

Decisão

**Taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A.
(exercício de 2023)**

junho 2023

VERSÃO ÚNICA

Índice

1. Sumário executivo	3
2. Enquadramento.....	4
3. Taxa de custo de capital	4
4. Conclusão	7
ANEXO 1	8

1. Sumário executivo

Enquadramento Os CTT – Correios de Portugal, S.A. (CTT), enquanto prestadores do serviço postal universal, encontram-se obrigados a dispor de um sistema de contabilidade analítica (SCA) que permita a separação de contas entre os serviços e produtos que integram o serviço postal universal (SU) e os que não o integram, de forma a permitir, nomeadamente, o cálculo do custo líquido do SU, bem como permitir a separação entre os custos associados às diversas operações básicas integrantes dos serviços postais (aceitação, tratamento, transporte e distribuição).

A Lei n.º 17/2012, de 26 de abril (Lei Postal), que transpôs para a legislação nacional a Diretiva Postal (Diretiva 2008/6/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de fevereiro, que altera a Diretiva n.º 97/67/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de dezembro), estabelece que o prestador do SU tem direito a obter um lucro razoável, representado pelo custo de capital relativo aos investimentos necessários à prestação do SU, o qual deve refletir o risco incorrido.

A Autoridade Nacional de Comunicações (ANACOM), por decisão de 02.11.2017, definiu a metodologia de cálculo a aplicar para a determinação da taxa de custo de capital dos CTT referente aos exercícios de 2018 e seguintes.

Conclusões Atendendo ao disposto na Lei Postal e ao fixado na referida metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, no contexto dos resultados de 2023 do sistema de contabilidade analítica dos CTT deve ser utilizada a **taxa de custo de capital de 9,7267%**.

2. Enquadramento

A taxa de custo de capital traduz-se na taxa de retorno apropriada para compensar o custo de oportunidade do investimento.

O estabelecimento *ex-ante* de regras transparentes na determinação da taxa de custo de capital contribui para um ambiente previsível no qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expetativas. Acresce ainda que ao serem fixadas regras *ex-ante* reduz-se a necessidade de investigações posteriores, normalmente complexas, morosas e potencialmente objeto de disputa.

Neste contexto, a ANACOM aprovou, em 02.11.2017¹, a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes, que define a forma de apuramento dos diversos parâmetros considerados e as fontes de informação a utilizar para o efeito.

Tendo como objetivo determinar a taxa de custo de capital a utilizar pelos CTT no seu SCA, aplicável ao exercício de 2023, que traduza de forma adequada a obtenção de um lucro razoável, tendo em consideração o risco incorrido nos investimentos realizados na prestação do SU, a ANACOM adjudicou à Mazars Advisory, S.A. (Mazars) a revisão crítica da atual metodologia e a atualização dos dados necessários ao cálculo de cada parâmetro da taxa de custo de capital.

Em junho de 2023 a Mazars entregou o relatório “*Determinação da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. - aplicável ao exercício de 2023*”, documento em anexo a esta decisão e que faz parte integrante da mesma.

3. Taxa de custo de capital

A metodologia definida pela ANACOM para cálculo do custo de capital, assenta na fórmula antes de imposto (*pre-tax*) do custo médio ponderado de capital (CMPC), baseando-se no modelo de *capital asset pricing model* (CAPM) para calcular o custo dos capitais próprios.

Quanto aos parâmetros da fórmula cujo cálculo tem como base a utilização de uma metodologia assente num *benchmark* com recurso a empresas comparáveis, os critérios utilizados na escolha das referidas empresas assentaram na escolha de entidades que: (i)

¹ Disponível no sítio da ANACOM na Internet <https://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1421505>.

operam no sector postal em mercados com maturidade equiparável ao mercado nacional; (ii) possuem títulos negociados (ações) em bolsas de valor organizadas; e, (iii) possuem uma oferta de produtos e/ou serviços semelhantes aos prestados pelos CTT.

Neste sentido, a revisão da elegibilidade das entidades comparáveis, realizada pela Mazars (ver anexo), não identificou: (i) a existência de alterações significativas no modelo de negócios das empresas selecionadas, ou a inexistência de pelo menos 80% das observações que, de acordo com a metodologia definida, poderia implicar a exclusão de qualquer uma destas entidades, e (ii) qualquer outra empresa que pudesse ser considerada comparável a fim de o integrar, concluindo assim que o *benchmark* a utilizar deve manter-se inalterado face ao definido na deliberação da ANACOM de 02.11.2017 (ver Tabela 1).

Tabela 1 – *Benchmark* de empresas comparáveis

Empresa comparável	País
Austrian Post	Áustria
Bpost	Bélgica
CTT	Portugal
Maltapost	Malta
PostNL	Países Baixos
International Distribution Services (Royal Mail) ²	Reino Unido

Não obstante a definição, *a priori*, da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, a mesma estabelece uma revisão anual da taxa de custo de capital, aplicável a cada exercício, até ao fim do primeiro semestre do ano em questão, com base na disponibilidade dos elementos necessários à sua determinação.

A este respeito, de acordo com a metodologia definida na decisão de 02.11.2017, «(...) sempre que ocorram situações nas quais não seja possível utilizar a totalidade dos dados, e respetivas séries, necessários à determinação dos parâmetros considerados no cálculo do custo de capital, quer devido à não existência de informação disponível, quer devido à ocorrência de factos que coloquem em causa a continuidade ou a validade das séries utilizadas, o apuramento dos referidos parâmetros deve, sempre que possível, ser efetuado da forma mais próxima à estipulada na metodologia em vigor, apenas se introduzindo os desvios necessários para colmatar a inexistência e/ou insuficiência da informação em causa.

² Em julho de 2022 a Royal Mail alterou a sua designação para *International Distribution Services*.

Neste sentido, sempre que se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, e 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 espoletada 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, caso contrário, apenas se procederá à atualização do cálculo do valor para o exercício em causa.».

Em relação ao cálculo do valor da taxa de custo de capital para 2023, a Mazars constatou que existem os elementos necessários para proceder ao cálculo em questão, não se verificando a necessidade de alteração/substituição das fontes de dados.

Atento o exposto, a ANACOM considera que estão reunidas as condições necessárias para que se possam dispensar os procedimentos de audiência prévia aos interessados e de consulta pública, sendo apenas necessário efetuar e divulgar o cálculo da taxa de custo de capital aplicável aos CTT para efeitos regulatórios no exercício de 2023.

Neste sentido, com base nos valores constantes do relatório elaborado pela Mazars, entende-se que, no contexto dos resultados de 2023 do SCA dos CTT, deve ser utilizada a taxa de custo de capital de 9,7267%, resultado da aplicação, à fórmula de cálculo estabelecida, dos parâmetros constantes da Tabela 2.

Tabela 2 – Taxa de custo de capital (2023)

Taxa de juro sem risco	1,2325%
Prémio de dívida	3,2080%
Beta	1,0448
Prémio de risco	6,5754%
<i>Gearing</i>	20,4626%
Taxa de imposto	26,9171%
Custo do capital próprio	8,1025%
Taxa de custo de capital (2023)	9,7267%

4. Conclusão

Atendendo ao acima exposto, o Conselho de Administração da ANACOM, no exercício das atribuições e poderes que lhe são conferidos pelas alíneas a), h) e i) do n.º 1 do artigo 8.º e pelas alíneas a) do n.º 1 e b) do n.º 2 do artigo 9.º, todos dos seus Estatutos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 39/2015, de 16 de março, tendo em conta o disposto nos artigos 15.º e 16.º da Lei n.º 17/2012, de 26 de abril, na sua redação em vigor, e a *“Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes”*, definida por deliberação de 02.11.2017, e no exercício das competências que lhe são conferidas pela alínea b) do n.º 1 do artigo 26.º dos seus Estatutos, delibera que, no contexto dos resultados de 2023 do sistema de contabilidade analítica dos CTT – Correios de Portugal, S.A., deve ser utilizada a taxa de custo de capital de 9,7267%.

ANACOM



CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

ANEXO 1



ANACOM

Determinação da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. - aplicável ao exercício de 2023

mazars

21 / 06 / 2023

Índice

1	Sumário Executivo	3
1.1	Enquadramento e Objetivos	3
1.2	Metodologia de cálculo do CMPC	4
1.3	Conclusões	6
2	Definição da taxa de custo de capital	7
2.1	Metodologia global	7
2.2	Taxa de juro sem risco	7
2.3	Prémio de dívida.....	8
2.4	Prémio de risco.....	9
2.5	Gearing	9
2.6	Beta	10
2.7	Taxa de Imposto.....	11
2.8	Cálculo da Taxa de Custo de Capital	13
3	Anexos	14
3.1	Anexo I – Taxa sem risco	14
3.2	Anexo II – Gearing.....	15
3.3	Anexo III – Determinação do Beta.....	16
3.4	Anexo IV – Cálculo da taxa de derrama estadual	17

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 novembro de 2017, “no contexto da regulação postal procura-se com a determinação da taxa de custo de capital:

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

Os CTT enquanto prestador do serviço postal universal (PSU), encontram-se obrigados a dispor de um sistema de contabilidade analítica (SCA) que permita a separação de contas entre cada um dos serviços e produtos que integram o Serviço Universal (SU) e os que não o integram, de forma a possibilitar, nomeadamente, o cálculo do custo líquido do serviço universal (CLSU), bem como permitir a separação entre os custos associados às diversas operações básicas integrantes dos serviços postais (aceitação,

tratamento, transporte e distribuição), tendo como base os princípios da contabilidade analítica.

A Lei Postal aprovada pela Lei n.º 17/2012, de 26 de abril, considera que o CLSU deve ter em consideração a obtenção de um lucro razoável, representado pelo custo de capital, refletindo o risco incorrido nos investimentos efetuados para a prestação do SU¹.

Para tal considera-se essencial a definição de uma metodologia que permita apurar, sem quaisquer constrangimentos, contabilísticos e analíticos, a taxa de custo de capital adequada à remuneração dos investimentos das empresas reguladas, bem como de um mecanismo que permita a revisão dos seus parâmetros que se traduza, não só numa maior atualização da taxa de custo de capital face à envolvente macroeconómica em que o PSU opera, como também resulte numa maior transparência e certeza regulatória.

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.

A Decisão Final de 02/11/2017 determinou a metodologia de apuramento da taxa de custo de capital. Definiu-se a utilização do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), baseado no modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM) para a determinação da taxa de custo dos capitais próprios,

¹ Alínea b) do n.º 3, artigo 19.º pela Lei n.º 17/2012, de 26 de abril

na ótica antes de impostos (*pre-tax*). **A fórmula de cálculo do custo médio ponderado do capital (CMPC) corresponde à seguinte equação: $CMPC = re * E / (D+E) + rd * D / (D+E)$ 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.**

Não obstante a definição, à *priori*, da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital e atendendo a que o atual contexto macroeconómico aconselha a que os parâmetros sejam regularmente revisitados, entende-se que os referidos parâmetros devem ser revistos anualmente, tendo por base a metodologia em vigor.

A este respeito, e sempre que ocorram situações para as quais não seja possível utilizar a totalidade dos dados, e respetivas séries, necessárias à determinação dos parâmetros considerados no cálculo do custo de capital, quer devido à inexistência de informação disponível ou ocorrência de factos que coloquem em causa a continuidade ou a validade das séries utilizadas, o apuramento dos referidos parâmetros deve, sempre que possível, ser efetuado da forma mais próxima à estipulada na metodologia em vigor (apenas se introduzindo os desvios necessários para colmatar a inexistência e/ou insuficiência da informação em causa).

Neste sentido, sempre que se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, e 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 espoletada 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, caso contrário, apenas se procederá à atualização do cálculo do valor para o exercício em causa.

Estabilizados os princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital dos CTT 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 dos CTT, 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 02/11/2017;
- Apuramento do *Weighted Average Cost of Capital* – WACC para 2023 dos CTT.

Para o cálculo (i) do *gearing* e (ii) do *Beta*, a metodologia definiu, tendo em consideração as privatizações de operadores verificadas no sector postal europeu, a utilização de um conjunto de entidades comparáveis cotadas em bolsa.

A tabela adiante estabelece uma série de critérios utilizados na identificação de empresas comparáveis com os CTT.

Critérios de seleção

- (a) Entidades que operam no setor postal em mercados com maturidade equiparável ao mercado nacional
- (b) Entidades com títulos negociados (ações) em bolsas de valores organizadas
- (c) Entidades com produtos/serviços semelhantes aos prestados pelos CTT

Sempre que se justifique, o atual *benchmark* deve ser revisto e atualizado, não só por se entender que alguma das empresas do *benchmark* tenha, por algum motivo, deixado de se considerar comparável, como para permitir a inclusão de outras empresas comparáveis que, entretanto, venham a surgir, e que não só cumpram os critérios acima referidos, como também apresentem um historial de cotação em bolsa mínimo (dois anos) que permita diluir eventuais variações especulativas do valor da sua ação nos primeiros meses de cotação.

Assim, para efeitos de *benchmark* neste estudo foram consideradas as 6 empresas que constam no quadro seguinte.

Empresa comparáveis
Austrian Post
Bpost
CTT
Maltapost
PostNL
International Distribution Services (ex Royal Mail)

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, como

também não identificámos alterações significativas no modelo de negócios das empresas selecionadas.

Adicionalmente, foi feita uma pesquisa de novas entidades que pudessem integrar a amostra de entidades comparáveis.

Tendo em consideração o exercício realizado em anos anteriores, identificámos apenas uma nova entidade com potencial para ser inserida na amostra, mais concretamente a InPost, com sede na Polónia. Esta entidade apenas começou a ser negociada em bolsa a 26 de janeiro ano de 2021, pelo que não se verifica o cumprimento do critério de historial mínimo (dois anos de informação completa), não obstante em atualizações futuras deste relatório, esta entidade poderá qualificar-se para integrar a amostra.

Na extração feita de potenciais comparáveis identificou-se uma outra entidade, a Poste SRPSKE AD, sediada na Bósnia, que não tem volume de transações. Por esse motivo consideramos que não se justifica a sua inclusão no grupo de comparáveis.

Salientar, ainda, a alteração da designação da empresa Royal Mail, desde julho de 2022, cuja nova denominação passou a ser International Distribution Services.

Deste modo, somos de opinião que a amostra de comparáveis elencada mantém-se 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 dos CTT são adequados e, como tal, concordamos com a sua aplicação, ao exercício de 2023, nos moldes gizados.

Recorrendo a esta metodologia compreensível e transparente, com a definição apriorística dos parâmetros que concorrem para o cálculo do valor da taxa de custo de capital dos CTT, 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 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 2023, de 9,7267%.

Parâmetros	2023
Taxa de juro sem risco	1,2325%
Prémio de dívida	3,2080%
Beta	1,0448
Prémio de risco	6,5754%
Gearing	20,4626%
Taxa imposto	26,9171%
Custo de capital próprio	8,1025%
<i>CMPC pre-tax</i>	<u>9,7267%</u>

2 Definição da taxa de custo de capital

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 02/11/2017, 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 2021 e 2022.

Para o ano de 2021, a média das observações mensais das taxas de juro sem risco situou-se nos 0,2950%. Para o ano de 2022, a média das taxas de juro sem risco foi de cerca de 2,1700%.

No quadro *infra* pode-se verificar a média das taxas de juro sem risco para o ano 2021 e 2022 e a respetiva média entre ambas.

	Média
Taxa sem risco 2021	0,2950%
Taxa sem risco 2022	2,1700%
Média de 2021 e 2022	1,2325%

Fonte: 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 2021 e 2022, que corresponde a 1,2325%.

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 02/11/2017, 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 com classificação setorial da Bloomberg “Industrial” com domicílio na Europa que constam na base de dados *Bloomberg Value Curve*;
- Entidades com *rating* de BBB-;
- Obrigações com maturidade a 10 anos.

A média das *yields* patentes na base de dados *Bloomberg Value Curve* em 2021 ascende a 1,2360%, e, em 2022 a 5,1800%, como se pode verificar no quadro seguinte:

Base de dados - Bloomberg Value Curve	31-12-2021	31-12-2022	Média 2021 / 2022
EUR EUROPE INDUSTRIAL BBB- BVAL Yield Curve 10Y	1,2360%	5,1800%	3,2080%

Fonte: Bloomberg

Entendemos que para futuro, caso as condições macroeconómicas o justifiquem, poderá ser equacionada a possibilidade de revisão do *benchmark* utilizado neste parâmetro (prémio de dívida), de forma a espelhar as alterações conjunturais, quer do *rating* da República Portuguesa, quer das empresas do *benchmark* permitindo, por exemplo, acomodar não só as notações BBB-, mas também BBB e BBB+. No entanto importa salientar que, à data de hoje, esta alteração teria um

impacto negligenciável no valor apurado do prémio de dívida, nomeadamente de 0,15 pontos percentuais (que por seu turno teria um impacto de 0,03 pontos percentuais na taxa WACC calculada).

A média das *yields* para o período 2021-2022 situou-se nos 3,2080%, 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 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 80 countries in 2023 ² Pablo Fernandez, Diego de la Garza and Javier F. Acín IESE Business School April 3, 2023	8,2000%
Credit Suisse	Global Investment Returns Yearbook 2022 (EP Bonds 1973-2022) ³	2,3000%
Damodaran	Portuguese market risk premium ⁴	9,2263%

Prémio de Risco - Média 6,5754%

O prémio de risco médio das 3 abordagens consideradas, corresponde a 6,5754%.

2.5 Gearing

O *gearing* corresponde à estrutura financeira da empresa, sendo determinado pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos⁵.

²https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3803990

³<https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2023-summary-edition.pdf>

⁴ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

⁵ Gearing - quociente obtido pela divisão do valor dos capitais alheios (dívida remunerada) pelo valor dos capitais investidos (capitais próprios + capitais alheios).

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.

Importará notar, que para o caso específico dos CTT, no âmbito da determinação do *gearing*, expurgámos o efeito dos financiamentos associados aos depósitos dos clientes do Banco CTT (desde 2017) de acordo com a informação extraída dos relatórios e contas consolidado. O objetivo deste ajustamento é procurar retirar o impacto da atividade bancária do grupo CTT do balanço e deste modo do cálculo do *Gearing*, na medida em que a inclusão deste valor, pela sua expressão, tem um peso significativo no balanço consolidado da Empresa.

Analisámos a este propósito as 5 entidades comparáveis com o intuito de apurar pela existência e/ou relevância de atividade bancária no seio da sua performance. No exercício de 2020, foi o primeiro ano em que identificámos uma situação idêntica ao Banco CTT na Royal Mail, tendo adotado o mesmo procedimento de modo a manter a consistência da metodologia. Por seu turno, a Bpost detém uma participação numa entidade financeira (Bpost bank), que não confere controlo, registada via equivalência patrimonial, pelo que não foi realizado qualquer ajustamento.

A determinação do *gearing* advém do valor médio do *gearing* para o período 2017-2022, 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 6 empresas comparáveis, para um período de 5 anos.

Empresas comparáveis	Gearing Médio de 5 anos
Austrian Post	14,8017%
Bpost	34,7367%
CTT	13,9082%
Maltapost	1,9288%
PostNL	40,8499%
International Distribution Services (ex Royal Mail)	16,5502%
Média	20,4626%

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 20,4626%.

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 aspetos (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 2017-2022 (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*⁶.

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 1,0448.

2.7 Taxa de Imposto

Em mercados concorrenciais, 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 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, e 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 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

The Harris and Pringle Formula

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

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.

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.

No **Anexo IV** apresenta-se em maior detalhe o cálculo da componente da taxa de derrama estadual.

Taxa de Imposto		
Código IRC	Artigo 87º Taxa de IRC	21,0000%
	Artigo 87º - A - Taxa Derrama estadual	4,4171%
	Derrama Municipal	1,5000%
		<hr/>
		26,9171%

A taxa de imposto nominal apurada foi de 26,9171%.

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	2023
Taxa de juro sem risco	1,2325%
Prémio de dívida	3,2080%
Beta	1,0448
Prémio de risco	6,5754%
Gearing	20,4626%
Taxa imposto	26,9171%
Custo de capital próprio	8,1025%
<i>CMPC pre-tax</i>	9,7267%

A aplicação dos princípios definidos na metodologia resulta no apuramento de uma taxa de custo de capital, aplicável ao exercício de 2023, de 9,7267%.

3 Anexos

3.1 Anexo I – Taxa sem risco

Taxa de juro da dívida portuguesa a 10 anos		
	2021	2022
Jan	0,0300	0,5800
Fev	0,1600	1,0600
Mar	0,2300	1,1600
Abr	0,3500	1,7600
Mai	0,5300	2,1400
Jun	0,4300	2,6500
Jul	0,2700	2,2600
Ago	0,1400	2,1600
Set	0,2600	2,8900
Out	0,3900	3,2600
Nov	0,3900	3,0200
Dez	0,3600	3,1000
Média	0,2950	2,1700

Fonte: Banco Central Europeu

3.2 Anexo II – Gearing

Milhões de U.M.

		2018	2019	2020	2021	2022
Austrian Post	Non current Interest-bearing liabilities	4	271	274	281	488
	Current Interest-bearing liabilities	7	39	78	123	92
	TOTAL Interest-bearing liabilities	10	310	352	404	580
	Equity	699	701	655	672	710
	Liabilities and Equity	1 681	2 043	2 161	2 249	2 418
Bpost	Non current Interest-bearing liabilities	849	1 177	1 165	1 261	1 181
	Current Interest-bearing liabilities	176	273	278	116	308
	TOTAL Interest-bearing liabilities	1 025	1 450	1 443	1 378	1 489
	Equity	702	683	584	885	1 065
	Liabilities and Equity	3 345	3 777	3 875	4 141	4 358
CTT	Non current Interest-bearing liabilities	100	149	164	149	136
	Current Interest-bearing liabilities	27	27	43	52	60
	TOTAL Interest-bearing liabilities	127	175	207	201	196
	Equity	136	131	150	175	225
	Liabilities and Equity	971	1 192	1 206	1 464	1 812
Maltapost	Non current Interest-bearing liabilities	0	0	2	1	1
	Current Interest-bearing liabilities	0	0	0	0	0
	TOTAL Interest-bearing liabilities	0	0	2	2	1
	Equity	26	27	27	29	27
	Liabilities and Equity	48	43	47	52	50
PostNL	Non current Interest-bearing liabilities	420	896	927	966	952
	Current Interest-bearing liabilities	4	64	75	69	96
	TOTAL Interest-bearing liabilities	424	960	1 002	1 035	1 048
	Equity	49	-18	213	429	179
	Liabilities and Equity	1 698	2 138	2 201	2 484	2 221
International Distribution Services (ex Royal Mail)	Non current Interest-bearing liabilities	546	519	1 922	1 854	2 000
	Current Interest-bearing liabilities	60	37	901	197	213
	TOTAL Interest-bearing liabilities	606	556	2 823	2 051	2 213
	Equity	4 436	4 619	5 621	4 805	5 334
	Liabilities and Equity	7 257	7 401	11 017	9 985	10 679

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 ótimo	Debt to Equity	Equity Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle)
Austrian Post	0,3020	0,5347	14,8017%	17,3732%	0,4555	20,4626%	25,7270%	0,5727
Bpost	1,1970	1,1313	34,7367%	53,2254%	0,7383	20,4626%	25,7270%	0,9283
CTT	0,9900	0,9933	13,9082%	16,1551%	0,8552	20,4626%	25,7270%	1,0752
Maltapost	0,8470	0,8980	1,9288%	1,9667%	0,8807	20,4626%	25,7270%	1,1073
PostNL	1,3600	1,2400	40,8499%	69,0615%	0,7335	20,4626%	25,7270%	0,9222
International Distribution Services (ex Royal Mail)	1,8780	1,5853	16,5502%	19,8325%	1,3230	20,4626%	25,7270%	1,6633
Média		1,0638	20,4626%					1,0448

Fonte: Bloomberg e cálculos Mazars

3.4 Anexo IV – Cálculo da taxa de derrama estadual

Apuramento da derrama estadual implícita

(a)	<u>Lucro tributável (LT) médio</u>	<u>33 455</u>
	<u>Pressupostos fiscais</u>	
	Escalões LT	Tx. Derrama
	>1 500	3,00%
	>7 500	5,00%
	>35 000	9,00%
	<u>Derrama estadual aplicável ao LT médio</u>	
(b)	>1 500	180
(c)	>7 500	1 298
(d)	>35 000	0
(e) = b + c + d		<u>1 478</u>
(e) / (a)	Tx. derrama estadual média	4,4171%

Fonte: Cálculos Mazars baseados nos Relatórios e Contas 2020-2022

Contactos

Mazars

LISBOA (PORTUGAL)

Rua Tomás da Fonseca
Torres de Lisboa, Torre G, 5.º Andar
1600-209 Lisboa
Tel: 21 721 01 80

PORTO (PORTUGAL)

Rua do Campo Alegre 830, 3.º S14
4150-171 Porto

LEIRIA (PORTUGAL)

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

Mazars is an internationally integrated partnership, specialising in audit, accountancy, advisory, tax and legal services*. Operating in over 95 countries and territories around the world, we draw on the expertise of 47,000 professionals – 30,000 in Mazars' integrated partnership and 17,000 via the Mazars North America Alliance – to assist clients of all sizes at every stage in their development.

*where permitted under applicable country laws.

www.mazars.com