

ANACOM

Determinação da taxa de custo de capital da MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. - aplicável ao exercício de 2019

27 de junho de 2019



Conteúdo

1.	SUMÁRIO EXECUTIVO	2
1.1	Enquadramento e Objetivos	3
1.2	Metodologia de cálculo do CMPC	5
1.3	Conclusões.....	7
2.	DEFINIÇÃO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL.....	8
2.1	Metodologia global	9
2.2	Taxa de juro sem risco	9
2.3	Prémio de dívida	10
2.4	Prémio de risco	11
2.5	Gearing.....	12
2.6	Beta.....	13
2.7	Taxa de imposto.....	13
2.8	Cálculo da Taxa de Custo de Capital	15
3.	ANEXOS	17
3.1	Anexo I – Taxa de juro sem risco	18
3.2	Anexo II - Gearing	19
3.3	Anexo III – Determinação do Beta.....	21
3.4	Anexo IV – Fontes da análise comparativa de estimativas WACC	22

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

1.1 Enquadramento e Objetivos

O conceito de “custo de capital” é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar por forma a compensar o custo de oportunidade do investimento.

Conforme prescreve a Decisão Final da ANACOM de dezembro de 2013, “no contexto da regulação do mercado de telecomunicações procura-se com a determinação da taxa:

- (i) assegurar os corretos incentivos ao investimento;
- (ii) garantir que não existem distorções nos mercados, através de práticas discriminatórias e anti competitivas;
- (iii) eliminar possíveis barreiras à entrada de novos concorrentes; e
- (iv) proteger os consumidores de preços excessivos, permitindo apurar adequadamente a taxa de custo de capital para remunerar os investimentos das empresas reguladas.”

A Lei nº 5/2004, de 10 de fevereiro, na sua redação em vigor (Lei das Comunicações Eletrónicas), prevê, no n.º 2 do artigo 74º, que ao impor as obrigações de amortização de custos e controlo de preços, incluindo a obrigação de orientação dos preços para os custos e a obrigação de adotar sistemas de contabilização de custos, a Autoridade Reguladora Nacional (ARN) deve ter em consideração o investimento realizado pelo operador,

permitindo-lhe uma taxa razoável de rendibilidade sobre o capital investido, tendo em conta os riscos a ele associados.

Por outro lado, a Recomendação da Comissão 98/322/CE, de 8 de abril (no 5.1 do seu Anexo), indica que “as taxas de interligação sejam orientadas para os custos, incluindo uma taxa de rendibilidade razoável do investimento” e que “o custo do capital dos operadores deve refletir o custo de opção dos fundos investidos em componentes da rede e outro ativo afim”.

Ainda segundo o ponto 5.1 do referido Anexo: “O custo do capital dos operadores reflete, por norma, o seguinte: o custo médio (ponderado) da dívida para as diferentes formas de dívida de cada operador; o custo do capital próprio medido pelas taxas de rendibilidade que os acionistas exigem para investirem na rede atendendo aos riscos associados; e os valores da dívida e do capital próprio. Esta informação pode ser depois utilizada para determinar o custo médio ponderado do capital (CMPC) através da seguinte fórmula: $CMPC = re * E / (D+E) + rd * D / (D+E)$ em que re é o custo do capital próprio, rd é o custo da dívida, E é o valor total do capital próprio e D é o valor total da dívida com juros”.

Por Deliberação de 10/02/2010, a ANACOM definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., (adiante também designada como MEO) aplicável ao triénio 2009-2011.

Com essa Deliberação, pretendeu-se minimizar a imprevisibilidade associada ao cálculo do custo de capital da MEO e, simultaneamente assegurar maior certeza regulatória, num quadro de maior transparência para todas as partes, na medida em que a operacionalização do processo de imputação do custo de capital, que historicamente vinha sendo seguido, era realizada em momento posterior ao exercício em causa.

O estabelecimento *ex-ante* de regras transparentes no que respeita à determinação da taxa de custo de capital contribui para um ambiente previsível ao qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas.

Acresce ainda que ao fixar regras *ex-ante* reduz-se a necessidade de investigações posteriores, normalmente complexas, morosas e potencialmente objeto de disputa.

Terminado o período regulatório 2009-2011, a metodologia de cálculo do custo de capital foi redefinida por Deliberação de 05/12/2013, com aplicabilidade a partir do exercício de 2012.

Posteriormente, por Deliberação de 17/12/2015, foi determinado que “*caso se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição - somente se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento dos parâmetros, considerando que todas as empresas comparáveis*

continuam a cumprir os critérios de seleção – que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de Maio do ano em questão e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederia a uma atualização do cálculo.”

Na sequência da revisão crítica dos parâmetros aplicáveis ao exercício de 2016, a Mazars propôs um conjunto de alterações à metodologia definida. A ANACOM entendeu relevantes as sugestões, conforme ficou vertido na Decisão Final de 15/09/2016. Esta Decisão, veio introduzir alterações no procedimento de cálculo dos parâmetros: (i) taxa de juro sem risco, (ii) prémio de dívida e (iii) prémio de risco. Neste âmbito procedeu-se ainda a uma atualização do leque de comparáveis, uma vez que uma das entidades integrantes, a PHAROL SGPS (antiga PT SGPS) deixou de ser considerada uma entidade comparável com a atividade da MEO.

A Decisão Final de 9 de maio de 2019 da ANACOM introduziu uma alteração no apuramento da componente da derrama estadual na taxa de imposto. Na medida em que esta componente do imposto é progressiva, decidiu-se que a derrama estadual deverá corresponder à taxa resultante da média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de referência do trabalho.

Estabilizados os princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital da MEO, foi solicitado à MAZARS que procedesse à revisão crítica e atualização dos dados necessários ao cálculo de cada

parâmetro da taxa de custo de capital da MEO aplicável ao exercício de 2019, matéria sobre a qual versa o presente documento.

1.2 Metodologia de cálculo do CMPC

Para a realização do trabalho foram transpostas as seguintes etapas metodológicas:

- Análise dos princípios metodológicos definidos;
- Identificação e compilação da informação de base histórica referenciada em termos das práticas a adotar;
- Revisão crítica dos parâmetros que concorrem para o cálculo da taxa de custo de capital;
- Tratamento e recálculo dos valores, de acordo com as fórmulas e abordagem metodológica sugerida na Decisão Final da ANACOM de dezembro de 2013, bem como na Deliberação de 17/12/2015 e Decisão Final de Setembro de 2016;
- Apuramento do *Weighted Average Cost of Capital – WACC* para 2019 da MEO.

Para o cálculo (i) do *gearing* e (ii) do *Beta*, a metodologia definiu a utilização de um conjunto de entidades comparáveis, uma vez que a MEO é uma entidade que não está cotada em bolsa, pelo que, não existe informação disponível relativamente ao *Beta*. Além disso, a utilização de uma única entidade aumentaria a exposição ao erro estatístico e à excessiva volatilidade dos dados obtidos.

A tabela adiante estabelece uma série de critérios utilizados na identificação de empresas comparáveis com a MEO.

Critérios de selecção	Detalhe
(a) Rendimento per capita	Operação em países com níveis de rendimentos semelhantes.
(b) Produtos / linha de serviços	Fornecimento de produtos e serviços semelhantes.
(c) Posição no mercado	Posição de mercado semelhante à MEO.
(d) Taxa de crescimento	Fase do seu ciclo de vida semelhante.
(e) Valor de negócio	Dimensão semelhante com a MEO.

Assim, para efeitos de *benchmark* neste estudo foram consideradas as 16 empresas que constam no quadro seguinte.

Empresa comparáveis
BT Group
Deutsche Telekom
Elisa OYJ
Hellenic Telecommunications
KPN NV
Magyar Telekom
Nos SGPS
Orange
Proximus
Swisscom
TDC
Telecom Italia
Telefónica
Telekom Austria
Telenor ASA
Telia Company

A Mazars realizou uma revisão da elegibilidade das entidades comparáveis constantes na metodologia definida. Da análise efetuada, tendo em conta as diretrizes gizadas, confirmámos a existência de pelo menos 80% das observações, que caso contrário poderiam implicar a sua exclusão. Importa, contudo, salientar que a entidade TDC deixou de estar cotada em junho de 2018, no entanto foi considerada no presente trabalho pois cumpre o critério supramencionado, porém em versões posteriores, no atual contexto, esta entidade deverá ser retirada do cálculo do custo do capital.

Também não identificámos alterações significativas no modelo de negócio das empresas selecionadas, nem mesmo a introdução de novas entidades comparáveis, pelo que somos de opinião que a amostra de comparáveis se mantém aderente.

1.3 Conclusões

Tendo em consideração a análise da metodologia preconizada pela ANACOM somos de opinião que os princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital da MEO são adequados e como tal concordamos com a sua aplicação, ao exercício de 2019, nos moldes gizados.

A alteração introduzida pela Deliberação de 17/12/2015, à Decisão Final da ANACOM de 2013 - 05/12/2013, veio acrescentar que na eventualidade de existir algum critério e/ou alguma fonte de informação que não pudesse ser atualizada (pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias) justificar-se-ia a sua alteração/substituição. Este procedimento poderia ser despoletado por ambas as partes, até ao dia 31 de maio do ano em questão e posterior submissão aos procedimentos de audiência prévia aos interessados e de consulta pública.

Recorrendo a esta metodologia percutível e transparente, com a definição apriorística dos parâmetros que concorrem para o cálculo do valor da taxa de custo de capital da MEO a MAZARS procedeu ao cálculo da taxa de custo de capital baseada no custo médio ponderado de capital (CMPC), na variante da fórmula do CMPC nominal antes de impostos (*pre-tax*).

A recolha de informação e posterior análise crítica permitiu-nos concluir que a informação existente é suficiente e que os procedimentos de cálculo dos parâmetros que concorrem para o apuramento do custo médio ponderado de capital se mantêm aderentes.

Neste contexto, após a aplicação da referida metodologia, a MAZARS apurou uma taxa de custo de capital, aplicável ao exercício de 2019, de 7,4021%.

Parâmetros	2019
Taxa de juro sem risco	2,45%
Prémio de dívida	1,608%
Beta	0,762
Prémio de risco	6,54%
Gearing	39,53%
Taxa imposto	22,50%
Custo de capital próprio	7,43%
CMPC pre-tax	7,4021%

2.1 Metodologia global

A metodologia de cálculo da taxa de custo de capital baseia-se no custo médio ponderado de capital (CMPC), na variante da fórmula do CMPC nominal antes de impostos (*pre-tax*).

Em termos metodológicos o custo médio ponderado de capital consiste numa média ponderada do custo de capital próprio e do custo de capital alheio, que corresponde à taxa de remuneração mínima exigida para atrair fundos para um determinado investimento, conforme explicitado na fórmula seguinte:

$$\text{CMPC}_{\text{pre-tax}} = [K_e \times (1 - G) + K_d \times G \times (1 - t_i)] \times \frac{1}{(1 - t_i)}$$

Em que:

- K_d : taxa de custo do capital alheio, obtido através da soma da Taxa de juro sem risco e do Prémio de dívida;
- G : *gearing*, correspondendo ao peso dos capitais alheios no total de capitais investidos;
- T_i : taxa de imposto nominal sobre o rendimento coletivo; e
- K_e : taxa do custo do capital próprio.

A taxa do custo do capital próprio é calculada pelo método *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) através da seguinte fórmula:

$$K_e = \text{Taxa de juro sem risco} + \beta \times \text{Prémio de risco}$$

Em que:

- *Taxa de juro sem risco* é a taxa que remunera o investimento em ativos isentos de risco.
- β : representa a covariância entre a rendibilidade das ações de uma empresa e o mercado bolsista como um todo, ou seja, reflete o risco de uma ação dessa empresa face ao risco de mercado.
- *Prémio de risco*: traduz-se na diferença entre a taxa de rendimento proporcionada pelo mercado bolsista e a que é proporcionada pelos investimentos sem risco.

2.2 Taxa de juro sem risco

A taxa de juro sem risco reflete a remuneração de ativos isentos de risco. Porém, estes ativos ainda que considerados sem risco têm subjacente um certo grau de risco, nomeadamente:

- Risco de mercado: mudanças nas taxas de retorno do mercado;
- Risco de liquidez: riscos associados à incapacidade de venda de instrumentos financeiros de curto prazo.

As práticas financeiras e regulatórias consideram, de um modo geral, as obrigações de dívida pública (ODP) como um indicador fiável e como um bom parâmetro para refletir a ausência de risco.

Para a definição da taxa de juro sem risco a metodologia definida, conforme Decisão Final de 15/09/2016, recorre à média das observações mensais das taxas implícitas (*yields*) das obrigações do tesouro português, com maturidade a 10 anos (dados mensais – Banco Central Europeu) para o período de 2017 e 2018.

Para o ano de 2017 a média das observações mensais das taxas de juro sem risco situou-se nos 3,05%. No ano de 2018, a média das taxas de juro sem risco foi de cerca de 1,84%.

No quadro *infra* pode-se verificar a média das taxas de juro sem risco para o ano 2017 e 2018 e a respetiva média entre ambas.

Média	
Taxa sem risco 2017	3,05%
Taxa sem risco 2018	1,84%
Média de 2017 e 2018	2,45%

Fontes: Banco Central Europeu

No **Anexo I** encontra-se o suporte dos dados em que estes cálculos se basearam.

A taxa de juro sem risco resulta da média das taxas implícitas das obrigações de tesouro portuguesas, com maturidade a 10 anos, com base nas observações mensais de 2017 e 2018, que corresponde a 2,45%.

2.3 Prémio de dívida

A taxa de custo dos capitais alheios reflete a taxa de juro para financiamento das dívidas de médio e longo prazo. Tendo em consideração a metodologia definida pela ANACOM, considera-se razoável o apuramento dessa taxa com base na taxa de juro sem risco adicionada do prémio de dívida.

O prémio de dívida é o retorno adicional relativamente à taxa correspondente ao investimento sem risco, requerida pelos credores da empresa e que reflete a qualidade do recetor do empréstimo (normalmente traduzido no *rating* atribuído à empresa) e a sua capacidade de cumprimento das responsabilidades da dívida.

A metodologia a aplicar para a identificação do prémio de dívida, introduzida na Decisão Final de 15/09/2016, preconiza a utilização de informação relativa ao preço derivado de títulos obrigacionistas com recurso à ferramenta *Bloomberg Value Curve*.

Os critérios de apuramento desta variável reúnem os seguintes parâmetros:

- Empresas de telecomunicações europeias que constam na base de dados *Bloomberg Value Curve*;
- Entidades com *ratings* compreendidos entre BBB- a BBB+;
- O *rating* da maioria das empresas que constituem o leque de 16 comparáveis para efeitos definição do *Gearing* e do *Beta*, estão enquadradas no intervalo mencionado;
- Obrigações com maturidade a 10 anos.

A média das *yields* patentes na base de dados *Bloomberg Value Curve* em 2017 ascende a 1,398%, e em 2018 a 1,818% como se pode verificar no quadro seguinte:

Base de dados - Bloomberg Value Curve	31-12-2017	31-12-2018	Média 2017 / 2018
EUR EUROPE COMMUNICATIONS BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y Código: BVSC0007	1,398%	1,818%	1,608%

Fonte: Bloomberg

A média das *yields* para o período 2017-2018 situou-se nos 1,608%, sendo este o valor adotado como prémio de dívida.

2.4 Prémio de risco

Por definição, o prémio de risco corresponde ao retorno financeiro excedente, isto é, representa o diferencial de rentabilidade exigida para investir num determinado ativo com risco inserido num determinado mercado face ao investimento em ativos isentos de risco.

Segundo a metodologia definida, o prémio de risco deve ser calculado com base na média simples entre os dados *ex-ante* de a) Pablo Fernández, b) Damodaran e c) Dimson, Marsh and Staunton, constante no *Investment Returns Yearbook* publicado pela Credit Suisse.

Deste modo, a metodologia definida incorpora uma diversidade de métodos de cálculo do prémio de risco: Fernández utiliza uma aproximação mais prática por oposição à aproximação teórica de Damodaran, por sua vez o estudo da Credit Suisse baseia-se em dados históricos (e séries longas de informação), de modo a conferir uma maior consistência visando estabilizar/atenuar eventuais diferenças mais vincadas em termos de abordagem.

Prémio de Risco

Fonte :

Pablo Fernandez	Market Risk Premium and Risk Free Rate used for 69 countries in 2019 ¹ Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin IESE Business School April 23, 2019	7,50%
Credit Suisse	Global Investment Returns Yearbook 2019 (EP Bonds 1969-2018) ²	3,1%
Damodaran	Portuguese market risk premium ³	9,02%

Prémio de Risco - Média 6,54%

O prémio de risco médio das 3 abordagens consideradas, corresponde a 6,54%.

¹ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3358901

³ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

² <https://www.credit-suisse.com/corporate/en/articles/media-releases/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2019-201902.html>

2.5 Gearing

O *gearing* corresponde à estrutura financeira da empresa, sendo determinado pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos⁴. A determinação da estrutura financeira da empresa revela-se muito importante na determinação do CMPC.

A escolha da relação ótima entre capitais próprios e capitais alheios, de forma a otimizar o CMPC é conhecida como a estrutura de capital ótima (na prática baseada nos comparáveis).

Os capitais alheios são constituídos integralmente por dívida remunerada.

Sempre que aplicável, foram expurgados da rubrica de passivos financeiros (correntes e não correntes) quaisquer saldos relacionados com derivados.

A determinação do *gearing* advém do valor médio do *gearing* para o período 2014-2018, com base nos dados dos relatórios e contas anuais disponibilizados na plataforma Bloomberg, para as empresas comparáveis.

No quadro seguinte encontram-se sintetizados os *gearings* médios para cada uma das 16 empresas comparáveis, para um período de 5 anos.

Empresa comparáveis	Gearing Médio de 5 anos
BT Group	36,68%
Deutsche Telekom	41,81%
Elisa OYJ	44,62%
Hellenic Telecommunications	29,45%
KPN NV	57,34%
Magyar Telekom	32,68%
Nos SGPS	38,87%
Orange	36,08%
Proximus	28,43%
Swisscom	38,69%
TDC	41,98%
Telecom Italia	46,47%
Telefónica	46,10%
Telekom Austria	38,32%
Telenor ASA	37,77%
Telia Company	37,12%
Média	39,53%

Fonte: Cálculos Mazars baseados nos Relatórios e Contas das Empresas retirados da Bloomberg

No **Anexo II** encontra-se a informação detalhada relativa ao apuramento do *Gearing*.

O valor do *gearing* resulta da média dos *gearings* das empresas comparáveis e corresponde a 39,53%.

⁴ *Gearing* - quociente obtido pela divisão do valor dos capitais alheios (dívida remunerada) pelo valor dos capitais investidos (capitais próprios + capitais alheios).

2.6 Beta

Na base da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital próprio, encontra-se a determinação do risco sistemático dos ativos com risco cotados em bolsa.

O risco sistemático corresponde ao risco geral do mercado, representando o risco relacionado com todos os aspectos (e.g., políticos, económicos, etc.) que possam alterar o comportamento dos investidores.

Este risco é distinto do risco individual de cada um dos valores cotados, por ser um risco do mercado no seu conjunto e não diversificável.

O risco sistemático da ação é definido através do cálculo do seu *Beta*, que no contexto da definição do custo de capital da empresa, corresponde ao *Beta* do capital próprio.

Os dados necessários para a determinação do *Beta* resultam do *Beta* ajustado (*Adjusted Beta*) para o período 2014-2018 (observações mensais – Bloomberg) para todas as empresas comparáveis, adicionalmente devem ser desalavancados da estrutura financeira (para obtenção do *Asset Beta*) e posteriormente alavancados (para obtenção do *Equity Beta*), com recurso à fórmula de *Harris & Pringle*⁵.

No **Anexo III** encontra-se a informação detalhada relativa ao apuramento do *Equity Beta*.

Após a aplicação da metodologia definida pela ANACOM o *Equity Beta* (5 anos) corresponde a 0,762.

2.7 Taxa de imposto

Em mercados concorrenenciais, o imposto é tratado como um custo que deverá ser recuperado através dos preços, portanto, o controlo de preços deve permitir à entidade gerar receitas suficientes para satisfazer as suas obrigações fiscais.

A taxa de imposto a considerar para efeitos de determinação do custo de capital, deve tendencialmente ser a taxa nominal, atendendo a que: (i) esta permite evitar oscilações frequentes resultantes da taxa efetiva de imposto, decorrentes fundamentalmente de correções anuais para efeitos de determinação da matéria coletável, bem como de variações ocorridas nos impostos diferidos; (ii) o apuramento da taxa de imposto nominal é menos complexo que o apuramento da taxa de imposto efetiva; (iii) concede maior

The Harris and Pringle Formula

$$\beta_e = \beta_a \left(1 + \frac{D}{E} \right)$$

5

previsibilidade regulatória; e (iv) é um número fixo e exógeno à empresa e facilmente observável.

A taxa de imposto para efeitos de determinação do custo de capital, corresponde ao somatório das suas três componentes, designadamente a taxa de imposto IRC, taxa de derrama estadual e a taxa de derrama municipal, com base na seguinte metodologia:

a) taxa de imposto de IRC

A taxa de imposto IRC deverá corresponder à taxa nominal de IRC em vigor para o ano a que respeita a decisão de cálculo do custo de capital.

b) taxa de derrama estadual

A taxa de derrama estadual, é determinada de forma progressiva em função do lucro tributável da empresa, sendo estabelecidos quantitativos para os quais são definidas taxas marginais de imposto aplicáveis.

Por este motivo e dado que o lucro tributável da Empresa tem uma relevância significativa na determinação deste parâmetro, a Decisão Final de 9 de maio de 2019 da ANACOM estabeleceu que a Derrama estadual a aplicar deverá corresponder à taxa resultante da aplicação da legislação em vigor para o ano aplicável do cálculo do custo de capital à média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de aplicação.

c) taxa de derrama municipal

O valor da derrama municipal deverá corresponder ao valor máximo estabelecido legislativamente para o ano em causa.

Nota: Pese embora não tenhamos nesta data o Relatório & Contas da MEO relativo ao exercício de 2018, de acordo com a informação veiculada na imprensa, os resultados gerados não deverão ser de monta a permitir a aplicação do patamar da derrama estadual, pelo que foi assumido uma taxa de 0%.

No quadro abaixo apresenta-se as 3 componentes apuradas e a respetiva taxa de imposto a aplicar para efeitos de determinação da taxa de custo de capital.

Taxa de Imposto		
Código IRC	Artigo 87º Taxa de IRC	21,00%
	Artigo 87º - A - Taxa Derrama estadual	0,00%
	Derrama Municipal	1,50%
		22,50%

A taxa de imposto nominal apurada foi de 22,50%.

2.8 Cálculo da Taxa de Custo de Capital

Partindo dos parâmetros elencados nos pontos anteriores procedeu-se ao cálculo da taxa de custo de capital baseada no custo médio ponderado de capital (CMPC), na variante da fórmula do CMPC nominal antes de impostos (*pre-tax*).

A recolha de informação e posterior análise crítica permitiu-nos concluir que a informação existente é suficiente e que os procedimentos de cálculo dos parâmetros que concorrem para o apuramento do custo médio ponderado de capital se mantêm aderentes.

Parâmetros	2019
Taxa de juro sem risco	2,45%
Prémio de dívida	1,608%
Beta	0,762
Prémio de risco	6,54%
Gearing	39,53%
Taxa imposto	22,50%
Custo de capital próprio	7,43%
CMPC pre-tax	7,4021%

A aplicação dos princípios definidos na metodologia resulta no apuramento de uma taxa de custo de capital, aplicável ao exercício de 2019, de 7,4021%.

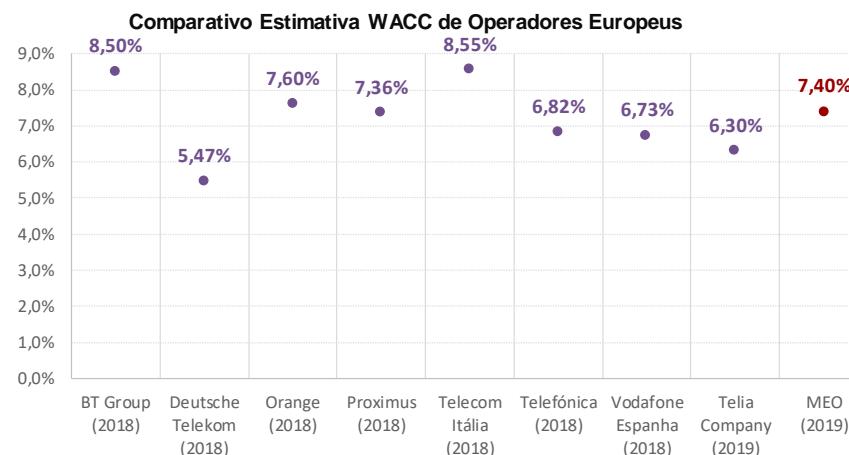
Procurando balizar os resultados obtidos, consideramos adequado estabelecer um comparativo das estimativas WACC entre os diferentes operadores de telecomunicações europeus, na medida em que existe uma heterogeneidade metodológica entre Reguladores Europeus, no entanto têm sido realizados alguns esforços no sentido de aproximar práticas estabelecidas entre congêneres.

Após uma breve revisão da metodologia aplicada previamente, verificou-se que não foram disponibilizadas publicamente estimativas atualizadas do WACC dos operadores Eircom e KPN (estudos com referência a 2015) e, por essa razão, estes operadores foram retirados desta análise.

As estimativas WACC baseiam-se nos relatórios disponibilizados pelos seguintes Reguladores Europeus: Ofcom (BT Group), BNA (Deutsche Telekom), ARCEP (Orange), BIPT (Proximus), AGCOM (Telecom Itália), CNMC (Telefónica e Vodafone Espanha) e PTS (Telia Company).

No **Anexo IV** consta a informação dos relatórios públicos que serviram de base a esta análise.

De seguida apresentamos o comparativo das estimativas WACC entre os diferentes operadores de telecomunicações europeus.



Importa salientar que o WACC utilizado pela Autoridade Reguladora Alemã (para a Deutsche Telekom) apresentado no quadro acima corresponde ao WACC *pre-tax* nominal, para efeitos de comparabilidade com as metodologias seguidas pelos demais reguladores. A metodologia da Autoridade Reguladora Alemã para o apuramento do WACC baseia-se no *smoothed WACC pre-tax* real, que correspondeu em 2018 a 4,84%. Esta metodologia incorpora a inflação anual do país e posteriormente é “suavizado” tendo em conta as taxas WACC definidas em anos anteriores (de forma a evitar flutuações significativas entre anos).

3.1 Anexo I – Taxa de juro sem risco

Taxa de juro da dívida portuguesa a 10 anos		
	2017	2018
Jan	3,95	1,85
Fev	4,04	2,03
Mar	3,99	1,79
Abr	3,77	1,66
Mai	3,29	1,84
Jun	2,97	1,87
Jul	3,03	1,76
Ago	2,83	1,82
Set	2,63	1,88
Out	2,32	1,96
Nov	1,98	1,91
Dez	1,83	1,71
Média	3,05	1,84

Fontes: Banco Central Europeu

3.2 Anexo II - Gearing

		2014	2015	2016	2017	2018	Gearing Médio de 5 anos
BT Group	Non current Interest-bearing liabilities	7 941	7 868	11 025	10 081	11 994	36,68%
	Current Interest-bearing liabilities	1 873	1 900	3 736	2 632	2 281	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	9 814	9 768	14 761	12 713	14 275	
	Equity	-592	808	10 112	8 335	9 911	
	Liabilities and Equity	24 898	27 191	42 966	42 372	32 657	
Deutsche Telekom	Non current Interest-bearing liabilities	43 980	47 191	49 772	48 320	51 106	41,81%
	Current Interest-bearing liabilities	10 152	14 255	13 144	8 263	10 091	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	54 132	61 446	62 916	56 583	61 197	
	Equity	34 066	38 150	38 845	42 470	43 437	
	Liabilities and Equity	129 360	143 920	148 485	141 334	145 375	
Elisa OYJ	Non current Interest-bearing liabilities	818	686	827	940	861	44,62%
	Current Interest-bearing liabilities	225	305	341	178	287	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	1 043	991	1 169	1 117	1 149	
	Equity	879	926	971	1 040	1 542	
	Liabilities and Equity	2 243	2 247	2 533	2 580	2 669	
Hellenic Telecommunications	Non current Interest-bearing liabilities	2 173	1 756	1 941	1 276	1 281	29,45%
	Current Interest-bearing liabilities	465	434	184	765	548	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	2 639	2 189	2 125	2 041	1 829	
	Equity	2 498	2 609	2 652	2 589	2 575	
	Liabilities and Equity	7 804	7 460	7 572	7 102	6 700	
KPN NV	Non current Interest-bearing liabilities	9 397	8 853	7 897	7 579	6 986	57,34%
	Current Interest-bearing liabilities	1 044	847	735	18	589	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	10 441	9 700	8 632	7 597	7 575	
	Equity	4 630	5 051	3 601	3 482	1 945	
	Liabilities and Equity	18 556	17 797	14 736	13 776	12 177	
Magyar Telekom	Non current Interest-bearing liabilities	304 493	274 217	293 825	273 891	170 743	32,68%
	Current Interest-bearing liabilities	175 478	162 932	95 189	43 699	120 285	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	479 971	437 149	389 014	317 590	291 028	
	Equity	524 398	544 931	581 333	580 073	614 932	
	Liabilities and Equity	1 190 776	1 207 024	1 175 529	1 109 661	1 155 996	
NOS	Non current Interest-bearing liabilities	617	979	972	955	889	38,87%
	Current Interest-bearing liabilities	504	178	225	210	244	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	1 120	1 157	1 197	1 165	1 133	
	Equity	1 060	1 064	1 053	1 107	1 084	
	Liabilities and Equity	2 956	2 977	2 983	3 006	2 926	
Orange	Non current Interest-bearing liabilities	29 482	29 528	28 908	26 293	26 749	36,08%
	Current Interest-bearing liabilities	4 891	4 536	4 616	6 030	7 270	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	34 373	34 064	33 524	32 323	34 019	
	Equity	31 701	33 267	33 845	33 512	33 249	
	Liabilities and Equity	88 404	91 430	95 411	95 349	96 592	

		2014	2015	2016	2017	2018	Gearing Médio de 5 anos
Proximus	Non current Interest-bearing liabilities	2 366	1 757	1 757	1 856	2 259	28,43%
	Current Interest-bearing liabilities	153	674	407	570	234	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	2 519	2 431	2 164	2 426	2 493	
	Equity	2 969	2 965	2 981	3 153	3 153	
	Liabilities and Equity	8 522	8 283	8 117	8 713	8 671	
Swisscom	Non current Interest-bearing liabilities	6 975	7 343	7 309	6 396	6 757	38,69%
	Current Interest-bearing liabilities	1 531	1 189	1 124	1 830	1 356	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	8 506	8 532	8 433	8 226	8 113	
	Equity	5 486	5 242	6 522	7 645	8 208	
	Liabilities and Equity	20 961	21 149	21 454	22 058	22 586	
TDC	Non current Interest-bearing liabilities	18 630	27 398	23 966	17 282	21 691	41,98%
	Current Interest-bearing liabilities	20 051	200	220	4 651	117	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	38 681	27 598	24 186	21 933	21 808	
	Equity	18 647	20 354	24 207	25 177	35 444	
	Liabilities and Equity	74 361	64 596	64 332	63 168	50 906	
Telecom Italia	Non current Interest-bearing liabilities	30 156	28 923	28 580	26 189	23 634	46,47%
	Current Interest-bearing liabilities	4 441	5 549	3 976	4 681	5 575	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	34 597	34 472	32 556	30 870	29 209	
	Equity	21 699	21 249	23 553	23 783	21 747	
	Liabilities and Equity	71 551	71 268	70 446	68 783	65 619	
Telefónica	Non current Interest-bearing liabilities	47 457	44 110	42 865	43 460	43 047	46,10%
	Current Interest-bearing liabilities	8 693	12 625	13 977	9 134	9 138	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	56 150	56 735	56 842	52 594	52 185	
	Equity	30 321	25 436	28 385	26 618	26 980	
	Liabilities and Equity	122 348	120 329	123 641	115 066	114 047	
Telekom Austria	Non current Interest-bearing liabilities	3 385	2 584	2 303	2 534	2 537	38,32%
	Current Interest-bearing liabilities	341	810	500	1	245	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	3 726	3 395	2 804	2 534	2 782	
	Equity	2 218	2 426	2 771	2 980	2 449	
	Liabilities and Equity	8 316	8 305	7 943	7 666	7 408	
Telenor ASA	Non current Interest-bearing liabilities	61 113	63 802	60 391	51 587	55 926	37,77%
	Current Interest-bearing liabilities	7 474	12 626	25 970	22 710	15 740	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	68 587	76 428	86 361	74 297	71 666	
	Equity	68 505	63 126	55 396	62 335	54 455	
	Liabilities and Equity	193 755	204 909	206 319	201 765	191 272	
Telia Company	Non current Interest-bearing liabilities	88 308	89 325	80 476	85 547	85 036	37,12%
	Current Interest-bearing liabilities	10 992	9 266	11 113	3 471	9 215	
	TOTAL Interest-bearing liabilities	99 300	98 591	91 589	89 018	94 251	
	Equity	116 364	102 202	94 869	106 946	102 394	
	Liabilities and Equity	272 066	254 017	253 430	245 367	248 952	

Fonte: Relatórios e Contas das Empresas retirados da Bloomberg e cálculos Mazars

3.3 Anexo III – Determinação do Beta

Empresas comparáveis	Raw Beta	Adjusted Beta	Gearing médio 5 anos	Debt to Equity	Asset Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle)	Gearing óptimo	Debt to Equity	Equity Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle)
BT Group	0,760	0,840	36,68%	57,93%	0,532	39,53%	65,36%	0,879
Deutsche Telekom	0,756	0,837	41,81%	71,85%	0,487	39,53%	65,36%	0,806
Elisa OYJ	0,383	0,589	44,62%	80,56%	0,326	39,53%	65,36%	0,539
Hellenic Telecommunications	0,701	0,801	29,45%	41,74%	0,565	39,53%	65,36%	0,934
KPN NV	0,503	0,669	57,34%	134,41%	0,285	39,53%	65,36%	0,472
Magyar Telekom	0,289	0,526	32,68%	48,55%	0,354	39,53%	65,36%	0,586
Nos SGPS	0,601	0,734	38,87%	63,60%	0,449	39,53%	65,36%	0,742
Orange	0,664	0,776	36,08%	56,44%	0,496	39,53%	65,36%	0,820
Proximus	0,545	0,697	28,43%	39,73%	0,499	39,53%	65,36%	0,824
Swisscom	0,607	0,738	38,69%	63,10%	0,452	39,53%	65,36%	0,748
TDC	0,847	0,898	41,98%	72,35%	0,521	39,53%	65,36%	0,862
Telecom Italia	1,104	1,069	46,47%	86,80%	0,572	39,53%	65,36%	0,947
Telefónica	1,154	1,103	46,10%	85,52%	0,594	39,53%	65,36%	0,983
Telekom Austria	0,686	0,791	38,32%	62,12%	0,488	39,53%	65,36%	0,806
Telenor ASA	0,363	0,575	37,77%	60,69%	0,358	39,53%	65,36%	0,592
Telia Company	0,450	0,633	37,12%	59,03%	0,398	39,53%	65,36%	0,659
Média	0,767		39,53%					0,762

Fonte: Bloomberg e cálculos Mazars

3.4 Anexo IV – Fontes da análise comparativa de estimativas WACC

A análise comparativa das estimativas WACC baseia-se nos relatórios disponibilizados por um conjunto de Reguladores Europeus. Face à dimensão dos ficheiros mencionados, elencamos abaixo os endereços URL onde se encontram os relatórios públicos que serviram de base à análise comparativa.

Ofcom (BT Group): https://www.ofcom.org.uk/__data/assets/pdf_file/0017/124730/bcmr-annexes-1-22.pdf

BNEtza (Deutsche Telekom): <https://www.bundesnetzagentur.de/EN/Areas/Telecommunications/Companies/MarketRegulation/CostOfCapital/costofcapital-node.html>

<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/3/2018/EN/C-2018-6307---EN-MAIN-PART-1.PDF>

ARCEP (Orange): <https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000035468968>

BIPT (Proximus): https://www.bipt.be/public/files/fr/22602/2018-09-12_WACC_FR.pdf

AGCOM (Telecom Italia): <https://www.agcom.it/documents/10179/13258265/Delibera+599-18-CONS/bb565da5-e78a-4986-b881-46ec82e37757?version=1.0>

CNMC (Telefónica e Vodafone Espanha): https://www.cnmc.es/sites/default/files/2258324_13.pdf

PTS (Telia Company): <https://pts.se/globalassets/startpage/dokument/icke-legala-dokument/remisser/2019/telefoniinternet/samtrafik/bilaga-2-m1-wacc-20180918.pdf>

Lisboa

Rua Tomás da Fonseca
Torres de Lisboa, Torre G, 5.^º Andar
1600-209 Lisboa

Porto

Rua do Campo Alegre N.^º 830
3.^º Andar, Sala 14
4150-171 Porto

Leiria

Estrada de Leiria, 212
Edifício Pinus Park Fr. X
2430 Marinha Grande