the tax shield: the N-period case*, Available for download from the Social Science Research Network (SSRN) at papers.SSRN.com
- Warner, J.B., 1977, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, The Journal of Finance, v.32, 337-347
- Williams, J.B., 1938, *The Theory of Investment Value*, Fraser Publishing Library
- Williamson, O.E., 1988, *Corporate Finance and Corporate Governance*, The Journal of Finance, v.43, no.3, 567-591
- Young, M., Sullivan, P., Nokhasteh, A. and Holt, W., 1999, *All Roads Lead to Rome: An Integrated Approach to Valuation Models*, Goldman Sachs Investment Research, September 1999

Equity Research

- Banif (11 de Março de 2010), "Ready for sector challenges?", Media Sector, Valuation Update
- Banif (25 de Agosto de 2010), "2010 Q2: Previous trends expected to remain in place", Cofina, Earnings Preview
- BCP (26 de Abril de 2010), "Cofina: EBITDA margins expected to keep positive trend", Valuation Update
- BCP (10 de Setembro de 2010), "Model portfolio: Valuations in a downward trend.....", Equities
- BCP (23 de Setembro de 2010), "Media Update: 3 dukes facing haz(z)ard"
- BCP (2 de Novembro de 2010), "Media Sector: SIC's insufficient recovery", Audience Share Oct10
- BCP (4 de Novembro de 2010), "Cofina: Circulation offset advertising negative trend", 3Q10 Earnings Comment

- BCP (6 de Abril 2011), “Cofina: Reducing stake in Zon Multimédia”
- BCP (12 de Maio de 2011), “Cofina: Positive numbers in a (very) difficult scenario”, 1Q11 Earnings Comment
- BCP (29 de Julho de 2011), “Weekly”, Equity Research Iberia
- BCP (2 de Agosto de 2011), “Cofina: No longer holds any shares in Zon Multimédia”
- BPI (Janeiro de 2010)), “Cofina: Waiting for a better Ad market!”Equity Research
- BPI (Setembro de 2010), “Cofina: Operational Performance Not Enough!”, Equity Research
- BPI (Janeiro de 2011), “Cofina: Tough Macro!”, Equity Research
- CaixaBI (19 de Outubro de 2010), “It is all about operational performance”, Company Report
- CaixaBI (5 de Novembro de 2010), “3Q’2010 Results”, Post results note
- CaixaBI (11 de Março de 2011), “2010 Results”, Post results note
- CaixaBI (13 de Maio de 2011), “1Q’2011 Results – Advertisement going down”, Post results note

Cofina (www.cofina.pt)

- Apresentação Institucional, Outubro de 2010
- Comunicados da Cofina à CMVM e ao mercado (13 de Abril de 2007 e 5 de Abril de 2011)
- Relatórios & Contas – Informação Consolidada (2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 1º Semestre de 2011)

Indústria

- Aguiar, N., 2011, *Aumento de IRC e do IRS vai durar dois anos*, Jornal de Notícias (*on-line*), 1 de Setembro. Disponível em: http://www.jn.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1970676. Acedido em 3 de Setembro de 2011
- Ameco databases. Disponível em http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm
- Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação, www.apct.pt
- APCT, Regulamento APCT, *Terminologia*
- Barroso, R., 2011, *BCE vai descer juros para 1% já em Outubro*, Diário Económico (*on-line*), 23 de Setembro. Disponível em: http://economico.sapo.pt/noticias/mercados-bce-vai-descer-juros-para-1-ja-em-outubro_127396.html. Acedido em 23 de Setembro de 2011
- Bloomberg databases
- Bloomberg, *German Government Bonds*, (*on-line*). Disponível em: <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany/>. Acedido em 26 de Agosto de 2011
- Bureau Van Dijk, Amadeus database
- Comissão Europeia, FMI e BCE, 2011, *Portugal: Memorandum Of Understanding On Specific Economic Policy Conditionality*, 3 May 2011
- Copenhagen Economics, 2007, *Study on reduced VAT applied to goods and services in the Member States of the European Union*, June 2007
- Cruz, V., 2011, *Empresas vão pagar taxa adicional de 3%*, Agência Financeira (*on-line*), 31 de Agosto. Disponível em: <http://www.agenciafinanceira.iol.pt/impostos/empresas-irc-taxa-impostos-vitor-gaspar-governo/1276975-5240.html>. Acedido em 3 de Setembro de 2011
- Damodaran, A., 2011, *Country Default Spreads and Risk Premiums*, *on-line*, Julho de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 11 de Agosto de 2011
- Damodaran, A., 2011, *Individual Company Information*, *on-line*, Janeiro de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 24 de Agosto de 2011

- Damodaran, A., 2011, *Levered and Unlevered Betas by Industry, on-line*, Janeiro de 2011. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acedido em 17 de Junho de 2011
- Impresa, 2010, Relatório & Contas
- International Monetary Fund, 2011, *Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility*, IMF Country Report No. 11/127, June 2011
- Jornal Público, 2006, *Revista “Sábado” passa a sair à quinta-feira para impulsionar vendas*, Jornal Público (*on-line*), 5 de Janeiro. Disponível em http://www.publico.pt/Media/revista-sabado-passa-a-sair-a-quintafeira-para-impulsionar-vendas_1243826. Acedido em 22 de Abril de 2011
- Jornal Público, 2011, *BCE sobe taxas de juro de referência para 1,5 por cento*, Jornal Público (*on-line*), 7 de Julho. Disponível em: http://economia.publico.pt/Noticia/bce-sobe-taxas-de-juro-de-referencia-para-15-por-cento_1501839. Acedido em 19 de Agosto de 2011
- Machado, A., 2011, *Novo canal no cabo junta Ongoing, Cofina e Zon*, Jornal Público (*on-line*), 9 de Junho. Disponível em: http://www.publico.pt/Media/novo-canal-no-cabo-junta-ongoing-cofina-e-zon_1498186. Acedido em 19 de Agosto de 2011
- Marketeer, 2011, *Ongoing, Cofina e Zon juntas em projecto de TV*, Marketeer (*on-line*), 9 de Junho. Disponível em: <http://www.marketeer.pt/2011/06/09/ongoing-cofina-e-zon-juntas-em-projecto-de-tv/>. Acedido em 19 de Agosto de 2011
- Marktest, 2010, *Anuário de Media & Publicidade 2010*, Investimentos Publicitários
- Marktest, 2011, *Bareme Imprensa: 1º Relatório de 2011*
- Ministério das Finanças, 2011, *Documento de Estratégia Orçamental 2011-2015*. Disponível em: <http://www.min-financas.pt/>
- OECD, 2010, *News in the Internet Age: New Trends in News Publishing*, OECD Publishing
- OneSource Business Browsers, 2011, *Global Business Browser: Cofina, on-line*. Disponível em: <http://globalbb.onesource.com/web/Reports/ReportMain.aspx?KeyID=43298293&Process=CP&FtrID=UNIFIEDSUMMARY>. Acedido em 24 de Agosto de 2011
- PricewaterhouseCoopers, 2009, *Moving into multiple business models*
- PricewaterhouseCoopers, 2011, *Global Entertainment and Media Outlook: 2011-2015*, 12th annual edition
- Reuters, <http://www.reuters.com/>
- Santos, R., 2004, *Cisão da Cofina cria Altri para a indústria*, Diário de Notícias (*on-line*), 16 de Dezembro. Disponível em: http://www.dn.pt/inicio/interior.aspx?content_id=592985. Acedido em 14 de Abril de 2011
- The Economist Intelligence Unit, *Country Report: Portugal*, August 2011
- Thomson One Banker, <http://banker.thomsonib.com/>
- World Association of Newspapers and News Publishers, 2010, *World Press Trends*
- ZenithOptimedia, 2010, *Western Europe Market & Media Fact 2010*

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1: <i>Inputs</i> para aplicação do método DCF – <i>Firm Valuation</i> | 11 |
| Figura 2: APV – <i>The Fundamental Idea</i> | 16 |
| Figura 3: Tipologia de múltiplos | 20 |
| Figura 4: Abordagem e fases metodológicas | 24 |
| Figura 5: Organigrama de participações do Grupo Cofina | 26 |
| Figura 6: Principais fases e intervenientes na cadeia de valor da imprensa tradicional | 36 |
| Figura 7: Análise SWOT | 43 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|--|----|
| Gráfico 1: Análise comparativa da performance das acções da Cofina com os índices PSI 20 e PSI Geral..... | 27 |
| Gráfico 2: Estrutura accionista da Cofina | 28 |
| Gráfico 3: Representatividade de cada publicação no portfólio da Cofina em termos de circulação paga e de tiragem | 30 |
| Gráfico 6: Evolução da circulação paga (n.º de jornais) dos jornais generalistas diários e da quota de mercado da Cofina..... | 33 |
| Gráfico 7: Evolução das receitas do segmento de revistas (valores em milhares de euros)..... | 34 |
| Gráfico 9: Evolução das receitas de publicidade na imprensa nacional (valores em milhões de euros)..... | 38 |
| Gráfico 10: Variação anual estimada das receitas de publicidade | 38 |
| Gráfico 11: Evolução das receitas de circulação da imprensa nacional (valores em milhões de euros) | 39 |
| Gráfico 12: Variação anual estimada das receitas de circulação..... | 40 |
| Gráfico 13: Evolução da quota de mercado (tiragem) dos jornais generalistas diários pagos e gratuitos em Portugal..... | 41 |
| Gráfico 14: Evolução do contributo das receitas de publicidade e de circulação para as receitas totais da imprensa em Portugal..... | 42 |
| Gráfico 15: Evolução da performance operacional da Cofina | 44 |
| Gráfico 16: Evolução da performance económico-financeira da Cofina | 45 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1: Breve caracterização das publicações da Cofina..... | 31 |
| Tabela 2: Modelo de avaliação da Cofina: <i>Sum of the Parts</i> (SOTP)..... | 46 |
| Tabela 3: Evolução da taxa de inflação..... | 48 |
| Tabela 4: Taxas de IVA no cenário base e no cenário conservador..... | 49 |
| Tabela 5: Taxas de crescimento anuais das receitas da Cofina - Cenário base | 52 |
| Tabela 6: Pressupostos para estimativa dos custos operacionais variáveis da Cofina | 54 |
| Tabela 7: Pressupostos para estimativa dos custos operacionais fixos da Cofina (valores em milhares de euros) | 54 |
| Tabela 8: Pressupostos para estimativa da rubrica “Outros activos correntes” | 57 |
| Tabela 9: Pressupostos para estimativa da rubrica “Outros passivos correntes” | 58 |
| Tabela 10: Estrutura da dívida financeira da Cofina (valores referentes ao 1º Semestre de 2011) | 61 |
| Tabela 11: Evolução da dívida financeira líquida e do pagamento de juros (valores em milhares de euros) | 61 |
| Tabela 12: <i>Inputs</i> e estimativa do <i>unlevered cost of equity</i> | 64 |
| Tabela 13: <i>Unlevered value</i> – Segmento de jornais (valores em milhares de euros) | 66 |

| | |
|---|-----|
| Tabela 14: <i>Unlevered value</i> – Segmento de revistas (valores em milhares de euros)..... | 67 |
| Tabela 15: Avaliação dos benefícios fiscais (valores em milhares de euros) | 67 |
| Tabela 16: Avaliação dos custos de falência (valores em milhares de euros)..... | 68 |
| Tabela 17: Avaliação da Cofina – <i>Sum of the Parts</i> (valores em milhares de euros)..... | 68 |
| Tabela 18: Múltiplos da Cofina e do <i>peer group</i> | 73 |
| Tabela 19: Comparação da projecção de receitas por segmento de negócio (valores em milhões de euros) | 75 |
| Tabela 20: Comparação da projecção de receitas e da margem EBITDA (valores em milhões de euros)..... | 75 |
| Tabela 21: Comparação da projecção do CAPEX e do investimento em fundo de maneo por segmento de negócio (valores em milhões de euros) | 76 |
| Tabela 22: <i>Inputs</i> para o cálculo da taxa de desconto | 77 |
| Tabela 23: Resultados da avaliação (valores em milhões de euros) | 80 |
| Tabela 24: Estimativas de crescimento da economia portuguesa (FMI)..... | 101 |
| Tabela 25: Evolução das rubricas de imobilizado da Cofina e respectivas amortizações (valores em milhares de euros) | 102 |
| Tabela 26: Evolução das rubricas de fundo de maneo da Cofina (valores em milhares de euros)..... | 102 |
| Tabela 27: Resultados operacionais do segmento de jornais (valores em milhares de euros) | 103 |
| Tabela 28: Resultados operacionais do segmento de revistas (valores em milhares de euros)..... | 103 |
| Tabela 29: Demonstração de Resultados previsionais da Cofina (valores em milhares de euros) | 104 |
| Tabela 30: Demonstração de Fluxos de Caixa previsionais da Cofina (valores em milhares de euros) | 104 |
| Tabela 31: Balanço previsionais da Cofina (valores em milhares de euros) | 105 |
| Tabela 32: Cenário conservador – Resultados operacionais do segmento de jornais (valores em milhares de euros) | 106 |
| Tabela 33: Cenário conservador – Resultados operacionais do segmento de revistas (valores em milhares de euros) | 106 |
| Tabela 34: Cenário conservador – <i>Unlevered value</i> – Segmento de jornais (valores em milhares de euros) | 107 |
| Tabela 35: Cenário conservador – <i>Unlevered value</i> – Segmento de revistas (valores em milhares de euros)... | 107 |
| Tabela 36: Cenário conservador – Avaliação dos benefícios fiscais (valores em milhares de euros)..... | 107 |
| Tabela 37: Cenário conservador – Avaliação dos custos de falência (valores em milhares de euros)..... | 108 |
| Tabela 38: Cenário conservador – Avaliação da Cofina – <i>Sum of the Parts</i> (valores em milhares de euros).... | 108 |
| Tabela 39: Múltiplos adicionais da Cofina e do <i>peer group</i> | 110 |

ANEXOS

| | |
|--|-----|
| Anexo 2: Evolução bolsista da Cofina..... | 90 |
| Anexo 3: Equipa de gestão da Cofina..... | 92 |
| Anexo 4: Evolução da política de dividendos..... | 92 |
| Anexo 5: Glossário | 93 |
| Anexo 6: Detalhe do portfólio de jornais e revistas da Cofina | 94 |
| Anexo 7: Estimativa de crescimento da economia portuguesa | 101 |
| Anexo 8: Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Cofina..... | 102 |
| Anexo 9: Resultados da avaliação da Cofina – cenário base | 103 |
| Anexo 10: Resultados da avaliação da Cofina – cenário conservador..... | 105 |
| Anexo 11: Breve descrição das empresas constituintes do <i>peer group</i> | 108 |
| Anexo 12: Múltiplos da Cofina e do <i>peer group</i> | 110 |

Anexo 1: Evolução histórica da Cofina⁹⁷

- 1995:** Formação da Cofina como uma *holding* diversificada, que iniciou a sua actividade com um capital social de 5 milhões de euros;
- 1998:** IPO da Cofina, passando a ser cotada na Bolsa de Valores de Lisboa e a integrar o índice PSI 20;
- 1999:** Aquisição da Investec (*holding* de media);
Aquisição do jornal desportivo Record;
- 2000:** Aquisição do Correio da Manhã (jornal generalista diário);
- 2002:** Aquisição da TV Guia (revista de TV/Jogos);
- 2003:** Lançamento da revista Flash;
- 2004:** Lançamento da revista Sábado, uma das principais apostas do Grupo;
- 2005:** *Spin-off* dos negócios da área industrial, tendo agregado as várias participações na Altri;
- 2006:** Aquisição do Destak (jornal diário gratuito);
Lançamento da revista TV Guia Novelas;
- 2007:** Reforço da posição da Cofina na Zon Multimédia, tendo em vista o concurso para o quinto canal em sinal aberto;
Lançamento do Destak São Paulo (jornal diário gratuito no Brasil);
Saída do índice PSI 20, passando a integrar o PSI Geral;
Aquisição de uma participação de 33,3% no semanário “Sol”, que alienaria em Janeiro de 2009;
- 2009:** Aquisição da edição portuguesa do Metro (jornal diário gratuito);
- 2009:** Lançamento do Destak Rio de Janeiro (Brasil);
- 2010:** Lançamento do Destak Brasília (Brasil);
- 2011:** Encerramento das revistas Máxima Interiores e PC Guia;
Alienação da totalidade da participação na Zon Multimédia;
Parceria com Ongoing e Zon para o lançamento de um canal por cabo.

Anexo 2: Evolução bolsista da Cofina

Um marco importante da evolução bolsista da Cofina foi a exclusão do PSI 20, em 2007. Esta decorreu de uma revisão extraordinária da composição do índice PSI 20, aquando da aplicação de novas regras, em Julho de 2007. De acordo com a legislação em vigor, as entradas e saídas do PSI 20 são determinadas, sobretudo, pela liquidez (medida pelo volume de transacção durante o período até à próxima revisão) e pela capitalização bolsista (ajustada pelo *free float* que terá de ser inferior a 15%) (Gráfico 19).

A saída da Cofina do PSI 20 deveu-se ao reduzido volume de transacção em comparação com a REN. As acções da REN começaram a ser transaccionadas em bolsa no dia 10 de Julho de 2007, aquando da primeira fase de privatização. Até ao anúncio da Euronext (17 de Agosto de 2007), a REN negociou, em média, cerca de 6 milhões de acções por dia, enquanto a Cofina transaccionou diariamente, em média, cerca de 320 mil acções.

Historicamente, a capitalização bolsista da Cofina foi reflectindo, entre outros factores, a aquisição/alienação de participações/áreas de negócio do Grupo, com destaque para os anos 2005 e 2006. Nos anos mais recentes, a cotação bolsista do Grupo foi marcada, essencialmente, pela evolução da performance operacional do seu *core*

⁹⁷ Fonte: Cofina (www.cofina.pt)

business, pela volatilidade dos resultados financeiros (por via da participação na ZON) e pela comunicação do montante de dividendos a distribuir.

Gráfico 19: Evolução do preço diário de fecho das acções da Cofina e respectivo volume de transacção



Fonte: Bloomberg (26/08/2011)

- (A) **21/01/2005**
- Confirmação do interesse em adquirir 100% do capital da Lusomundo Media
 - Anúncio da alienação de 90% da F. Ramada à sua participada Celulose do Caima (operação inserida no âmbito do *spin-off*)
- 24/02/2005**
- As acções sofreram um ajuste técnico, para que reflectissem o facto de já não transaccionarem com direito às acções da Altri
-
- (B) **20/12/2006**
- Alienação à Controlinveste da participação de 19,09% do capital da Global Notícias (anteriormente designada Lusomundo Media)
- 22/12/2006**
- Renominalização do capital social
-
- (C) **21/05/2007**
- Comunicação que a Cofina detinha uma participação de 2,23% na Zon
-
- (D) **06/12/2007**
- Aquisição de 33,3% da sociedade “O Sol é Essencial, S.A.” (detentora do semanário o Sol)
-
- (E) **06/06/2008**
- Comunicação sobre a distribuição de dividendos no valor de 0,035€ por acção
-
- (F) **28/08/2008**
- Comunicação dos resultados do 1º Semestre, tendo registado um EBITDA de 8 milhões de euros, mais 4% do que no mesmo período do ano anterior
-
- (G) **05/12/2008**
- A Cofihold alienou (fora de bolsa) a totalidade da participação na Cofina
-
- (H) **27/08/2009**
- Comunicação dos resultados do 1º Semestre de 2009, tendo apresentado um resultado líquido de 5,5 milhões de euros
-
- (I) **19/10/2010**
- Comunicação do aumento da participação do BCP no capital da Cofina (3,22% dos direitos de voto)
-
- (J) **22/07/2011**
- Comunicação sobre a alienação da totalidade da participação na Zon Multimédia

Anexo 3: Equipa de gestão da Cofina

- Paulo Jorge dos Santos Fernandes;
- João Manuel Matos Borges de Oliveira;
- Domingos José Vieira de Matos;
- Ana Rebelo Mendonça Fernandes;
- Pedro Miguel Matos Borges de Oliveira;
- Pedro Macedo Pinto de Mendonça.

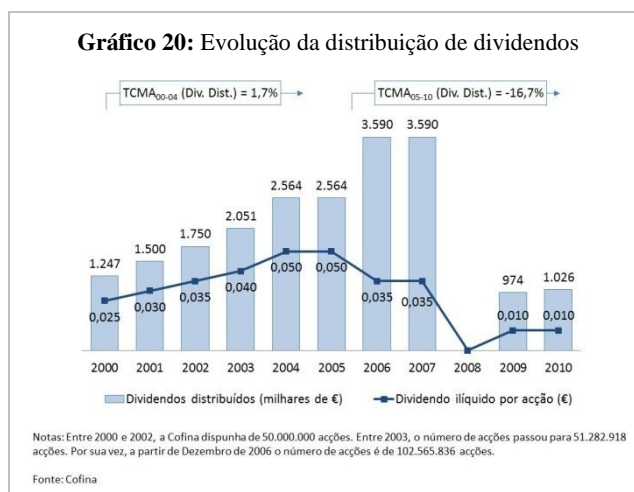
Anexo 4: Evolução da política de dividendos

A análise da política de dividendos da Cofina pode ser dividida em duas fases: i) entre 2000 e 2004, em que a Cofina se apresentava como uma *holding* diversificada em termos de negócios; ii) após 2005, ano a partir do qual se dedicou exclusivamente ao sector *media* (Gráfico 20).

Na primeira fase, o montante de dividendos distribuídos aumentou de 1.246.997 euros em 2000 para 2.564.146 euros em 2004, a que correspondeu uma taxa de crescimento média anual de 19,7%, tendo atingido o valor máximo de 0,05 euros por acção em 2004.

Após o ano 2005, a política de dividendos revelou-se mais irregular. Os dividendos distribuídos referentes ao ano 2005 cifraram-se em 2.564.146 euros, a que equivaleu um dividendo ilíquido por acção de 0,05 euros. No entanto, embora estes valores sejam semelhantes aos do ano 2004, no Relatório & Contas, a Cofina refere que “*Na prática, apesar de tal não se encontrar patente, o dividendo distribuído duplicou entre o ano 2004 e o ano 2005, em resultado da cisão das operações industriais ocorrido nesse ano, uma vez que a Altri, S.G.P.S., S.A. distribuiu igualmente um dividendo de 0,05 Euros por acção*”⁹⁸.

No período analisado, os dividendos distribuídos atingiram o valor máximo no biénio 2006-2007, com 3.589.804 euros, impulsionados pela melhoria da performance operacional e financeira após o *spin-off* dos negócios fora do sector *media*. Contudo, verificou-se a redução do dividendo unitário para 0,035 euros. Este facto está directamente relacionado com a renominalização do capital social em Dezembro de 2006, através da divisão de cada acção em duas novas acções, passando a um total de 102.565.836 acções ordinárias em transacção.



⁹⁸ Fonte: Cofina, 2010, Relatório & Contas.

Anexo 5: Glossário⁹⁹

Assinatura - Total dos exemplares vendidos, por edição, a entidades singulares ou colectivas, por um período previamente convencionado, e a um valor não inferior a 30% do preço de capa.

Assinatura *On-line* - Total de exemplares de edição digital disponibilizados a utilizadores individuais por correio electrónico e/ou de consultas a cada edição disponibilizada *on-line*, que o editor associado demonstre terem sido pagos, individualmente ou por assinatura, independentemente do valor pago.

Circulação Gratuita - São considerados títulos de circulação gratuita, aqueles em que o número dos exemplares enviados, a um público determinado, a título de oferta, é igual ou superior a 50% daqueles que são objecto de venda ou assinados.

Circulação Paga - Circulação total, deduzida dos exemplares oferecidos e daqueles que são objecto de venda por um preço inferior a 50%, ou de assinatura inferior a 30%, relativamente ao preço de capa.

Circulação Total - Somatório dos exemplares vendidos, assinados e oferecidos, com excepção dos destinados a promoção.

Devolução - Total dos exemplares devolvidos, por edição, ao Editor, pelas entidades revendedoras.

Distribuição - Total dos exemplares, por edição, destinados a revenda.

Distribuição Gratuita - Quantidade de exemplares que, de forma regular e continuada, é posto à disposição de um público indeterminado, de forma gratuita, por caixa de correio ou outro sistema de distribuição.

Edição - Total dos exemplares impressos sob o mesmo título e no mesmo idioma, que tenham os mesmos número, data e identificação a que pertencem, com um igual conteúdo editorial sem prejuízo de alterações de conteúdos em razão de especificidades locais, regionais ou nacionais.

Oferta - Total dos exemplares enviados gratuitamente a entidades identificadas, vendidos por um valor inferior a 50% do preço de capa e destinados a permuta com outros Editores.

Promoção - Número de exemplares distribuídos gratuitamente a entidades não identificadas, com o fim de divulgar a publicação.

Sobras - Total dos exemplares de uma determinada edição, que não tenham sido objecto de venda ou oferta, devolvidos ou não, ao Editor.

Tiragem - Total de exemplares impressos de uma edição, com excepção dos defeituosos e ou incompletos.

Venda - Total dos exemplares vendidos, por edição, a preço igual ou superior a 50% do preço de capa, com excepção das assinaturas.

Venda em Bloco - Total de 10 ou mais exemplares vendidos, por um valor igual ou superior a 50% do preço de capa, a pessoas físicas, empresas ou entidades não profissionais da distribuição de imprensa, e que são redistribuídos por estas, segundo um procedimento definido, estável, verificável e que garanta a sua entrega aos destinatários finais, sendo considerados como vendas, para efeitos de circulação.

Venda no Estrangeiro - Total dos exemplares vendidos a terceiros fora do território nacional, por edição, a preço igual ou superior a 50% do preço de capa, com excepção das assinaturas.

⁹⁹ Fonte: APCT, Regulamento da APCT, Terminologia.

Anexo 6: Detalhe do portfólio de jornais e revistas da Cofina

Correio da Manhã

O Correio da Manhã, principal título da Cofina, é composto por um caderno principal e um caderno de classificados, tendo um suplemento em três dias da semana: à Sexta-feira é acompanhado pela revista TV; ao Sábado disponibiliza a revista Vidas; e ao Domingo é complementado pela revista Domingo.

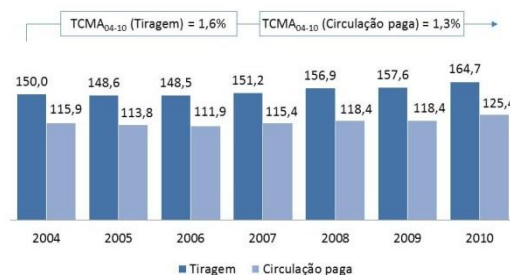
Estes suplementos fazem com que o preço do jornal passe de 0,90 euros de Segunda a Quinta-feira para 1,2 euros à Sexta-feira e 1,3 euros ao Sábado e Domingo.

Esta publicação começou por ser considerada um “jornal de Lisboa”, sendo que ainda hoje cerca de 40,6% dos leitores residem no distrito de Lisboa e 14,7% em Setúbal. Esta predominância da circulação no distrito capital tem vindo a diminuir e o jornal conseguiu cativar cada vez mais leitores do Norte do país.

De acordo com dados da Marktest, referente ao semestre compreendido entre Setembro de 2010 e Março de 2011, o perfil dos leitores pode ser traçado como sendo indivíduos do sexo masculino (62,9%), pertencentes à classe média (33,5%) ou média baixa (32,9%) e com idades compreendidas entre os 25 e os 44 anos (43,1%).

No que concerne à performance económica, e de acordo com dados da Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT), a circulação paga do Correio da Manhã aumentou de 115.933 jornais (valores médios por edição) em 2004 para 125.417 jornais em 2010, o que se traduziu numa taxa de crescimento média anual de 1,3%. De 2009 para 2010, com o encerramento do jornal diário 24 Horas, o Correio da Manhã conseguiu expandir a sua base de leitores e a circulação paga aumentou 5,9% (Gráfico 21).

Gráfico 21: Evolução da tiragem e da circulação paga do Correio da Manhã (milhares de jornais)

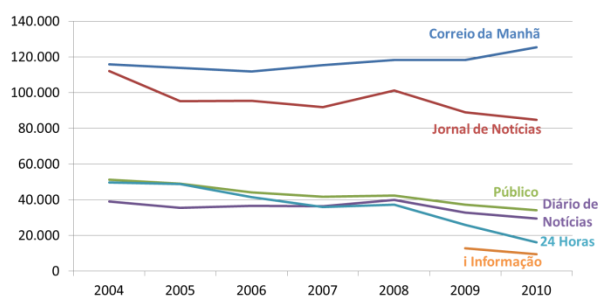


Nota: Tratam-se de valores médios por edição.

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

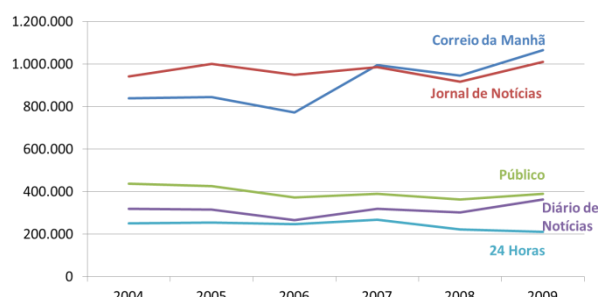
De acordo com dados da Marktest, no que se refere à audiência, a partir de 2007, o Correio de Manhã ultrapassou o Jornal de Notícias no número de leitores diários, mantendo a liderança com mais de 1 milhão de leitores diários (Gráfico 22 e 23).

Gráfico 22: Evolução da circulação dos jornais generalistas diários paga (em número de jornais)



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

Gráfico 23: Evolução do número de leitores diários



Fonte: Marktest

Record

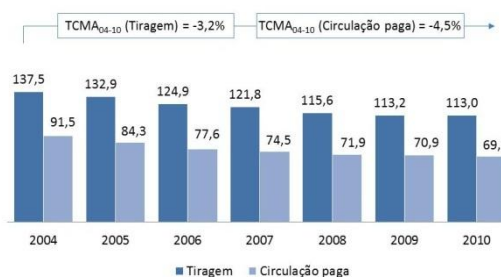
O jornal Record foi lançado em 1949 por um vendedor de jornais e atleta olímpico, tendo sido adquirido pela Cofina em 1999. Ainda hoje, o Record é um jornal desportivo, mas cobre essencialmente a actualidade futebolística.

Trata-se de um jornal diário, pertencente ao segmento Desporto e Veículos, cujos principais concorrentes são os jornais O Jogo e A Bola.

De acordo com dados da entidade certificadora, a tiragem (TCMA₀₄₋₁₀ de -3,2%) e a circulação paga (TCMA₀₄₋₁₀ de -4,5%) do jornal Record apresentou um decréscimo entre 2004 e 2010. No último ano em análise, a circulação paga cifrou-se nos 69.554 jornais por edição, menos 1,9% do que em 2009 (Gráfico 24).

Não obstante, o Record é considerado líder do seu segmento de mercado, seguido pelo jornal O Jogo (média da circulação paga por edição de 28.983 jornais em 2010)¹⁰⁰.

Gráfico 24: Evolução da tiragem e da circulação paga do Record (milhares de jornais)



Nota: Tratam-se de valores médios por edição.

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

Jornal de Negócios

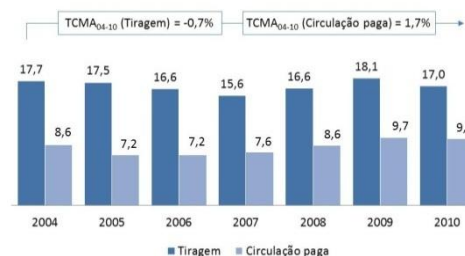
O Jornal de Negócios foi lançado a 8 de Janeiro de 1998, com uma tiragem semanal. A partir de 8 de Maio de 2003 passou a ter uma periodicidade diária, continuando a Economia/Negócios e Gestão a ser o seu tema *core*.

Os principais concorrentes são os jornais Diário Económico e o Oje (título mais recente que teve a sua primeira edição em 2006). O primeiro é líder de mercado com uma circulação paga (média por edição) de 15.605 jornais contra os 24.161 jornais do Oje e os 9.521 jornais do Jornal de Negócios (dados de 2010).

Por sua vez, o Jornal de Negócios destaca-se nos meios *on-line*. O site www.negocios.pt, criado em 23 de Novembro de 1997, foi a primeira plataforma *on-line* de um jornal de economia e gestão em Portugal, continuando a ser uma das expressões mais visíveis do jornal.

A circulação paga do Jornal de Negócios tem vindo a revelar uma tendência positiva, tendo passado de uma média de 8.628 jornais vendidos por edição em 2004 para 9.521 jornais em 2010, o que se traduziu numa taxa de crescimento média anual de 1,7%. Face a 2009, verificou uma redução da circulação paga de cerca de 173 jornais (média por edição) (Gráfico 25).

Gráfico 25: Evolução da tiragem e da circulação paga do Jornal de Negócios (milhares de jornais)



Nota: Tratam-se de valores médios por edição.

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

¹⁰⁰ Nota: Pelo facto do jornal A Bola não ser auditado pela APCT não estão disponíveis dados sobre a sua circulação paga total.

Destak e Metro

O Destak e o Metro são dois jornais diários gratuitos, inseridos no segmento Informação Geral. Estes jornais são disseminados, quer através de locais *self-service* quer de distribuidores, em zonas de elevado tráfego, nomeadamente na rede de transportes públicos, nas ruas mais movimentadas, em centros económicos e financeiros, em universidade, entre outros.

O Destak foi o primeiro jornal gratuito lançado em Portugal (2001), sendo que foi editado semanalmente até Novembro de 2004, data a partir da qual passou a ser diário. A Cofina adquiriu 59% do seu capital em 2006 e, posteriormente, o modelo do jornal Destak foi internacionalizado para o Brasil, onde é distribuído no Rio de Janeiro, São Paulo e Brasília.

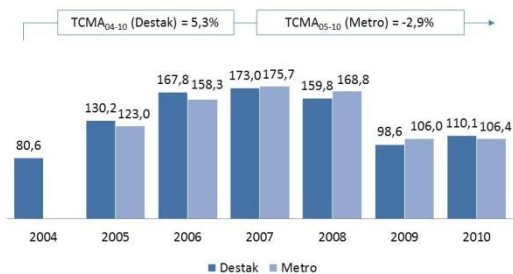
Por sua vez, o Metro é uma referência internacional de jornais em formato gratuito, sendo editado em vários países. Este jornal passou a fazer parte do portfólio da Cofina em 2009, tendo integrado os activos e a redacção do jornal gratuito Meia-Hora (também do Grupo Cofina), que deixou de ser publicado em Setembro de 2009.

Tratando-se de jornais gratuitos, a única fonte de receitas destas publicações é a publicidade, tendo como factores críticos para a atracção de inserções publicitárias o volume de circulação/tiragem e a audiência (volume de leitores) dos jornais. Deste ponto de vista, e com o encerramento do Global Notícias, a Cofina é monopolista no segmento de jornais gratuitos, com uma tiragem média diária de 216.558 jornais em 2010 (Gráfico 26).

Entre 2004 e 2010, a tiragem do Destak aumentou a uma taxa de crescimento média anual de 5,3%. No entanto, quando considerado apenas o horizonte temporal em que está sob a gestão da Cofina (2006 a 2010) verifica-se a tendência inversa, tendo a tiragem decrescido a uma taxa média anual de 10%.

No que se refere ao jornal Metro, a evolução da tiragem pode ser dividida em duas fases. Entre 2005 e 2007, a tiragem diária aumentou a uma taxa média anual de 19,5%, atingindo o máximo de 175.695 jornais diários em 2007. Por sua vez, no período compreendido entre 2007 e 2009, a tiragem sofreu uma redução a uma taxa média anual de 22,3%, sendo que, em 2010, a tiragem média se cifrou nos 106.434 jornais por edição.

Gráfico 26: Evolução da tiragem dos jornais Destak e Metro (milhares de jornais)



Nota: Tratam-se de valores médios por edição. O jornal Destak foi adquirido pela Cofina em 2006, enquanto o jornal Metro passou a fazer parte do portfólio do Grupo em 2009.
Fonte: Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT)

Sábado

A revista Sábado foi lançada em 2004, ambicionando tornar-se numa revista de referência do segmento de Informação Geral e, assim, ganhar quota de mercado aos seus dois principais rivais: a revista Visão e a revista Focus.

Inicialmente, a revista era publicada às Sextas-feiras, mas para impulsionar as vendas e para permitir um serviço de distribuição mais eficaz, a partir de Janeiro de 2006 passou a estar disponível nas bancas às Quintas-feiras (em simultâneo com a sua concorrente directa, a revista Visão). O director da revista, Miguel Pinheiro, justificou a alteração com a seguinte afirmação “O leitor vai poder escolher no mesmo dia, na mesma hora, o produto que

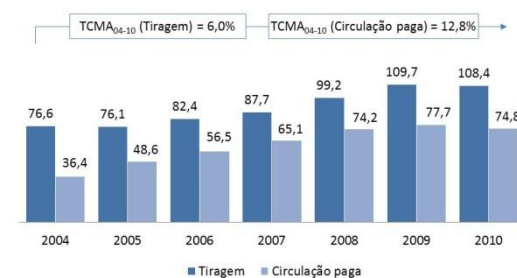
*prefere*¹⁰¹. Esta redefinição permitiu atingir o objectivo da Cofina, tendo a circulação paga (média por edição) aumentado 16,0% de 2005 para 2006.

No ano de lançamento da revista, e considerando os dados da circulação paga, a Sábado terminou o ano com uma quota de mercado de 22% face aos 63% da Visão e tendo ultrapassado nesse mesmo ano a quota de mercado da revista Focus (15%).

Desde então, a circulação paga da revista Sábado tem vindo a aumentar, tendo-se cifrado numa média de 74.846 revistas por edição, o que correspondeu a um acréscimo de 38.420 revistas face a 2004 (TCMA₀₄₋₁₀ de 12,8%). É ainda de referir que 2010 foi o primeiro ano em que a revista sofreu uma retracção na procura, com menos 2.869 revistas vendidas por edição (Gráfico 27).

Perante esta evolução considerável, a Sábado conseguiu aumentar a sua quota de mercado para 39% em 2010, tendendo a aproximar-se dos 53% da quota de mercado da revista Visão.

Gráfico 27: Evolução da tiragem e da circulação paga da revista Sábado (milhares de revistas)



Nota: Tratam-se de valores médios por edição.
Fonte: Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT)

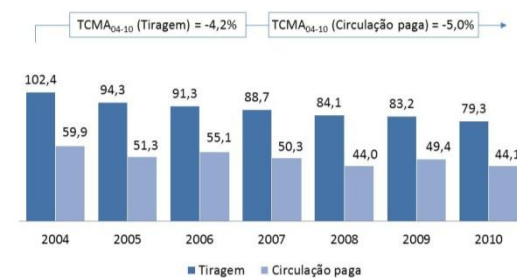
Flash

A revista Flash foi lançada em 2003, estando inserida no segmento Sociedade, popularmente designado por segmento das revistas “cor-de-rosa”. De acordo com a Cofina, trata-se de uma revista semanal com um “*conceito editorial assente na actualidade e exclusividade da informação social, na crítica social credível, com uma linguagem simples, acessível e directa*”¹⁰².

As principais concorrentes da Flash são também revistas semanais com enfoque na sociedade, como é o caso das revistas Caras, Lux, Nova Gente e Vip. Em 2010, a líder de mercado era a revista Nova Gente (36% da circulação paga deste segmento), sendo que a quota de mercado da Flash tem-se vindo a degradar, situando-se nos 12% em 2010 (14% em 2004) e ultrapassando apenas a revista Vip (9% de quota de mercado).

Em 2010, a circulação paga (média por edição) da Flash cifrou-se em 44.062 revistas, o que correspondeu a um decréscimo a uma taxa média anual de 5,0% face a 2004 (Gráfico 28).

Gráfico 28: Evolução da tiragem e da circulação paga da revista Flash (milhares de revistas)



Nota: Tratam-se de valores médios por edição.
Fonte: Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação (APCT)

TV Guia

Integrada no segmento de Televisão/Jogos, a revista TV Guia foi adquirida pelo Grupo Cofina em 2002. Trata-se de uma revista semanal que inicialmente estava vocacionada exclusivamente para assuntos relativos à televisão

¹⁰¹ Fonte: Jornal Público, 2006, Revista “Sábado” passa a sair à quinta-feira para impulsionar vendas, Jornal Público (on-line), 5 de Janeiro.

Disponível em http://www.publico.pt/Media/revista-sabado-passa-a-sair-a-quinta-feira-para-impulsionar-vendas_1243826. Acedido em 22 de Abril de 2011.

¹⁰² Fonte: Site da Cofina (www.cofina.pt), acedido em 22 de Abril de 2011.

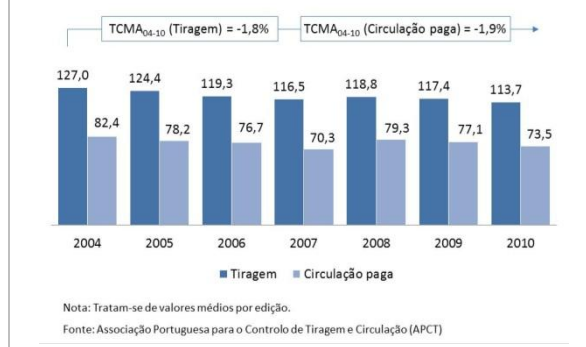
(e.g. programação televisiva semanal). Contudo, o evoluir das novas tecnologias, nomeadamente, o aparecimento da teletexto, a disponibilização da programação *on-time* via *internet*, no telemóvel ou no próprio canal televisivo implicaram uma alteração do conceito editorial desta revista.

Actualmente, a TV Guia é uma revista mais generalista, incluindo secções sobre temas como alimentação, saúde, cuidados de beleza, vida familiar, rubricas com a assinatura de figuras públicas, entre outros.

Este segmento de mercado é também disputado pelas revistas TV 7 Dias (líder do segmento de mercado) e TV Mais. A publicação da Cofina tem mantido uma quota de mercado relativamente estável (26%).

Entre 2004 e 2010, e seguindo a tendência deste segmento de mercado, a circulação paga da TV Mais sofreu uma redução a uma taxa média anual de 1,9% (face a 1,8% do mercado), cifrando-se numa média de 73.474 revistas vendidas por edição em 2010 (Gráfico 29).

Gráfico 29: Evolução da tiragem e da circulação paga da revista TV Guia (milhares de revistas)



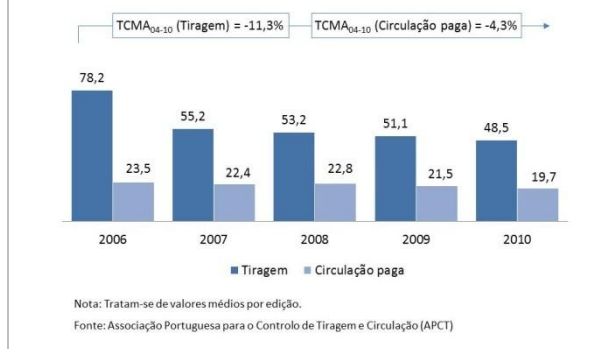
TV Guia Novelas

Para colmatar a carência de uma revista no segmento Femininas/Modas semanal no portfólio do Grupo, em 2006, a Cofina lançou a revista TV Guia Novelas.

Esta revista tem a concorrência das revistas Maria, Telenovelas, Ana e Mariana. Está disponível nas bancas semanalmente a um preço semelhante à concorrência mas mais reduzido do que a TV Guia (0,65€ face a 1,25€, preços do Continente). Contudo, entre 2006 e 2010, a circulação paga desta publicação sofreu uma redução a uma taxa média anual de 4,3%, cifrando-se em 19.704 revistas vendidas por semana em 2010 (Gráfico 30).

No último ano em análise, a quota de mercado desta publicação cifrou-se nos 5,1%.

Gráfico 30: Evolução da tiragem e da circulação paga da revista TV Guia Novelas (milhares de revistas)



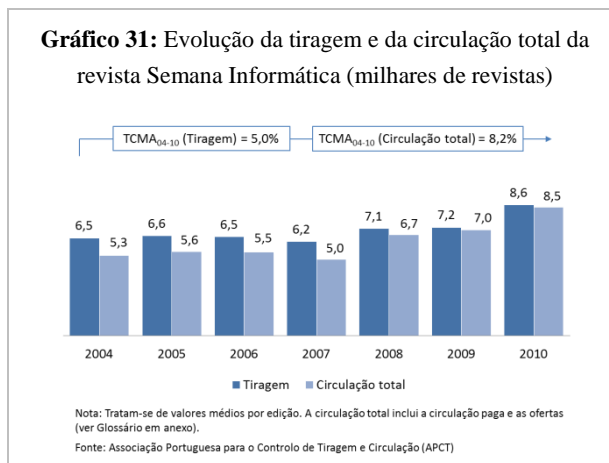
Semana Informática

Como o próprio nome indica, a Semana Informática é uma revista semanal dedicada às tecnologias de informação e comunicação. A Cofina considera que os principais destinatários desta revistas são directores empresariais de tecnologias de informação e com poder de decisão, que nesta revista têm à sua disposição todas as novidades deste sector.

A Semana Informática é a única revista em Portugal pertencente ao segmento de Tecnologias de Informação publicada semanalmente, pelo que não tem concorrência directa. Não obstante, existem outras revistas mensais no mesmo segmento de mercado, como é o caso das revistas Exame Informática, Gadget & PC, PC Guia, entre outras.

Esta revista é distribuída, maioritariamente, a título gratuito em empresas de tecnologias de informação, sendo que, em 2010, 98% da circulação total da revista correspondeu a ofertas.

No último ano em análise, a tiragem da Semana Informática foi, em média, 8.636 revistas por edição, o que se traduziu numa taxa de crescimento média anual de 5,0% face a 2004 (Gráfico 31).



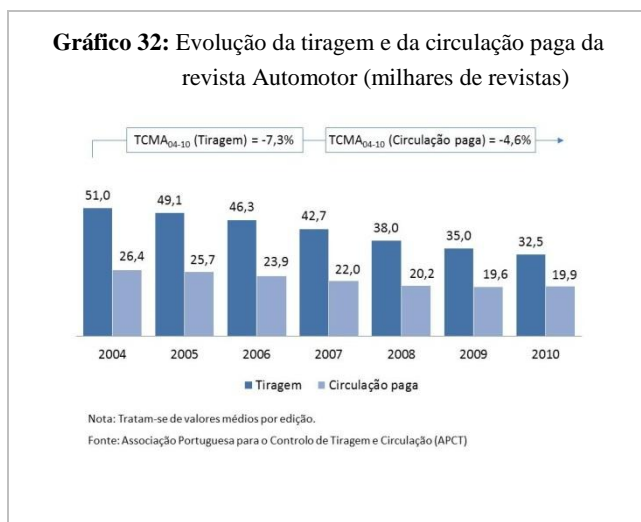
Automotor

A Automotor, pertencente ao segmento Desporto e Veículos, é uma revista mensal dedicada a automobilistas enquanto utilizadores, compradores e/ou *opinion makers*. Esta publicação aborda temas do sector automobilístico, apresentando as novidades e os resultados dos testes realizados aos veículos, e ainda disponibiliza um guia de preços e características dos veículos em comercialização em Portugal.

Em 2010, os principais concorrentes da Automotor eram as revistas Guia do Automóvel (22% da circulação paga do segmento), Turbo (18% da circulação paga do segmento), Volante (15% da circulação paga do segmento), Topos & Clássicos (11% da circulação paga do segmento) e Motor Clássico (7% da circulação paga do segmento). A revista do Grupo Cofina era líder do segmento com 26% da circulação paga.

Adicionalmente, a Automotor concorre ainda com revistas do sector automobilístico semanais como é o caso das revistas Auto Hoje, Auto Sport e Auto Foco. É ainda de salientar que a ACP Revista (propriedade do Automóvel Clube de Portugal), distribuída gratuitamente e com uma tiragem de 183.331 exemplares por edição em 2010, é também um concorrente a considerar.

Num segmento de mercado com uma circulação paga a decrescer a um ritmo de 5,0% ao ano entre 2004 e 2010, a revista Automotor não contraria esta tendência e tem assistido a uma redução das vendas por edição a uma taxa média anual de 4,6%. Assim, no último ano em análise, a circulação paga (média por edição) situou-se nos 19.935 exemplares por edição, menos 6.455 revistas do que em 2004. É ainda de referir que, entre 2004 e 2010, a Automotor foi a única revista mensal do portfólio da Cofina cuja circulação paga apresentou uma taxa de crescimento média anual negativa (Gráfico 32).



Máxima

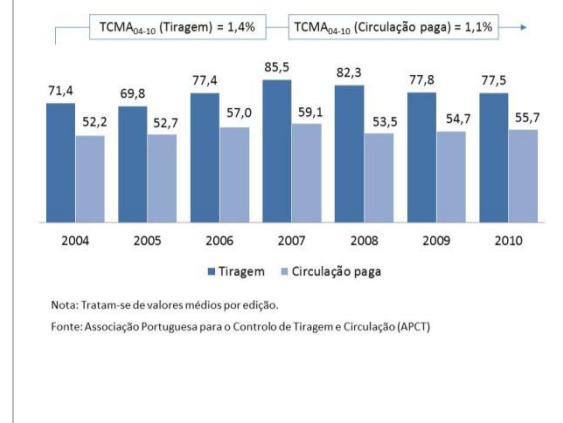
A Máxima é uma revista mensal que aborda temas do universo feminino (e.g. moda e beleza) e como tal está integrada no segmento de revistas Femininas/Moda. O público-alvo desta revista são mulheres cosmopolitas

(cerca de 38% reside na região da Grande Lisboa), com idades compreendidas entre os 25 e os 34 anos (cerca de 26%)¹⁰³.

Lançada em 1988, esta revista actua num segmento de mercado bastante disputado e tem como principais concorrentes as revistas Activa, Cosmopolitan, Elle, Happy Woman (líder de mercado com 28,9% da circulação paga do segmento), Lux Woman e Vogue (revista da Cofina pertencente ao mesmo segmento de mercado).

Com uma quota de mercado de 14,2% (em 2010), a circulação paga da revista Máxima situou-se numa média de 55.737 exemplares por edição. Esta performance correspondeu a um crescimento de 3.546 revistas vendidas por edição face a 2004 (TCMA₀₄₋₁₀ de 1,1%) (Gráfico 33).

Gráfico 33: Evolução da tiragem e da circulação paga da revista Máxima (milhares de revistas)



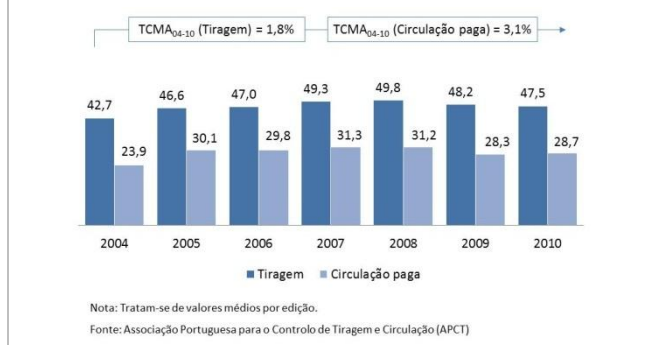
Vogue

A Vogue é outro dos activos da Cofina a actuar no segmento de revistas Femininas/Moda, tendo também uma periodicidade mensal.

Esta revista foi lançada nos Estados Unidos da América há mais de um século, sendo considerada a revista de moda mais prestigiada do mundo. Actualmente, a Condé Naste Publications edita a revista internacionalmente em países como Inglaterra, França, Alemanha, Brasil, Índia, Japão, México, entre outros. A Cofina é detentora dos direitos de edição da revista em Portugal.

Trata-se de uma revista elitista que, em 2010, vendeu uma média de 28.682 revistas por edição, a que correspondeu uma taxa de crescimento média anual de 3,1% face a 2004. A Vogue detém uma quota de mercado de 7,3% (cerca de metade da quota da revista Máxima) (Gráfico 34).

Gráfico 34: Evolução da tiragem e da circulação paga da revista Vogue (milhares de revistas)



GQ

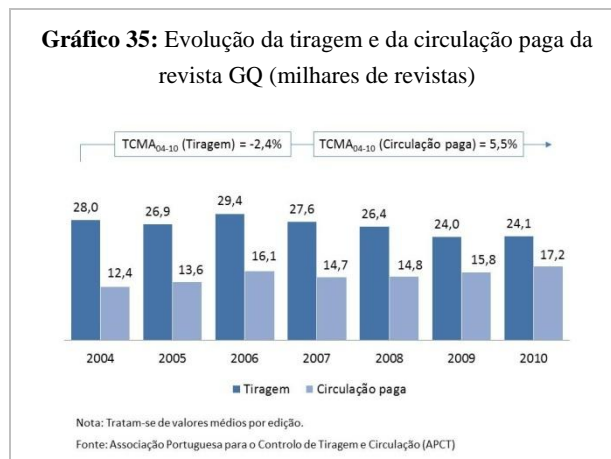
De acordo com a Cofina, a GQ foi a primeira revista portuguesa dedicada exclusivamente à população masculina, estando disponível nas bancas mensalmente. Esta publicação aborda temas do universo masculino como moda, desporto, economia e política, entre outros.

Com o encerramento das revistas FHM e Playboy no decorrer do ano 2010, os concorrentes da GQ são agora as revistas Maxmen e Men's Health, sendo que a primeira é líder de mercado com cerca de 34% da circulação paga.

¹⁰³ Fonte: Markttest, 2011, *Bareme Imprensa: 1º Relatório de 2011*.

Dados referentes ao semestre compreendido entre Setembro de 2010 e Março de 2011.

Com as transformações que têm vindo a decorrer neste segmento de mercado, nomeadamente o encerramento de revistas de considerável notoriedade, a Q G tem vindo a ganhar quota de mercado (19% em 2010 face a 9% em 2004). Em 2010, em média, foram vendidas 17.189 revistas por edição, o que representa um crescimento a uma taxa média anual de 5,5% entre 2004 e 2010 (Gráfico 35).

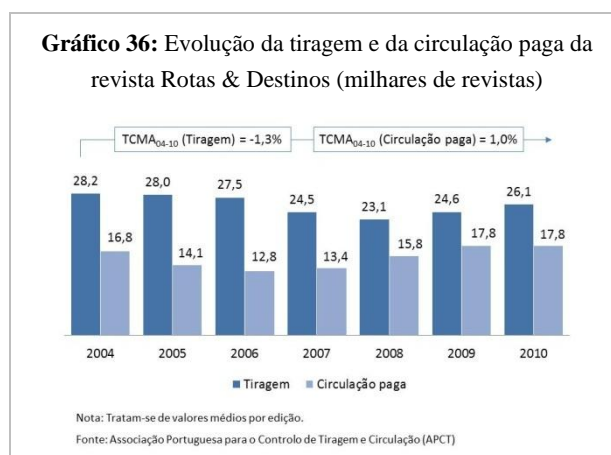


Rotas & Destinos

A Rotas & Destinos é uma revista mensal dedicada a um segmento de mercado que aprecia Viagens e Turismo, e que se dedica a apresentar sugestões de destinos turísticos, assim como informações úteis associadas a cada viagem (e.g. como ir, custos das viagens, guias culturais, entre outros).

Esta publicação concorre com as revistas Across - Luxury Travel & Safaris (lançada em 2010), Evasões, Visão Vida & Viagens e Volta ao Mundo. Entre 2004 e 2010, assistiu-se ao lançamento (e.g. Visão, Vida e Viagens e Luxos Time) e encerramento (e.g. Blue Life, Blue Travel e Luxos Time) de diversas revistas neste segmento de mercado e a uma redução do número médio de revistas adquiridas mensalmente (TCMA₀₄₋₁₀ de -1,9%).

A revista Rotas & Destinos tem conseguido contrariar esta tendência, e registou um acréscimo de cerca de 1.000 revistas vendidas por edição entre 2004 e 2010. No ano transacto, contabilizou uma circulação paga de 17.797 revistas por mês (valores médios), a que correspondeu uma quota de mercado de 20% (8 p.p. abaixo do líder de mercado, a revista Volta ao Mundo) (Gráfico 36).



Anexo 7: Estimativa de crescimento da economia portuguesa

Tabela 24: Estimativas de crescimento da economia portuguesa (FMI)

| | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Crescimento nominal do PIB | -1,1% | -0,5% | 2,5% | 3,9% | 3,6% | 3,4% |
| Crescimento real do PIB | -2,2% | -1,8% | 1,2% | 2,5% | 2,2% | 2,0% |
| Crescimento real do consumo privado | -4,3% | -4,4% | -0,8% | 1,2% | 0,8% | 0,3% |
| Crescimento real do investimento privado | -6,5% | -5,2% | 5,0% | 4,4% | 2,5% | 0,6% |

Fonte: International Monetary Fund, 2011, Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility, IMF Country Report No. 11/127, June 2011

Anexo 8: Evolução dos principais pressupostos de avaliação da Cofina

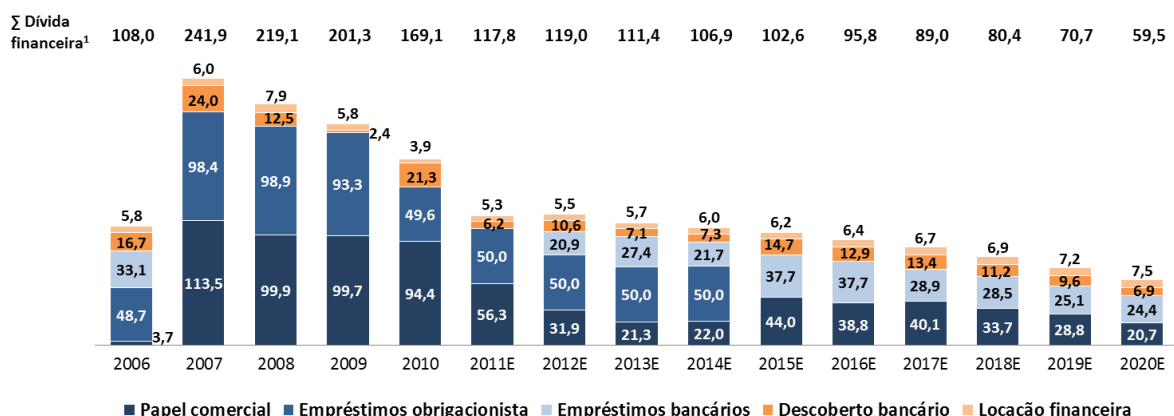
Tabela 25: Evolução das rubricas de imobilizado da Cofina e respectivas amortizações (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|--|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Investimento de reposição | | | | | | | | | | | | |
| Activos fixos tangíveis | (172) | 3.495 | 1.887 | 1.751 | 1.754 | 1.808 | 1.854 | 1.887 | 1.921 | 1.956 | 1.992 | 2.028 |
| Activos intangíveis | (2.615) | 867 | 629 | 584 | 585 | 603 | 618 | 629 | 640 | 652 | 664 | 676 |
| Total do CAPEX | (2.787) | 4.362 | 2.516 | 2.335 | 2.339 | 2.411 | 2.471 | 2.516 | 2.562 | 2.608 | 2.656 | 2.704 |
| Imobilizado bruto | | | | | | | | | | | | |
| Activos fixos tangíveis | 35.112 | 38.606 | 40.493 | 42.244 | 43.998 | 45.807 | 47.660 | 49.547 | 51.469 | 53.425 | 55.417 | 57.445 |
| Activos intangíveis | 2.725 | 3.592 | 4.221 | 4.805 | 5.390 | 5.992 | 6.610 | 7.239 | 7.880 | 8.532 | 9.196 | 9.872 |
| Total do imobilizado bruto | 37.837 | 42.199 | 44.715 | 47.049 | 49.388 | 51.799 | 54.270 | 56.786 | 59.348 | 61.957 | 64.612 | 67.316 |
| Amortizações acumuladas | | | | | | | | | | | | |
| Activos fixos tangíveis | 25.184 | 27.851 | 32.064 | 35.816 | 38.436 | 39.772 | 41.268 | 42.932 | 44.796 | 46.863 | 48.948 | 50.861 |
| Activos intangíveis | 2.198 | 3.080 | 3.749 | 4.053 | 4.502 | 5.102 | 5.699 | 6.308 | 6.930 | 7.565 | 8.212 | 8.870 |
| Total das amortizações acumuladas | 27.383 | 30.930 | 35.814 | 39.868 | 42.938 | 44.874 | 46.967 | 49.240 | 51.726 | 54.429 | 57.160 | 59.731 |
| Amortizações do exercício | | | | | | | | | | | | |
| Activos fixos tangíveis | 2.217 | 2.561 | 4.214 | 3.751 | 2.621 | 1.335 | 1.496 | 1.664 | 1.864 | 2.067 | 2.085 | 1.913 |
| Activos intangíveis | 756 | 1.057 | 670 | 303 | 449 | 600 | 597 | 609 | 623 | 635 | 646 | 658 |
| Total das amortizações do exercício | 2.974 | 3.619 | 4.884 | 4.055 | 3.070 | 1.935 | 2.093 | 2.273 | 2.486 | 2.702 | 2.731 | 2.571 |
| Imobilizado líquido | | | | | | | | | | | | |
| Activos fixos tangíveis | 9.927 | 10.756 | 8.429 | 6.429 | 5.562 | 6.035 | 6.392 | 6.615 | 6.672 | 6.561 | 6.468 | 6.584 |
| Activos intangíveis | 527 | 513 | 472 | 752 | 888 | 890 | 911 | 931 | 949 | 967 | 984 | 1.002 |
| Total do imobilizado líquido | 10.454 | 11.269 | 8.901 | 7.181 | 6.450 | 6.925 | 7.303 | 7.546 | 7.622 | 7.528 | 7.452 | 7.586 |

Tabela 26: Evolução das rubricas de fundo de maneo da Cofina (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Existências | 3.130 | 3.984 | 3.145 | 2.918 | 2.924 | 3.013 | 3.089 | 3.145 | 3.202 | 3.260 | 3.320 | 3.380 |
| Clientes | 11.384 | 12.597 | 10.339 | 9.594 | 9.612 | 9.907 | 10.157 | 10.340 | 10.528 | 10.719 | 10.914 | 11.113 |
| Estado e outros entes públicos | 523 | 283 | 2.599 | 4.744 | 2.864 | 4.395 | 4.931 | 4.646 | 5.193 | 5.520 | 6.057 | 6.561 |
| Outras dívidas de terceiros | 714 | 1.575 | 629 | 584 | 585 | 603 | 618 | 629 | 640 | 652 | 664 | 676 |
| Outros activos correntes | 8.617 | 6.182 | 6.594 | 6.126 | 6.138 | 6.323 | 6.479 | 6.594 | 6.712 | 6.831 | 6.954 | 7.078 |
| Total dos activos correntes | 24.368 | 24.620 | 23.305 | 23.967 | 22.122 | 24.242 | 25.274 | 25.355 | 26.275 | 26.983 | 27.909 | 28.808 |
| Fornecedores | 12.804 | 11.523 | 10.384 | 9.605 | 9.616 | 9.920 | 10.177 | 10.364 | 10.555 | 10.750 | 10.949 | 11.153 |
| Estado e outros entes públicos | 4.888 | 3.678 | 5.589 | 3.307 | 4.928 | 5.514 | 5.184 | 5.771 | 6.110 | 6.682 | 7.216 | 7.907 |
| Outros credores correntes | 6.119 | 8.249 | 8.069 | 8.068 | 8.073 | 8.082 | 8.089 | 8.096 | 8.102 | 8.109 | 8.116 | 8.123 |
| Outros passivos correntes | 16.170 | 14.945 | 14.377 | 14.551 | 13.780 | 13.989 | 14.600 | 14.473 | 14.512 | 14.398 | 14.355 | 14.249 |
| Total dos passivos correntes | 39.981 | 38.394 | 38.420 | 35.531 | 36.397 | 37.504 | 38.049 | 38.703 | 39.280 | 39.940 | 40.636 | 41.431 |
| Total do fundo de maneo | (15.613) | (13.874) | (15.115) | (11.564) | (14.275) | (13.263) | (12.775) | (13.348) | (13.005) | (12.957) | (12.727) | (12.623) |
| % das receitas | 11,6% | 10,2% | 12,0% | 9,9% | 12,2% | 11,0% | 10,3% | 10,6% | 10,2% | 9,9% | 9,6% | 9,3% |
| Investimento em fundo de maneo | (3.587) | 1.739 | (1.774) | 3.550 | (2.711) | 1.013 | 487 | (573) | 343 | 48 | 229 | 105 |

Gráfico 37: Evolução da dívida financeira da Cofina durante o período histórico e explícito (valores em milhões de euros)



Notas: Em resultado de arredondamentos, a soma das parcelas pode não coincidir com o total.

¹ Durante o período explícito considerou-se que 75% do financiamento com recurso à dívida de curto-prazo seria através de programas de papel comercial, enquanto os restantes 25% corresponderiam a descoberto bancário, mantendo, assim, a tendência verificada no período histórico.

Anexo 9: Resultados da avaliação da Cofina – cenário base

Tabela 27: Resultados operacionais do segmento de jornais (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 1ºS 2011 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | TCMA10-20 E |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|
| Proveitos operacionais | 98.519 | 101.485 | 47.205 | 95.200 | 89.722 | 90.193 | 92.586 | 94.603 | 96.171 | 97.767 | 99.393 | 101.049 | 102.735 | 0,1% |
| Taxa de crescimento anual | -4,3% | 3,0% | -5,7% | -6,2% | -5,8% | 0,5% | 2,7% | 2,2% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | |
| Circulação | 46.108 | 48.305 | 23.846 | 49.037 | 49.527 | 50.270 | 51.024 | 51.636 | 52.256 | 52.883 | 53.518 | 54.160 | 54.810 | 1,3% |
| Taxa de crescimento anual | -4,0% | 4,8% | 1,4% | 1,5% | 1,0% | 1,5% | 1,5% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | |
| Publicidade | 40.076 | 41.006 | 19.208 | 38.452 | 35.568 | 35.426 | 36.737 | 37.876 | 38.671 | 39.483 | 40.312 | 41.159 | 42.023 | 0,2% |
| Taxa de crescimento anual | -10,6% | 2,3% | -7,6% | -6,2% | -7,5% | -0,4% | 3,7% | 3,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | |
| Produtos de marketing alternativos e outros | 12.335 | 12.174 | 4.151 | 7.711 | 4.627 | 4.497 | 4.825 | 5.091 | 5.244 | 5.401 | 5.563 | 5.730 | 5.902 | -7,0% |
| Taxa de crescimento anual | -10,2% | -1,3% | -27,4% | -36,7% | -40,0% | -2,8% | 7,3% | 5,5% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | |
| Custos operacionais | (77.999) | (78.882) | (37.173) | (75.450) | (73.997) | (75.253) | (76.638) | (77.566) | (78.395) | (79.177) | (79.974) | (80.785) | (81.611) | 0,3% |
| Custo das vendas | (13.527) | (13.028) | (6.534) | (11.424) | (10.767) | (10.823) | (11.110) | (11.352) | (11.540) | (11.732) | (11.927) | (12.126) | (12.328) | -0,6% |
| Fornecimentos e serviços externos | (35.900) | (36.279) | (16.592) | (33.320) | (31.403) | (31.568) | (32.405) | (33.111) | (33.660) | (34.219) | (34.788) | (35.367) | (35.957) | -0,1% |
| Custos com o pessoal | (27.308) | (27.910) | (13.439) | (28.802) | (30.033) | (31.058) | (31.271) | (31.210) | (31.271) | (31.271) | (31.271) | (31.271) | (31.271) | 1,1% |
| Provisões e perdas por imparidade | (836) | (467) | (421) | (476) | (449) | (451) | (463) | (473) | (481) | (489) | (497) | (505) | (514) | 0,9% |
| Outros custos | (428) | (1.198) | (187) | (1.428) | (1.346) | (1.353) | (1.389) | (1.419) | (1.443) | (1.467) | (1.491) | (1.516) | (1.541) | 2,5% |
| EBITDA | 20.520 | 22.603 | 10.032 | 19.750 | 15.725 | 14.941 | 15.948 | 17.037 | 17.776 | 18.590 | 19.419 | 20.264 | 21.124 | -0,7% |
| Margem EBITDA | 20,8% | 22,3% | 21,3% | 20,7% | 17,5% | 16,6% | 17,2% | 18,0% | 18,5% | 19,0% | 19,5% | 20,1% | 20,6% | |

Tabela 28: Resultados operacionais do segmento de revistas (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 1ºS 2011 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | TCMA10-20 E |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|
| Proveitos operacionais | 35.533 | 34.829 | 15.014 | 30.592 | 27.005 | 26.752 | 27.952 | 28.969 | 29.638 | 30.322 | 31.023 | 31.740 | 32.475 | -0,7% |
| Taxa de crescimento anual | -13,6% | -2,0% | -10,4% | -12,2% | -11,7% | -0,9% | 4,5% | 3,6% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | |
| Circulação | 17.721 | 16.724 | 7.981 | 16.239 | 15.590 | 15.590 | 16.073 | 16.507 | 16.829 | 17.157 | 17.491 | 17.832 | 18.180 | 0,8% |
| Taxa de crescimento anual | 1,4% | -5,6% | -0,8% | -2,9% | -4,0% | 0,0% | 3,1% | 2,7% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | |
| Publicidade | 12.612 | 13.941 | 5.651 | 11.831 | 9.902 | 9.704 | 10.296 | 10.780 | 11.071 | 11.370 | 11.677 | 11.993 | 12.316 | -1,2% |
| Taxa de crescimento anual | -17,9% | 10,5% | -11,0% | -15,1% | -16,3% | -2,0% | 6,1% | 4,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | |
| Produtos de marketing alternativos e outros | 5.200 | 4.164 | 1.382 | 2.522 | 1.513 | 1.458 | 1.582 | 1.682 | 1.738 | 1.795 | 1.854 | 1.915 | 1.979 | -7,2% |
| Taxa de crescimento anual | -37,3% | -19,9% | -41,3% | -39,4% | -40,0% | -3,6% | 8,5% | 6,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | |
| Custos operacionais | (34.658) | (34.325) | (15.993) | (32.409) | (28.240) | (27.331) | (28.183) | (28.831) | (29.288) | (29.736) | (30.195) | (30.665) | (31.146) | -1,0% |
| Custo das vendas | (6.011) | (5.669) | (2.811) | (5.506) | (4.861) | (4.815) | (5.031) | (5.214) | (5.335) | (5.458) | (5.584) | (5.713) | (5.846) | 0,3% |
| Fornecimentos e serviços externos | (15.952) | (15.786) | (7.139) | (14.072) | (12.422) | (12.306) | (12.858) | (13.326) | (13.633) | (13.948) | (14.271) | (14.601) | (14.939) | -0,6% |
| Custos com o pessoal | (12.134) | (12.145) | (5.782) | (12.344) | (10.552) | (9.808) | (9.875) | (9.856) | (9.875) | (9.875) | (9.875) | (9.875) | (9.875) | -2,0% |
| Provisões e perdas por imparidade | (371) | (203) | (181) | (181) | (135) | (134) | (140) | (145) | (148) | (152) | (155) | (159) | (162) | -2,2% |
| Outros custos | (190) | (522) | (80) | (306) | (270) | (268) | (280) | (290) | (296) | (303) | (310) | (317) | (325) | -4,6% |
| EBITDA | 875 | 504 | (979) | (1.818) | (1.235) | (578) | (232) | 139 | 350 | 586 | 828 | 1.075 | 1.329 | 10,2% |
| Margem EBITDA | 2,5% | 1,4% | -6,5% | -5,9% | -4,6% | -2,2% | -0,8% | 0,5% | 1,2% | 1,9% | 2,7% | 3,4% | 4,1% | |

Tabela 29: Demonstração de Resultados previsional da Cofina (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 1ºS 2011 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | TCMA10-20 E |
|---|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|
| Proveitos operacionais | 134.052 | 136.314 | 62.219 | 125.792 | 116.727 | 116.946 | 120.538 | 123.572 | 125.808 | 128.089 | 130.416 | 132.789 | 135.210 | -0,1% |
| Circulação | 63.829 | 65.029 | 31.827 | 65.276 | 65.117 | 65.860 | 67.097 | 68.143 | 69.085 | 70.040 | 71.009 | 71.992 | 72.990 | 1,2% |
| Publicidade | 52.688 | 54.947 | 24.859 | 50.283 | 45.471 | 45.130 | 47.033 | 48.656 | 49.742 | 50.853 | 51.990 | 53.151 | 54.340 | -0,1% |
| Produtos de marketing alternativos e outros | 17.535 | 16.338 | 5.533 | 10.233 | 6.140 | 5.956 | 6.408 | 6.773 | 6.981 | 7.196 | 7.417 | 7.645 | 7.880 | -7,0% |
| Custos operacionais | (112.657) | (113.207) | (53.166) | (107.860) | (102.237) | (102.583) | (104.822) | (106.396) | (107.682) | (108.913) | (110.169) | (111.450) | (112.757) | 0,0% |
| Custo das vendas | (19.538) | (18.696) | (9.345) | (16.931) | (15.628) | (15.639) | (16.142) | (16.567) | (16.875) | (17.190) | (17.511) | (17.839) | (18.174) | -0,3% |
| Fornecimentos e serviços externos | (51.852) | (52.065) | (23.731) | (47.392) | (43.825) | (43.874) | (45.263) | (46.437) | (47.293) | (48.167) | (49.058) | (49.968) | (50.896) | -0,2% |
| Custos com o pessoal | (39.441) | (40.055) | (19.220) | (41.146) | (40.585) | (40.866) | (41.146) | (41.066) | (41.146) | (41.146) | (41.146) | (41.146) | (41.146) | 0,3% |
| Provisões e perdas por imparidade | (1.207) | (671) | (602) | (657) | (584) | (585) | (603) | (618) | (629) | (640) | (652) | (664) | (676) | 0,1% |
| Outros custos | (619) | (1.720) | (267) | (1.734) | (1.616) | (1.620) | (1.668) | (1.709) | (1.739) | (1.770) | (1.801) | (1.833) | (1.866) | 0,8% |
| EBITDA | 21.395 | 23.107 | 9.053 | 17.932 | 14.490 | 14.363 | 15.716 | 17.176 | 18.126 | 19.176 | 20.247 | 21.339 | 22.453 | -0,3% |
| Margem EBITDA | 16,0% | 17,0% | 14,6% | 14,3% | 12,4% | 12,3% | 13,0% | 13,9% | 14,4% | 15,0% | 15,5% | 16,1% | 16,6% | - |
| Amortizações e depreciações | 2.974 | 3.619 | 1.873 | 4.884 | 4.055 | 3.070 | 1.935 | 2.093 | 2.273 | 2.486 | 2.702 | 2.731 | 2.571 | -3,4% |
| EBIT | 18.421 | 19.488 | 7.180 | 13.048 | 10.435 | 11.292 | 13.781 | 15.083 | 15.853 | 16.690 | 17.545 | 18.608 | 19.882 | 0,2% |
| Margem EBIT | 13,7% | 14,3% | 11,5% | 10,4% | 8,9% | 9,7% | 11,4% | 12,2% | 12,6% | 13,0% | 13,5% | 14,0% | 14,7% | - |
| Resultados financeiros | 6.393 | (16.377) | (38) | (3.200) | (8.582) | (4.387) | (4.465) | (7.040) | (5.899) | (5.669) | (4.655) | (3.984) | (2.986) | -15,6% |
| Resultados relativos a instrumentos derivados | - | (385) | (310) | (310) | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultados relativos a empresas associadas | 187 | 65 | 17 | 17 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Resultados relativos a outros investimentos | 11.865 | (11.970) | 2.424 | 2.424 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Custos financeiros | (7.023) | (5.435) | (2.749) | (6.389) | (9.648) | (5.460) | (5.545) | (8.127) | (6.993) | (6.771) | (5.765) | (5.102) | (4.111) | -2,8% |
| Proveitos financeiros | 1.363 | 1.347 | 581 | 1.059 | 1.066 | 1.073 | 1.080 | 1.087 | 1.094 | 1.102 | 1.110 | 1.117 | 1.125 | -1,8% |
| Resultado antes de impostos | 24.815 | 3.111 | 7.143 | 9.849 | 1.853 | 6.906 | 9.316 | 8.042 | 9.954 | 11.021 | 12.890 | 14.623 | 16.896 | 18,4% |
| Impostos sobre o rendimento | 7.545 | (2.139) | 2.734 | 2.601 | 509 | 2.126 | 2.650 | 2.281 | 2.835 | 3.145 | 3.687 | 4.189 | 4.848 | - |
| Resultado líquido consolidado do exercício | 17.270 | 5.250 | 4.409 | 7.248 | 1.344 | 4.780 | 6.666 | 5.762 | 7.119 | 7.877 | 9.203 | 10.434 | 12.048 | 8,7% |
| Earnings per share | 0,17 | 0,05 | 0,04 | 0,07 | 0,01 | 0,05 | 0,06 | 0,06 | 0,07 | 0,08 | 0,09 | 0,10 | 0,12 | 8,7% |

Pressupostos adicionais subjacentes à construção da Demonstração de Resultados previsional:

- **Resultados relativos a instrumentos financeiros derivados:** Considerou-se que esta rubrica seria zero durante todo o período explícito, não beneficiando nem penalizando a avaliação da Cofina.
- **Resultados relativos a empresas associadas:** Dada a imaterializada desta componente e não existindo planos de expansão da Cofina, considerou-se o valor zero.
- **Resultados relativos a outros investimentos:** Esta rubrica incluía apenas os ganhos de capital e os dividendos da Zon, pelo que com a alienação esta participação em 2011, esta componente é zero de 2012 em diante.
- **Custos financeiros:** Para além dos juros suportados, esta rubrica inclui comissões bancárias, estimadas com base em 0,3% da dívida financeira anual (valor semelhante ao do período histórico).

Tabela 30: Demonstração de Fluxos de Caixa previsional da Cofina (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E |
|---|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBIT | 5.868 | 10.435 | 11.292 | 13.781 | 15.083 | 15.853 | 16.690 | 17.545 | 18.608 | 19.882 |
| Imposto operacional (tx imposto efectiva * EBIT) | (289) | 2.866 | 3.476 | 3.920 | 4.277 | 4.515 | 4.762 | 5.018 | 5.331 | 5.705 |
| Amortizações e depreciações | 3.011 | 4.055 | 3.070 | 1.935 | 2.093 | 2.273 | 2.486 | 2.702 | 2.731 | 2.571 |
| Provisões e perdas por imparidade | 55 | 584 | 585 | 603 | 618 | 629 | 640 | 652 | 664 | 676 |
| Cash flow operacional | 9.223 | 12.208 | 11.471 | 12.399 | 13.517 | 14.240 | 15.055 | 15.881 | 16.672 | 17.424 |
| Investimento em fundo de maneo | (1.774) | 3.550 | (2.711) | 1.013 | 487 | (573) | 343 | 48 | 229 | 105 |
| Capex | 1.752 | 2.335 | 2.339 | 2.411 | 2.471 | 2.516 | 2.562 | 2.608 | 2.656 | 2.704 |
| Venda de investimentos disponíveis para venda | 9 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Venda de acções da Zon | 12.798 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cash flow de investimento | 12.828 | (5.885) | 372 | (3.423) | (2.959) | (1.943) | (2.905) | (2.656) | (2.885) | (2.809) |
| Free cash flow | 22.051 | 6.323 | 11.843 | 8.975 | 10.558 | 12.297 | 12.150 | 13.225 | 13.787 | 14.615 |
| Pagamento de dividendos | 1.026 | 1.026 | 1.026 | 1.026 | 1.026 | 1.026 | 1.026 | 1.026 | 1.026 | 1.026 |
| Resultados financeiros | (3.162) | (8.582) | (4.387) | (4.465) | (7.040) | (5.899) | (5.669) | (4.655) | (3.984) | (2.986) |
| Imposto sobre resultado financeiro | 156 | (2.357) | (1.350) | (1.270) | (1.997) | (1.680) | (1.617) | (1.331) | (1.141) | (857) |
| Reembolso de dívida | 26.630 | 59.908 | 38.208 | 46.604 | 88.377 | 48.790 | 61.647 | 49.252 | 53.357 | 49.356 |
| Cash flow do ano antes de desembolsos | (8.922) | (60.836) | (30.427) | (41.849) | (83.888) | (41.738) | (54.574) | (40.376) | (43.438) | (37.896) |
| Entradas de dívida | 11.275 | 61.064 | 30.655 | 42.084 | 84.129 | 41.983 | 54.824 | 40.630 | 43.697 | 38.160 |
| Variações de cap. Próp. (interesses minoritários) | (10) | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cash flow do ano (total geral) | 2.342 | 228 | 228 | 235 | 241 | 245 | 250 | 254 | 259 | 264 |
| Saldo inicial de caixa | 32.962 | 35.304 | 35.531 | 35.759 | 35.994 | 36.235 | 36.481 | 36.730 | 36.985 | 37.244 |
| Saldo final de caixa | 35.304 | 35.531 | 35.759 | 35.994 | 36.235 | 36.481 | 36.730 | 36.985 | 37.244 | 37.507 |

Tabela 31: Balanço previsional da Cofina (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 1ºS 2011 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | TCMA10-20 E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|
| ACTIVO | | | | | | | | | | | | | | |
| Activos fixos tangíveis | 9.927 | 10.756 | 9.798 | 8.429 | 6.429 | 5.562 | 6.035 | 6.392 | 6.615 | 6.672 | 6.561 | 6.468 | 6.584 | -4,8% |
| Diferenças de consolidação | 91.997 | 94.992 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 94.932 | 0,0% |
| Activos intangíveis | 527 | 513 | 362 | 472 | 752 | 888 | 890 | 911 | 931 | 949 | 967 | 984 | 1.002 | 6,9% |
| Investimentos em empresas associadas | 4.734 | 3.393 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | 3.313 | -0,2% |
| Investimentos disponíveis para venda | - | 5 | 9 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | N.d. |
| Activos por impostos diferidos | 3.723 | 8.782 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | 6.994 | -2,3% |
| Total de activos não correntes | 110.908 | 118.441 | 115.408 | 114.140 | 112.420 | 111.689 | 112.164 | 112.542 | 112.786 | 112.861 | 112.767 | 112.692 | 112.825 | -0,5% |
| ACTIVOS CORRENTES | | | | | | | | | | | | | | |
| Existências | 3.130 | 3.984 | 2.876 | 3.145 | 2.918 | 2.924 | 3.013 | 3.089 | 3.145 | 3.202 | 3.260 | 3.320 | 3.380 | -1,6% |
| Clientes | 11.384 | 12.597 | 12.150 | 10.339 | 9.594 | 9.612 | 9.907 | 10.157 | 10.340 | 10.528 | 10.719 | 10.914 | 11.113 | -1,2% |
| Estado e outros entes públicos | 523 | 283 | 171 | 2.599 | 4.744 | 2.864 | 4.395 | 4.931 | 4.646 | 5.193 | 5.520 | 6.057 | 6.561 | 36,9% |
| Outras dívidas de terceiros | 714 | 1.575 | 746 | 629 | 584 | 585 | 603 | 618 | 629 | 640 | 652 | 664 | 676 | -8,1% |
| Outros activos correntes | 8.617 | 6.182 | 6.953 | 6.594 | 6.126 | 6.138 | 6.323 | 6.479 | 6.594 | 6.712 | 6.831 | 6.954 | 7.078 | 1,4% |
| Invest. mensurados ao justo valor através de resultados | 65.902 | 51.502 | 12.805 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | -58,7% |
| Caixa e equivalentes de caixa | 46.316 | 25.179 | 32.962 | 35.304 | 35.531 | 35.759 | 35.994 | 36.235 | 36.481 | 36.730 | 36.985 | 37.244 | 37.507 | 4,1% |
| Total de activos correntes | 136.585 | 101.301 | 68.664 | 58.616 | 59.505 | 57.889 | 60.243 | 61.517 | 61.843 | 63.013 | 63.975 | 65.160 | 66.323 | -4,1% |
| TOTAL DO ACTIVO | 247.494 | 219.743 | 184.072 | 172.757 | 171.926 | 169.578 | 172.408 | 174.059 | 174.629 | 175.874 | 176.743 | 177.852 | 179.148 | -2,0% |
| CAPITAL PRÓPRIO | | | | | | | | | | | | | | |
| Capital social | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 25.641 | 0,0% |
| Prémios de emissão de acções | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 15.875 | 0,0% |
| Reserva legal | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 5.409 | 0,0% |
| Outras reservas | (60.363) | (44.757) | (40.391) | (41.417) | (35.184) | (34.866) | (31.112) | (25.472) | (20.736) | (14.642) | (7.791) | 387 | 9.795 | N.d. |
| Result. Líq. do exerc. atrib. aos accion. da Empresa-mãe | 17.091 | 5.018 | 4.419 | 7.258 | 1.344 | 4.780 | 6.666 | 5.762 | 7.119 | 7.877 | 9.203 | 10.434 | 12.048 | 9,2% |
| Total capital próp. atrib. aos accion. da Empresa-mãe | 3.654 | 7.186 | 10.954 | 12.767 | 13.085 | 16.840 | 22.480 | 27.216 | 33.309 | 40.160 | 48.338 | 57.746 | 68.768 | 25,3% |
| Interesses sem controlo | 592 | 736 | 639 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | 629 | -1,6% |
| TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO | 4.246 | 7.922 | 11.593 | 13.396 | 13.714 | 17.469 | 23.109 | 27.845 | 33.938 | 40.789 | 48.967 | 58.375 | 69.397 | 24,2% |
| PASSIVO | | | | | | | | | | | | | | |
| Outros empréstimos | 49.720 | 19.986 | 20.079 | 22.756 | 20.928 | 27.379 | 21.683 | 37.721 | 37.688 | 28.894 | 28.485 | 25.144 | 24.400 | N.d. |
| Responsabilidades por pensões | 691 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 701 | 0,0% |
| Outros credores não concorrentes | 3.470 | 2.457 | 1.906 | 3.239 | 3.380 | 3.520 | 3.665 | 3.813 | 3.964 | 4.117 | 4.274 | 4.433 | 4.596 | 6,5% |
| Provisões | 1.076 | 2.548 | 1.853 | 1.908 | 2.492 | 3.076 | 3.679 | 4.297 | 4.926 | 5.566 | 6.218 | 6.882 | 7.558 | 11,5% |
| Total de passivos não correntes | 54.958 | 25.691 | 24.540 | 28.605 | 27.500 | 34.676 | 29.727 | 46.532 | 47.279 | 39.279 | 39.679 | 37.161 | 37.256 | 3,8% |
| PASSIVOS CORRENTES | | | | | | | | | | | | | | |
| Empréstimos bancários | 2.418 | 21.309 | 26.630 | 6.246 | 10.646 | 7.088 | 7.324 | 14.680 | 12.926 | 13.356 | 11.239 | 9.595 | 6.916 | -10,6% |
| Outros empréstimos - parcela de curto-prazo | 143.300 | 123.997 | 83.537 | 83.537 | 81.893 | 71.219 | 71.925 | 44.041 | 38.777 | 40.068 | 33.718 | 28.785 | 20.748 | N.d. |
| Instrumentos financeiros derivados | 245 | 931 | 529 | 529 | 529 | 529 | 529 | 529 | 529 | 529 | 529 | 529 | 529 | -5,5% |
| Fornecedores | 12.804 | 11.523 | 11.042 | 10.384 | 9.605 | 9.616 | 9.920 | 10.177 | 10.364 | 10.555 | 10.750 | 10.949 | 11.153 | -0,3% |
| Estado e outros entes públicos | 4.888 | 3.678 | 3.750 | 5.589 | 3.307 | 4.928 | 5.514 | 5.184 | 5.771 | 6.110 | 6.682 | 7.216 | 7.907 | 8,0% |
| Outros credores correntes ¹ | 8.464 | 9.747 | 8.987 | 10.094 | 10.180 | 10.273 | 10.372 | 10.472 | 10.573 | 10.676 | 10.780 | 10.887 | 10.995 | 1,2% |
| Outros passivos correntes | 16.170 | 14.945 | 13.463 | 14.377 | 14.551 | 13.780 | 13.989 | 14.600 | 14.473 | 14.512 | 14.398 | 14.355 | 14.249 | -0,5% |
| Total de passivos correntes | 188.290 | 186.129 | 147.939 | 130.756 | 130.711 | 117.433 | 119.572 | 99.683 | 93.412 | 95.806 | 88.097 | 82.315 | 72.496 | -9,0% |
| TOTAL DO PASSIVO | 243.248 | 211.820 | 172.479 | 159.361 | 158.211 | 152.109 | 149.299 | 146.215 | 140.691 | 135.085 | 127.776 | 119.477 | 109.751 | -6,4% |
| TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO | 247.493 | 219.742 | 184.072 | 172.757 | 171.926 | 169.578 | 172.408 | 174.060 | 174.629 | 175.874 | 176.743 | 177.852 | 179.149 | -2,0% |

Pressupostos adicionais subjacentes à construção do Balanço previsional:

• **Activo:** As rubricas "Diferenças de consolidação", "Investimentos em empresas associadas" e "Activos por impostos diferidos" foram mantidas constantes, não favorecendo nem penalizando a avaliação da Cofina.

Na rubrica "Investimentos mensurados ao justo valor através de resultados" foi considerado o valor de outras participações detidas pela Cofina, tendo-se apenas subtraído o valor respeitante à participação na Zon Multimédia.

• **Capital próprio:** À semelhança do período histórico, os "Prémios de emissão de acções" e as "Reservas legais" foram mantidas constantes. Para os "Interesses sem controlo" foi assumido exactamente o mesmo pressuposto, tendo-se considerado o valor à data de 30 de Junho de 2011.

• **Passivo:** As únicas rubricas do passivo que não resultam do modelo de avaliação da Cofina são as "Responsabilidades por pensões", mantendo-se o valor referente ao 1º Semestre de 2011 constante ao longo de todo o período explícito, e os "Instrumentos financeiros derivados", tendo-se considerado o valor referente a 30 de Junho de 2011 como constante.

Nota: ¹ A rubrica "Outros credores correntes" inclui credores por locação financeira de curto-prazo.

Anexo 10: Resultados da avaliação da Cofina – cenário conservador

No cenário conservador, em que se considera uma reclassificação da taxa de IVA da venda de jornais e revistas de 6% para 23% em 2012, as receitas de circulação de jornais e revistas sofrem uma redução considerável, o que penaliza a performance operacional da Cofina.

Neste contexto, o *unlevered value* da Cofina é inferior ao do cenário base (-7,9%), sendo que o *unlevered value* do segmento de jornais sofre uma redução de 5,7%, enquanto nas revistas é de 205,7%. Dadas as características das revistas (e.g. as revistas são consideradas bens supérfluos e com uma elasticidade ao preço bastante elevada), este segmento é particularmente afectado por uma eventual reclassificação do IVA.

Por sua vez, o valor dos benefícios fiscais aumenta (12,2%), uma vez que os *cash flows* gerados pela Cofina são inferiores e, como tal, o Grupo terá que recorrer a dívida financeira de curto-prazo para fazer face a necessidades de caixa. Este facto incrementa o valor da dívida financeira e, consequentemente, dos seus benefícios fiscais.

Quanto aos custos de falência, e uma vez que estes se encontram directamente relacionados com o *unlevered value* da Cofina, são inferiores (7,5%).

Desta forma, e considerando um valor semelhante de *non-equity claims* relativamente ao cenário base, uma reclassificação do IVA tem como consequência uma redução do *price target* da Cofina de 0,77 euros para 0,68 euros, o que ainda assim representa um potencial de valorização de 143,4% face ao preço de fecho das acções da Cofina no dia 26 de Agosto de 2011.

Tabela 32: Cenário conservador – Resultados operacionais do segmento de jornais (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 1ºS 2011 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | TCMA10-20 E |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|
| Proveitos operacionais | 98.519 | 101.485 | 47.205 | 95.326 | 87.391 | 87.827 | 90.185 | 92.173 | 93.711 | 95.278 | 96.874 | 98.500 | 100.155 | -0,1% |
| Taxa de crescimento anual | -4,3% | 3,0% | -5,7% | -6,1% | -8,3% | 0,5% | 2,7% | 2,2% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | |
| Circulação | 46.108 | 48.305 | 23.846 | 49.163 | 47.196 | 47.904 | 48.623 | 49.206 | 49.797 | 50.394 | 50.999 | 51.611 | 52.230 | 0,8% |
| Taxa de crescimento anual | 4,0% | 4,8% | 1,4% | 1,8% | -4,0% | 1,5% | 1,5% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | |
| Publicidade | 40.076 | 41.006 | 19.208 | 38.452 | 35.568 | 35.426 | 36.737 | 37.876 | 38.671 | 39.483 | 40.312 | 41.159 | 42.023 | 0,2% |
| Taxa de crescimento anual | -10,6% | 2,3% | -7,6% | -6,2% | -7,5% | -0,4% | 3,7% | 3,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | 2,1% | |
| Produtos de marketing alternativos e outros | 12.335 | 12.174 | 4.151 | 7.711 | 4.627 | 4.497 | 4.825 | 5.091 | 5.244 | 5.401 | 5.563 | 5.730 | 5.902 | -7,0% |
| Taxa de crescimento anual | -10,2% | -1,3% | -27,4% | -36,7% | -40,0% | -2,8% | 7,3% | 5,5% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | |
| Custos operacionais | (77.999) | (78.882) | (37.173) | (75.512) | (72.855) | (74.093) | (75.462) | (76.375) | (77.190) | (77.957) | (78.739) | (79.536) | (80.347) | 0,2% |
| Custo das vendas | (13.527) | (13.028) | (6.534) | (11.439) | (10.487) | (10.539) | (10.822) | (11.061) | (11.245) | (11.433) | (11.625) | (11.820) | (12.019) | -0,8% |
| Fornecimentos e serviços externos | (35.900) | (36.279) | (16.592) | (33.364) | (30.587) | (30.740) | (31.565) | (32.260) | (32.799) | (33.347) | (33.906) | (34.475) | (35.054) | -0,3% |
| Custos com o pessoal | (27.308) | (27.910) | (13.439) | (28.802) | (30.033) | (31.058) | (31.271) | (31.210) | (31.271) | (31.271) | (31.271) | (31.271) | (31.271) | 1,1% |
| Provisões e perdas por imparidade | (836) | (467) | (421) | (477) | (437) | (439) | (451) | (461) | (469) | (476) | (484) | (492) | (501) | 0,7% |
| Outros custos | (428) | (1.198) | (187) | (1.430) | (1.311) | (1.317) | (1.353) | (1.383) | (1.406) | (1.429) | (1.453) | (1.477) | (1.502) | 2,3% |
| EBITDA | 20.520 | 22.603 | 10.032 | 19.814 | 14.537 | 13.734 | 14.723 | 15.798 | 16.522 | 17.321 | 18.135 | 18.964 | 19.808 | -1,3% |
| Margem EBITDA | 20,8% | 22,3% | 21,3% | 20,8% | 16,6% | 15,6% | 16,3% | 17,1% | 17,6% | 18,2% | 18,7% | 19,3% | 19,8% | |

Tabela 33: Cenário conservador – Resultados operacionais do segmento de revistas (valores em milhares de euros)

| | 2009 | 2010 | 1ºS 2011 | 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | TCMA10-20 E |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|
| Proveitos operacionais | 35.533 | 34.829 | 15.014 | 30.344 | 25.808 | 25.555 | 26.717 | 27.701 | 28.345 | 29.004 | 29.680 | 30.371 | 31.079 | -1,1% |
| Taxa de crescimento anual | -13,6% | -2,0% | -10,4% | -12,9% | -14,9% | -1,0% | 4,5% | 3,7% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | 2,3% | |
| Circulação | 17.721 | 16.724 | 7.981 | 15.991 | 14.392 | 14.392 | 14.838 | 15.239 | 15.536 | 15.839 | 16.148 | 16.463 | 16.784 | 0,0% |
| Taxa de crescimento anual | 1,4% | -5,6% | -0,8% | -4,4% | -10,0% | 0,0% | 3,1% | 2,7% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | |
| Publicidade | 12.612 | 13.941 | 5.651 | 11.831 | 9.902 | 9.704 | 10.296 | 10.780 | 11.071 | 11.370 | 11.677 | 11.993 | 12.316 | -1,2% |
| Taxa de crescimento anual | -17,9% | 10,5% | -11,0% | -15,1% | -16,3% | -2,0% | 6,1% | 4,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | 2,7% | |
| Produtos de marketing alternativos e outros | 5.200 | 4.164 | 1.382 | 2.522 | 1.513 | 1.458 | 1.582 | 1.682 | 1.738 | 1.795 | 1.854 | 1.915 | 1.979 | -7,2% |
| Taxa de crescimento anual | -37,3% | -19,9% | -41,3% | -39,4% | -40,0% | -3,6% | 8,5% | 6,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | 3,3% | |
| Custos operacionais | (34.658) | (34.325) | (15.993) | (32.248) | (27.456) | (26.546) | (27.375) | (28.000) | (28.441) | (28.873) | (29.315) | (29.768) | (30.232) | -1,3% |
| Custo das vendas | (6.011) | (5.669) | (2.811) | (5.462) | (4.645) | (4.600) | (4.809) | (4.986) | (5.102) | (5.221) | (5.342) | (5.467) | (5.594) | -0,1% |
| Fornecimentos e serviços externos | (15.952) | (15.786) | (7.139) | (13.958) | (11.872) | (11.755) | (12.290) | (12.743) | (13.039) | (13.342) | (13.653) | (13.971) | (14.296) | -1,0% |
| Custos com o pessoal | (12.134) | (12.145) | (5.782) | (12.344) | (10.552) | (9.808) | (9.875) | (9.856) | (9.875) | (9.875) | (9.875) | (9.875) | (9.875) | -2,0% |
| Provisões e perdas por imparidade | (371) | (203) | (181) | (181) | (129) | (128) | (134) | (139) | (142) | (145) | (148) | (152) | (155) | -2,7% |
| Outros custos | (190) | (522) | (80) | (303) | (258) | (256) | (267) | (277) | (283) | (290) | (297) | (304) | (311) | -5,0% |
| EBITDA | 875 | 504 | (979) | (1.905) | (1.649) | (991) | (658) | (299) | (96) | 131 | 364 | 603 | 847 | 5,3% |
| Margem EBITDA | 2,5% | 1,4% | -6,5% | -6,3% | -6,4% | -3,9% | -2,5% | -1,1% | -0,3% | 0,5% | 1,2% | 2,0% | 2,7% | |

Tabela 34: Cenário conservador – *Unlevered value* – Segmento de jornais (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | |
|--|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| EBIT | 7.374 | 11.303 | 11.298 | 13.204 | 14.163 | 14.749 | 15.382 | 16.028 | 16.839 | 17.813 | |
| (-) Impostos operacionais | (318) | 2.920 | 3.434 | 3.739 | 3.988 | 4.181 | 4.371 | 4.570 | 4.812 | 5.101 | |
| (+) Amortizações e depreciações | 2.408 | 3.234 | 2.436 | 1.519 | 1.635 | 1.773 | 1.939 | 2.106 | 2.125 | 1.995 | |
| (+) Outros itens non-cash ¹ | 56 | 437 | 439 | 451 | 461 | 469 | 476 | 484 | 492 | 501 | |
| (-) CAPEX | 1.399 | 1.811 | 1.814 | 1.870 | 1.918 | 1.953 | 1.989 | 2.025 | 2.062 | 2.100 | |
| (-) Variação do fundo de maneo | (2.016) | 2.900 | (2.296) | 658 | 376 | (448) | 228 | 9 | 148 | 51 | |
| Free cash flows | 10.772 | 7.343 | 11.222 | 8.907 | 9.976 | 11.305 | 11.210 | 12.015 | 12.435 | 13.057 | ⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal |
| Unlevered cost of equity | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,14 | 1,24 | 1,36 | 1,48 | 1,61 | 1,76 | 1,92 | 2,09 | 2,28 | |
| Free cash flow descontado | 10.314 | 6.446 | 9.031 | 6.572 | 6.749 | 7.011 | 6.374 | 6.263 | 5.943 | 5.721 | |
| PV do período explícito | 70.424 | | | | | | | | | | |
| PV do valor terminal | 70.853 | | | | | | | | | | |
| Jornais - Unlevered value | 141.277 | | | | | | | | | | |

¹ Os outros itens non-cash correspondem a provisões e perdas por imparidade

Tabela 35: Cenário conservador – *Unlevered value* – Segmento de revistas (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|--|
| EBIT | (1.528) | (2.457) | (1.600) | (1.037) | (708) | (539) | (353) | (162) | 72 | 348 | |
| (-) Impostos operacionais | 66 | (635) | (486) | (294) | (199) | (153) | (100) | (46) | 20 | 100 | |
| (+) Amortizações e depreciações | 602 | 808 | 609 | 380 | 409 | 443 | 485 | 527 | 531 | 499 | |
| (+) Outros itens non-cash ¹ | - | 129 | 128 | 134 | 139 | 142 | 145 | 148 | 152 | 155 | |
| (-) CAPEX | 350 | 453 | 454 | 468 | 479 | 488 | 497 | 506 | 515 | 525 | |
| (-) Variação do fundo de maneo | (672) | 967 | (765) | 219 | 125 | (149) | 76 | 3 | 49 | 17 | |
| Free cash flows | (669) | (2.304) | (65) | (917) | (566) | (140) | (196) | 50 | 170 | 361 | ⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal |
| Unlevered cost of equity | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | 9,07% | |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,14 | 1,24 | 1,36 | 1,48 | 1,61 | 1,76 | 1,92 | 2,09 | 2,28 | |
| Free cash flow descontado | (641) | (2.023) | (53) | (677) | (383) | (87) | (112) | 26 | 81 | 158 | |
| PV do período explícito | (3.709) | | | | | | | | | | |
| PV do valor terminal | 1.958 | | | | | | | | | | |
| Revistas - Unlevered value | (1.752) | | | | | | | | | | |

¹ Os outros itens non-cash correspondem a provisões e perdas por imparidade

Tabela 36: Cenário conservador – Avaliação dos benefícios fiscais (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | |
|-------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| Juros suportados | 3.582 | 9.320 | 5.204 | 5.386 | 8.069 | 7.093 | 7.011 | 6.144 | 5.643 | 4.822 | |
| Taxa de imposto | 29% | 32% | 32% | 29% | 29% | 29% | 29% | 29% | 29% | 29% | |
| Valor dos benefícios fiscais | 1.039 | 2.982 | 1.665 | 1.562 | 2.340 | 2.057 | 2.033 | 1.782 | 1.636 | 1.399 | ⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal |
| Custo médio da dívida | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,11 | 1,20 | 1,29 | 1,38 | 1,49 | 1,60 | 1,72 | 1,85 | 1,99 | |
| Benefícios fiscais descontados | 1.002 | 2.676 | 1.390 | 1.213 | 1.690 | 1.382 | 1.271 | 1.036 | 885 | 704 | |
| PV do período explícito | 13.247 | | | | | | | | | | |
| PV do valor terminal | 10.824 | | | | | | | | | | |
| Probabilidade de falência | 7,7% | | | | | | | | | | |
| PV dos benefícios fiscais | 22.217 | | | | | | | | | | |

Tabela 37: Cenário conservador – Avaliação dos custos de falência (valores em milhares de euros)

| | 2ºS 2011 E | 2012 E | 2013 E | 2014 E | 2015 E | 2016 E | 2017 E | 2018 E | 2019 E | 2020 E | |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| Value of the unlevered firm | 9.673 | 4.423 | 8.979 | 5.896 | 6.366 | 6.924 | 6.262 | 6.289 | 6.024 | 5.879 | |
| Custo de falência (%) | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | 87,3% | |
| Valor dos custos de falência | 8.444 | 3.861 | 7.838 | 5.147 | 5.557 | 6.045 | 5.467 | 5.491 | 5.259 | 5.132 | ⇒ Valor considerado no cálculo do valor terminal |
| Custo médio da dívida | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | 7,5% | |
| Factor de desconto | 1,04 | 1,11 | 1,20 | 1,29 | 1,38 | 1,49 | 1,60 | 1,72 | 1,85 | 1,99 | |
| Custos de falência descontados | 8.145 | 3.464 | 6.542 | 3.996 | 4.014 | 4.061 | 3.417 | 3.192 | 2.844 | 2.582 | |

| | |
|----------------------------------|---------------|
| PV do período explícito | 42.256 |
| PV do valor terminal | 39.721 |
| Probabilidade de falência | 7,7% |
| PV dos custos de falência | 6.312 |

Tabela 38: Cenário conservador – Avaliação da Cofina – *Sum of the Parts* (valores em milhares de euros)

| | | Metodologia | % do EV |
|---|----------------|-------------|-------------|
| Jornais - Unlevered value | 141.277 | APV | 90,9% |
| % do Vu da Cofina | 101,3% | | |
| Revistas - Unlevered value | (1.752) | APV | -1,1% |
| % do Vu da Cofina | -1,3% | | |
| Cofina unlevered value | 139.526 | | |
| Benefícios fiscais | 22.217 | APV | 14,3% |
| Custos de falência | (6.312) | APV | -4,1% |
| Cofina enterprise value | 155.430 | | 100% |
| Dívida financeira líquida (1ºS 2011) | (100.197) | | |
| Cash in da alienação da participação na Zon | 12.003 | @MV | |
| Interesses minoritários | (639) | @BV | |
| Investimentos em empresas associadas | 3.313 | @BV | |
| Valor do capital próprio | 69.910 | | |
| Número de acções | 102.566 | | |
| Price target | 0,68 | | |
| Preço actual (26/08/2011) | 0,28 | | |
| Potencial de valorização | 143,4% | | |

Anexo 11: Breve descrição das empresas constituintes do *peer group*¹⁰⁴

Alma Media Ovi

A Alma Media é um grupo finlandês com actividade no sector *media*, em particular na publicação de jornais, *on-line media* e outros serviços através da *internet*. Destaca-se a edição de 33 jornais nacionais, regionais e locais, assim como a disponibilização de informação económico-financeira e de um amplo espaço de classificados, quer impresso quer *on-line*.

Axel Springer AG

Trata-se de um grupo de *media* alemão que se dedica à publicação de jornais e revistas, assim como opera canais digitais de vendas. A sua actividade pode ser dividida em cinco segmentos de negócio: i) jornais nacionais; ii) revistas nacionais; iii) imprensa internacional; iv) *media* digital (actividades *on-line*, televisão e rádio); v) *services/holding*. No final de 2010, o grupo estava representado em 35 países.

¹⁰⁴ Fontes: Bloomberg; OneSource; Reuters.

Caltagirone Editore SpA

A Caltagirone Editore SpA é uma empresa italiana de *media*, pertencente ao Caltagirone Group. Dedicar-se à edição de jornais (pagos e gratuitos), à disponibilização de conteúdos e serviços na *internet* e ao mercado publicitário. Publica os jornais Il Messaggero, tendo 13 edições locais, o Il Mattino e o Il Gazzettino.

Gruppo Editoriale L' Espresso SpA

O Gruppo Editoriale L' Espresso é um grupo de *media* italiano que opera no sector da imprensa, rádio, publicidade, *internet* e televisão digital. Edita e publica o jornal nacional La Repubblica, 17 jornais locais e ainda um conjunto de revistas com periodicidades distintas. No segmento de TV detém os canais DeeJay TV, Onda Latina e Repubblica TV.

Keskisuomalainen Ovi

A Keskisuomalainen é uma empresa finlandesa que opera na publicação, produção e distribuição de jornais e revistas. É responsável pela edição do jornal diário nacional Keskisuomalainen, assim como de jornais provinciais, regionais e locais e de 16 revistas dos mais diversos segmentos.

Metro International SA

A Metro International publica jornais diários gratuitos, como é o caso do jornal Metro. Este jornal é publicado em mais de 100 cidades europeias, asiáticas e americanas. Detém também operações em regime de *franchising*, nomeadamente na Finlândia, Rússia e Portugal. Em 2009, este grupo encerrou a sua actividade nos Estados Unidos da América, em Espanha e em Itália, em virtude do acentuado decréscimo das receitas publicitárias.

North Media A/S

A North Media é um grupo dinamarquês que publica e distribui jornais nacionais na Dinamarca, mas também tem actividade no Reino Unido, Suécia e Alemanha. A actividade pode ser dividida em dois segmentos: i) publicação e distribuição do jornal gratuito Soendagsavisen; ii) *internet services*, que inclui, entre outros, a gestão de portais, serviços de recrutamento *on-line* e classificados.

Roularta Media Group NV

Trata-se de um grupo de *media* de origem belga que publica jornais e revistas para nichos de mercado, assim como actua nos sectores de *media* audiovisual (e.g. publicidade em TV e rádio) e de publicação electrónica. O segmento de publicações impressas gera cerca de 80% das receitas do grupo e inclui também a publicação de *newsletters* e de livros. Este grupo opera também em França, Holanda, Sérvia, Croácia e Eslovénia.

Schibsted ASA

De origem norueguesa, a Schibsted é um grupo de *media* cuja actividade está relacionada com a disponibilização de informação e de entretenimento através de livros, jornais nacionais e locais, revistas, *internet*, televisão, filmes e telemóveis. O mesmo grupo tem também actividades no sector publicitário e está presente em mais de 25 países.

Tamedia AG

Tamedia é um grupo suíço de *media* que edita e publica jornais diários, semanais e gratuitos e um vasto conjunto de revistas, assim como gere plataformas *on-line* e uma rádio regional. Este grupo detém participações em gráficas, nomeadamente em Zurique e em Berna.

Anexo 12: Múltiplos da Cofina e do peer group

Tabela 39: Múltiplos adicionais da Cofina e do peer group

| | EPS | | | EV/ Sales | | | EV/ EBIT | | | Enterprise value (current; M€) |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------------|
| | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | |
| Cofina SGPS, S.A. | 0,05 | 0,11 | 0,11 | 1,20 | 0,74 | 0,73 | 8,41 | 5,58 | 5,61 | 97,11 |
| Alma Media Oyj | 0,44 | 0,46 | 0,46 | 1,90 | 1,41 | 1,39 | 13,65 | 9,92 | 9,61 | 454,17 |
| Axel Springer AG | 2,73 | 2,76 | 2,96 | 1,43 | 1,12 | 1,08 | 9,79 | 7,32 | 7,00 | 3.530,59 |
| Caltagirone Editore SpA | 0,05 | 0,07 | 0,07 | 0,04 | N.s. | N.s. | 0,61 | -7,55 | -5,04 | -45,33 |
| Gruppo Editoriale L' Espresso SpA | 0,13 | 0,15 | 0,18 | 0,93 | 0,69 | 0,68 | 7,59 | 5,08 | 4,50 | 622,86 |
| Keskisuomalainen Oyj | 1,45 | N.d. | N.d. | 2,24 | 1,80 | N.d. | 11,23 | 8,62 | N.d. | 194,29 |
| Metro International SA | 0,01 | N.d. | 0,01 | 0,42 | 0,37 | 0,36 | 14,30 | 4,27 | 3,32 | 79,95 |
| North Media A/S | 0,54 | 1,93 | 0,76 | 0,57 | 0,50 | 0,49 | 5,86 | 3,97 | 3,87 | 80,98 |
| Roularta Media Group NV | 2,45 | 2,69 | 3,15 | 0,63 | 0,45 | 0,44 | 6,94 | 5,41 | 4,93 | 330,33 |
| Schibsted ASA | 3,38 | 1,28 | 1,60 | 1,45 | 1,14 | 1,08 | 5,74 | 9,73 | 8,17 | 2.197,25 |
| Tamedia AG | 7,70 | 11,85 | 11,95 | 1,64 | 0,99 | 0,97 | 11,20 | 6,29 | 5,97 | 961,32 |
| Mínimo | 0,01 | 0,07 | 0,01 | 0,04 | 0,37 | 0,36 | 0,61 | -7,55 | -5,04 | -45,33 |
| Média | 1,89 | 2,65 | 2,35 | 1,12 | 0,94 | 0,81 | 8,69 | 5,31 | 4,70 | 840,64 |
| Mediana | 0,99 | 1,61 | 0,76 | 1,18 | 0,99 | 0,83 | 8,69 | 5,85 | 4,93 | 392,25 |
| Máximo | 7,70 | 11,85 | 11,95 | 2,24 | 1,80 | 1,39 | 14,30 | 9,92 | 9,61 | 3.530,59 |

| | P/ BV | | | P/ Sales | | | Dividend Yield | | | Market capitalization (current; M€) |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|--------------|-------------------------------------|
| | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | |
| Cofina SGPS, S.A. | 9,60 | 2,42 | 1,21 | 0,52 | 0,23 | 0,22 | 1,45 | 5,17 | 5,17 | 29,74 |
| Alma Media Oyj | 5,51 | 4,75 | 4,71 | 2,00 | 1,43 | 1,41 | 8,45 | 7,75 | 7,93 | 460,47 |
| Axel Springer AG | 2,56 | 1,72 | 1,56 | 1,30 | 0,87 | 0,83 | 3,93 | 5,89 | 6,26 | 2.722,83 |
| Caltagirone Editore SpA | 0,28 | N.d. | N.d. | 0,89 | 0,68 | 0,66 | 2,94 | 3,94 | 4,72 | 158,75 |
| Gruppo Editoriale L' Espresso SpA | 1,26 | 0,90 | 0,85 | 0,77 | 0,57 | 0,55 | 0,00 | 7,62 | 8,83 | 510,56 |
| Keskisuomalainen Oyj | 3,62 | 3,10 | N.d. | 2,02 | 1,62 | N.d. | 4,16 | N.d. | N.d. | 174,69 |
| Metro International SA | 4,88 | 2,24 | 1,73 | 0,31 | 0,21 | 0,20 | N.d. | N.d. | N.d. | 44,92 |
| North Media A/S | 1,44 | 1,27 | 1,19 | 0,63 | 0,54 | 0,52 | 18,06 | 54,48 | 12,45 | 86,44 |
| Roularta Media Group NV | 0,94 | 0,57 | 0,52 | 0,46 | 0,30 | 0,29 | 1,95 | 3,99 | 4,67 | 217,86 |
| Schibsted ASA | 2,16 | 2,05 | 1,84 | 1,29 | 0,97 | 0,92 | 1,74 | 3,00 | 3,76 | 1.884,31 |
| Tamedia AG | 1,53 | 1,21 | 1,10 | 1,68 | 1,02 | 0,99 | 3,22 | 4,69 | 4,79 | 975,91 |
| Mínimo | 0,28 | 0,57 | 0,52 | 0,31 | 0,21 | 0,20 | 0,00 | 3,00 | 3,76 | 44,92 |
| Média | 2,42 | 1,98 | 1,69 | 1,13 | 0,82 | 0,71 | 4,94 | 11,42 | 6,68 | 723,67 |
| Mediana | 1,85 | 1,72 | 1,38 | 1,09 | 0,78 | 0,66 | 3,22 | 5,29 | 5,53 | 339,16 |
| Máximo | 5,51 | 4,75 | 4,71 | 2,02 | 1,62 | 1,41 | 18,06 | 54,48 | 12,45 | 2.722,83 |

N.d. - Não disponível; N.s. - Não significativo

Fonte: Bloomberg, 10/09/2011