

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH

ORANGE S.A

CATARINA FILIPA NUNES FRANCO

JUNHO – 2024

MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

TRABALHO DE PROJETO

EQUITY RESEARCH:
ORANGE S.A

CATARINA FILIPA NUNES FRANCO

ORIENTAÇÃO:
JOSÉ EDUARDO BOTO CORREIA

JUNHO – 2024

Resumo

O presente Trabalho de Projeto, realizado no âmbito do mestrado de Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão, tem como objetivo avaliar o valor das ações da Orange, S.A. Para tal, foi efetuado um estudo do setor das telecomunicações, de modo a perceber melhor as tendências futuras.

O presente trabalho, foi realizado à data de 30/04/2024, com base em três métodos de avaliação, nomeadamente Discounted Cash Flow com a abordagem Free Cash Flow to the Firm, Adjusted Present Value e posteriormente foi complementado com uma metodologia de avaliação relativa, o método dos Múltiplos, de modo a obter uma recomendação mais robusta.

O resultado obtido foi de subvalorização das ações, uma vez que a cotação das mesmas era de 10,80€, a 30 de abril de 2024. O target price da abordagem FCFF foi de 15,69€ e o do APV foi de 19,86€, apresentado um crescimento potencial de 45% e de 84%, respetivamente. Este resultado foi reforçado pela avaliação relativa, que demonstra um crescimento potencial de 29%.

Palavras-chave: Avaliação; Cash Flow Descontado; Múltiplos; Orange SA

Abstract

This research project, carried out as part of the Master's programme in Accounting, Taxation and Corporate Finance at Lisbon School of Economics and Management - ISEG, aims to assess the value of Orange, S.A. shares. To this end, a study of the telecommunications sector was carried out in order to better understand future trends.

This work was carried out on 30/04/2024, based on three methods, namely Discounted Cash Flow with the Free Cash Flow to the Firm approach, Adjusted Present Value and, complemented with a relative valuation methodology, the Multiples method, in order to obtain a more robust recommendation.

The results found was that the shares were undervalued, since their price was €10.80 at 30 of April of 2024. The target price of the FCFF approach was €15.69 and that of the APV was €19.86, showing potential growth of 45% and 84% respectively. This result was complemented by the relative valuation, which shows potential growth of 29%.

Agradecimentos

Primeiramente, agradeço ao meu orientador José Boto Correia, pela orientação, apoio e incentivo ao longo de todo o processo de pesquisa.

À minha família, pelo apoio incondicional, ajuda e compreensão durante os momentos de dedicação intensa neste projeto.

Aos meus amigos e colegas de curso, pela troca de experiências, debates enriquecedores e momentos de descontração que ajudaram a manter o equilíbrio durante esta jornada académica.

Agradeço também ao ISEG – Instituto Superior de Economia e Gestão, pela oportunidade de realizar este trabalho de pesquisa e pelo suporte oferecido ao longo do curso.

Índice

<i>Resumo</i>	<i>I</i>
<i>Abstract</i>	<i>II</i>
<i>Agradecimentos</i>	<i>III</i>
<i>Índice de Gráficos</i>	<i>VI</i>
<i>Índice de Tabelas</i>	<i>VII</i>
<i>Lista de Abreviaturas</i>	<i>VIII</i>
1. Introdução	1
2. Métodos de avaliação	2
2.1. Discount Cash Flow	2
2.1.1. Free Cash Flow to the Firm	3
2.1.2. Free Cash Flow to Equity	5
2.1.3. Adjusted Present Value	7
2.2. Economic Value Added	8
2.3. Método dos Múltiplos	9
2.4. Escolha do método	10
3. Análise interna	10
3.1. Apresentação da empresa	10
3.2. ESG	12
3.3. Visão geral 2023	13
3.4. Evolução do preço das ações	14
3.5. Impacto da COVID-19	15
3.6. Acionistas	16
4. Análise Externa	17
4.1. Análise SWOT	17
4.2. Modelo de Porter	19
4.3. Análise macroeconómica francesa	20
4.4. Análise do setor das telecomunicações	21

4.5. Principais concorrentes	22
5. Avaliação.....	23
5.1. Free Cash Flow to the Firm	23
5.1.1. CAPEX.....	25
5.1.2. Depreciações e Amortizações	27
5.1.3. Necessidades de Fundo Maneio	27
5.1.4. WACC.....	27
5.1.4.1 Custo do Capital Próprio	28
5.1.4.2. Custo da Dívida	29
5.1.4.3. Estrutura do capital	30
5.1.5. Taxa crescimento (g).....	31
5.1.6. Análise dos Resultados.....	32
5.1.7. Análise de Sensibilidade.....	33
5.2. APV.....	34
5.3. Método dos Múltiplos.....	35
6. Conclusão.....	36
Referências Bibliográficas.....	38
Anexos	41
Anexo A – Demonstração da Posição Financeira.....	41
Anexo B – Demonstração da Posição Financeira Previsional.....	42
Anexo C – Demonstração de Resultados	44
Anexo D – Demonstração de Resultados Previsional.....	45
Anexo E - Regressão linear entre o preço das ações da Orange e a rendibilidade do mercado francês, índice CAC40	46
Anexo F - Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread (Damodaran)	46
Anexo G - Previsão dos FCF de 2024 até 2028.....	47

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Capitalização Bolsista Orange SA	12
Gráfico 2: Preços das Ações da Orange SA.....	15
Gráfico 3: Informação sobre os acionistas da Orange SA	16
Gráfico 4: Principais concorrentes a nível europeu.....	22

Índice de Tabelas

Tabela 1: Previsão das prestações de serviços de 2024 até 2028	24
Tabela 2: Evolução histórica da rubrica outras receitas de 2019 até 2023	24
Tabela 3: Previsão da rubrica outras receitas de 2024 a 2028.....	24
Tabela 4: Previsão dos rendimentos totais e custos diretos associados às vendas de 2024 até 2028	25
Tabela 5: Previsão dos gastos operacionais de 2024 até 2028	25
Tabela 6: Evolução histórica do CAPEX de 2019 até 2023	26
Tabela 7: Previsão do CAPEX de 2024 até 2028.....	26
Tabela 8: Previsão das Depreciações e Amortizações de 2024 até 2028.....	27
Tabela 9: Evolução histórica das Necessidades de Fundo Maneio de 2019 até 2023	27
Tabela 10: Previsão das Necessidades de Fundo Maneio de 2024 até 2028	27
Tabela 11: Prémio risco de mercado.....	29
Tabela 12: Custo do Capital Próprio.....	29
Tabela 13: Rácio Cobertura de juros	30
Tabela 14: Custo da dívida.....	30
Tabela 15: Estrutura de Capital	31
Tabela 16: Cálculo WACC	31
Tabela 17: Previsão dos FCF de 2024 até 2028	32
Tabela 18: Previsão da evolução do preço da ação pelo DFC de 2024 até 2028	33
Tabela 19: Análise de sensibilidade.....	33
Tabela 20: Previsão da evolução do preço da ação pelo APV de 2024 a 2028.....	34
Tabela 21: Previsão da evolução do preço da ação pelo método dos múltiplos de 2024 a 2028.....	35

Lista de Abreviaturas

- R_d : Custo da Dívida
- R_e : Custo do Capital Próprio
- R_f : Taxa de juro sem Risco
- APV: *Adjusted Present Value*
- CAPM: *Capital Asset Pricing Model*
- CEO: *Chief Executive Officer*
- D: *Debt*
- DCF: *Discounted Cash Flow*
- E: *Equity*
- EBIT: *Earnings before interest and taxes*
- EBITDA: *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*
- EBITDAaL: *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization after leases*
- eCAPEX: *economic CAPEX*
- ESG: *Environmental, Social and Governance*
- EU: União Europeia
- EVA: *Economic Value Added*
- FCF: *Free cash flow*
- FCFE: *Free Cash Flow to Equity*
- FCFF: *Free Cash Flow to the Firm*
- FTTH: *Fiber-to-the-Home*
- IMF: *International Monetary Fund*
- IT: Tecnologia e Informação
- ITU: *International Telecommunication Union*
- KPI: *Key Performance indicators*
- MEA: África e Médio Oriente
- PIB: Produto Interno Bruto
- P/E: Preço/Lucro
- SWOT: *Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats*
- VAL: Valor atual líquido
- WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

1. Introdução

Em termos globais, o setor de telecomunicações tem tido cada vez uma maior importância nas economias de cada país. De notar que este setor desempenhou um papel crucial durante a pandemia COVID-19, destacando-se como uma infraestrutura essencial para a sociedade. Sem desafios desta dimensão precedentes, as telecomunicações permitiram a continuidade das operações vitais em várias áreas, entre elas, a realização de trabalhos remotamente, a continuação do ensino online, a comunicação virtual e ainda a continuação de serviços de saúde.

Empresas líderes, como por exemplo a Deutsche Telekom AG, a Vodafone Group Plc e a Orange S.A, têm vindo a desempenhar um papel significativo na construção e transformação das infraestruturas digitais. A evolução do setor de telecomunicações é marcada por avanços tecnológicos extraordinários e mudanças paradigmáticas. Desde os primórdios dos sistemas telefónicos analógicos até à atualidade dominada por redes de fibra ótica e o 5G. A procura crescente por inovações no setor das telecomunicações e serviços inovadores impulsiona a constante evolução do setor.

A Orange S.A., uma empresa francesa, é uma das principais empresas globais que opera no setor das telecomunicações. Com uma presença notória em mercados chave, a Orange tem desempenhado um papel pioneiro na introdução de novas tecnologias, expandindo as suas operações para além das fronteiras nacionais. O seu portfólio diversificado abrange vários serviços desde telefone móvel até soluções empresariais avançadas, consolidando o seu papel importante da conectividade global.

Este trabalho envolve uma profunda investigação dos fundamentos financeiros da empresa, considerando fatores como desempenho histórico, estratégias de negócios, riscos potenciais, e projeções futuras, explorando a importância estratégica do setor das telecomunicações nas economias dos países, através da realização de uma avaliação financeira pormenorizada.

Numa primeira fase foi efetuada uma revisão da literatura onde foram abordados alguns métodos de avaliação financeira, seguidamente realizou-se um enquadramento da empresa, uma análise do contexto interno da Orange, dando importância à análise SWOT e ao Modelo de Porter, seguido de uma análise ao contexto externo onde são mencionados os principais concorrentes; por fim, foi elaborado a avaliação da performance financeira, onde foram utilizadas as metodologias Free Cash Flow to Firm, Adjusted Present Value, e por último, o Método dos Múltiplos.

O objetivo será fornecer informações para apoiar decisões de investimento, incluindo previsões do preço das ações, o potencial crescimento e avaliação do risco. Este tipo de pesquisa desempenha um papel crucial para a tomada de decisão dos investidores sobre as oportunidades e desafios presentes nos mercados financeiros, facilitando escolhas informadas e estratégias de alocação de ativos.

2. Métodos de avaliação

Copeland, Koller, & Murrin (2000), afirmam que as empresas criam valor quando os seus proprietários investem dinheiro no presente para gerar mais dinheiro no futuro. Ambos os autores definem que a quantidade de valor que o investidor vai gerar corresponderá à diferença entre os *cash flows* e os custos de investimentos efetuados, tendo em consideração que os *cash flows* futuros irão valer menos que os *cash flows* presentes, devido ao valor temporal do dinheiro e ao risco associado aos *cash flows* futuros.

Numa abordagem mais recente, para Koller, Goedhart, & Wessels, (2010) só é possível a criação de valor para as empresas se investirem capital com taxas de rentabilidade superiores ao custo do capital. Para que isto seja possível, é necessário realizar uma avaliação da empresa de modo a tornar-se a decisão mais eficiente e eficaz para a mesma, de modo a cumprir o seu principal objetivo, a criação de valor.

Damodaran (2006) também apoia que os investidores de uma empresa adquirem ativos na expectativa que esses ativos irão gerar *cash flows* futuros.

Existem vários métodos de avaliação, que podem ser utilizados para avaliar uma empresa, a escolha do modelo depende da estrutura de capital da empresa bem como da sua natureza específica, cada modelo contém os seus pressupostos e apresenta as suas vantagens e desvantagens.

De seguida, abordar-se-á os três métodos de avaliação escolhidos para esta avaliação: *Discount Cash Flow Approach*, que inclui três abordagens: o *Free Cash Flow to de Firm* (FCFF), o *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), e o *Ajusted Present Value* (APV); o *Economic Value Added* (EVA), e ainda o método dos Múltiplos.

2.1. Discount Cash Flow

Fernández (2007) afirma que os métodos cada vez mais populares e que se aceitam como conceptualmente corretos são os baseados nos *cash flows* descontados, visto que

permitem aos investidores terem uma melhor compreensão da capacidade que a empresa tem de gerar *cash flows*.

Essencialmente, Damodaran, (2006) descreve que no método Discount Cash Flow, “*the value of an asset is the present value of the expected cashflows on the asset, discounted back at a rate that reflects the riskiness of these cash-flows*”.

Janiszewski (2011) salienta que o valor de uma empresa é o valor atual dos seus *cash flows* futuros descontados a uma taxa, que reflete o risco dos *cash flows* estimados.

$$(1): NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Onde,

n = número de períodos de vida do ativo

r = taxa de desconto que reflete o risco dos *cash flows* estimados

CF = Cash Flow esperado no período t

O *Discount Cash Flow* dedica-se a estimar o valor intrínseco da empresa, e inclui três abordagens: *free cash flow to firm*; *free cash flow to equity*; e ainda *adjusted present value* Damodaran, (2002).

2.1.1. Free Cash Flow to the Firm

O FCFF é uma medida de avaliação do desempenho de uma empresa que representa o montante de capital gerado disponível para ser distribuído pelos acionistas e pelos credores Bodie, Kane, & Marcus, (2009).

$$(2): FCFF = EBIT \times (1 - t) + \text{Depreciações e Amortizações} \\ - \Delta \text{Necessidades de Fundo Maneio} \\ - \text{Investimentos em Ativos Fixos}$$

A taxa de desconto utilizada para este modelo é o WACC, custo médio ponderado do capital, que é o custo das diferentes componentes de financiamento utilizadas pela empresa, ponderado pelas respetivas proporções de valor de mercado Damodaran, (2002).

Fernández (2007), afirma que o WACC é a taxa apropriada para este método de avaliação visto que estamos a avaliar a empresa como um todo (dívida mais capital próprio), sendo então necessário considerar a rentabilidade exigida da dívida e a rentabilidade exigida do capital próprio na proporção que financiam a empresa.

Pelo que se traduz na seguinte expressão:

$$(3): WACC = \frac{E}{E + D} \times R_e + \frac{D}{D + E} \times R_d \times (1 - t)$$

Onde,

WACC = custo médio ponderado do capital

E = Equity, valor de mercado do capital próprio

D = Debt, valor de mercado da dívida

R_e = Custo do capital próprio

R_d = Custo da dívida

t = taxa de imposto sobre lucros

A equação acima contém três elementos principais entre eles o custo do capital próprio, custo da dívida e a estrutura de capital da empresa, onde o primeiro é considerado o mais complexo em termos de cálculo Koller, Goedhart, & Wessels, (2015)

De modo a calcular este elemento, é utilizado o modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), desenvolvido por Sharpe, (1964) e Lintner, (1965) com base no trabalho inicial de Markowitz, (1959). A fórmula consiste em estimar o Beta de mercado e conjugando-o com uma taxa livre de risco e com o prêmio de risco de mercado, calculando assim uma estimativa do custo do capital próprio.

$$(4): R_e = R_f + \beta l (R_m - R_f)$$

Onde,

R_e = custo do capital próprio

R_f = taxa livre de risco

βl = Beta alavancado

R_m = taxa de retorno do mercado

O custo do capital próprio é então calculado adicionando a taxa livre de risco ao produto do Beta alavancado com o prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$).

Segundo Koller, Goedhart, & Wessels, (2010), o Beta representa “*stock’s incremental risk to a diversified investor, where risk is defined as the extent to which the stock covaries with the aggregate stock market.*”.

Após as descrições dos elementos necessários para o cálculo do *Firm Value*, é apresentada a equação:

$$(5): Firm Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde,

n = número de períodos de vida do ativo

WACC = custo médio ponderado do capital

FCFF = FCFF no período t

Tendo em conta o pressuposto que uma empresa irá gerar *cash flows* futuros perpetuamente, o FCFF será calculado utilizando um a taxa de crescimento (g), como indicado abaixo:

$$(6): Terminal Value of Firm = \frac{\frac{FCFF_{t+1}}{WACC - g}}{(1 + WACC)^t}$$

Onde,

g = taxa de crescimento

WACC = custo médio ponderado do capital

$FCFF_{t+1} = FCFF_t \times (1 + g)$

A taxa de crescimento de uma empresa está fortemente influenciada e dependente de um fator determinante, isto é, a taxa de crescimento da economia onde essa empresa se insere. Damodaran, (2002) sustenta esta afirmação "uma vez que nenhuma empresa pode crescer para sempre a uma taxa superior à taxa de crescimento da economia em que opera, a taxa de crescimento constante não pode ser superior à taxa de crescimento global da economia".

2.1.2. Free Cash Flow to Equity

Para além da abordagem mencionada anteriormente, existe um segundo modelo de estudo denominado de FCFF que avalia os efeitos da participação no capital próprio de uma empresa na perspetiva dos acionistas.

Este modelo de desconto de dividendos baseia-se na premissa de que os únicos *cash flows* recebidos pelos acionistas correspondem ao valor disponível depois de liquidadas todas as suas despesas, necessidades de reinvestimento, pagamentos de dívida líquida (incluindo juros) e obrigações fiscais, nomeadamente, os dividendos Damodaran, (2002).

Apresenta-se de seguida a equação para o cálculo do FCFE:

$$(7): FCFE = \text{Resultado Líquido} + \text{Depreciações e Amortizações} + \text{Provisões} \\ - \Delta \text{Necessidades de Fundo Maneio} \\ - \text{Investimentos em Ativos Fixos} \\ - \text{Reembolsos de capital dos empréstimos obtidos} \\ + \text{Empréstimos Obtidos}$$

De acordo com (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010), existe outra abordagem para obter o FCFE:

$$(8): FCFE = \text{Dividendos} + \text{Recompra de ações} - \text{novas emissões de ações}$$

Ambas as abordagens devem gerar resultados idênticos, no entanto para obter o valor da empresa no momento presente, o FCFE tem de ser descontado à taxa de custo do capital próprio (R_e), designada também por taxa de retorno aos acionistas. A fórmula utilizada para este cálculo será a do CAPM Fama & French, (2004).

$$(9): R_e = R_f + \beta l \times (R_m - R_f)$$

Onde,

R_e = custo do capital próprio

R_f = taxa livre de risco

βl = Beta que quantifica o risco sistemático do ativo

R_m = taxa de retorno do mercado

Posto isto, já é possível calcular o *Equity Value* através da seguinte fórmula:

$$(10): \text{Equity Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1 + R_e)^t}$$

Onde,

n = número de períodos de vida do ativo

R_e = custo do capital próprio

$FCFE$ = FCFE no período t

Idêntico ao FCFF, quando se pretende avaliar uma empresa para além do período finito é necessário assumir que os cash flows vão crescer a uma taxa constante Damodaran, (2002).

$$(11): \text{Terminal Value of Equity} = \frac{\frac{FCFE_{t+1}}{R_e - g}}{(1 + R_e)^t}$$

Onde,

g = taxa de crescimento

R_e = custo do capital próprio

$$(12): FCFE_{t+1} = FCFE_t \times (1 + g)$$

Segundo Damodaran, (2012) quando uma empresa apresenta um elevado grau de alavancagem o melhor método a aplicar será o método *Free Cash Flow to Firm*.

Depois de sintetizados os principais aspetos que devem ser considerados na realização da avaliação do *Discount Cash Flow*, tanto na abordagem *Firm* como na abordagem *Equity*, será abordada a outra abordagem denominada de APV.

2.1.3. Adjusted Present Value

De acordo com Koller, Goedhart, & Wessels, (2015), o APV é um modelo de avaliação que estima o valor do projeto dividindo-o em duas partes: (i) o valor da empresa como se fosse financiada totalmente por capital próprio e (ii) adicionam-se os efeitos fiscais da dívida e outros custos associados, nomeadamente custos de falência para se determinar o valor total da empresa, este modelo foi sugerido pela primeira vez por Myers, (1974).

Damodaran (2012) apresenta uma explicação semelhante retratada pela seguinte fórmula de cálculo para o APV:

$$(13): APV = \text{Valor da empresa financiada apenas por capitais próprios} \\ + \text{valor presente dos benefícios fiscais} - \text{custos de falência}$$

Este modelo e o FCFF têm como objetivo comum avaliar o valor global da empresa. Contudo, para Luehrman, (1997) para fazer este tipo de avaliações o modelo mais apropriado é o APV, uma vez que é mais completo que o WACC utilizado no modelo do FCFF. Ao mesmo tempo refere que, o APV funciona em todos os casos em que o WACC funciona, mas também pode ser utilizado em situações sendo que requerem menos pressupostos restritivos e por isso, não é possível aplicar o WACC.

Este autor apresenta algumas vantagens da aplicação do modelo APV na prática, nomeadamente, a sua transparência, uma vez que, o gestor consegue ter a perceção do valor e da origem de cada componente que está a analisar.

No entanto todos os estudos têm limitações, segundo Booth, (2002) este método só deve ser utilizado conjuntamente com outra avaliação mais “convencional”, também afirma que o APV só é aplicável em transações que envolvam financiamento estruturado, como por exemplo, financiamento imobiliário ou financiamento de projetos.

2.2. Economic Value Added

O EVA é um modelo de avaliação de rentabilidade excessiva. Este modelo visa avaliar o desempenho das empresas, não se baseando exclusivamente na volatilidade do desempenho das respetivas ações no mercado.

Damodaran (2002) define que o EVA, “é uma medida da mais-valia em dólares criada por um investimento ou uma carteira de investimentos”, podendo ser calculado pela seguinte fórmula:

$$(14): EVA = \textit{Resultado operacional após impostos} \\ - (\textit{Custo de capital} \times \textit{Capital investido})$$

Como sugerido por Damodaran (2002), o conceito de Valor Atual Líquido (VAL) de um projeto, reflete o valor atual dos *cash flows* esperados de um projeto, compensado por quaisquer necessidades de investimento. Pelo que ambos os conceitos (EVA e VAL), relacionam-se entre si, da seguinte forma:

$$(15): VAL = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1 + R_e)^t}$$

Onde,

n = número de períodos de vida do ativo

R_e = custo do capital próprio

EVA = Economic Value Added no período t

Fernández (2001), questiona a utilidade da avaliação do EVA como medida de criação de valor, uma vez que, este modelo utiliza o valor contabilístico dos capitais próprios/ dívida da empresa e a rentabilidade dos ativos em vez do valor de mercado dos capitais próprios e

rendibilidade dos acionistas, respetivamente, pelo que a verdadeira criação de valor para os interessados não está a ser medida com precisão.

2.3. Método dos Múltiplos

Koller, Goedhart, & Wessels (2010) explicam que o método dos múltiplos possibilita estimar o valor de uma empresa através de uma analogia entre empresas do mesmo setor, ao nível das suas transações.

No caso de não existir empresas concorrentes são calculados rácios das médias das empresas que tenham uma performance semelhante à empresa que se pretende avaliar Neves, (1999).

Uma abordagem comum para Koller, Goedhart, & Wessels, (2010) é assumir que a empresa valerá um múltiplo dos lucros ou do valor contabilístico com base no múltiplo atual da empresa. Um dos rácios que é possível escolher é o preço/lucro (P/E) médio atual do sector. Este rácio reflete as perspetivas económicas do sector durante o período de previsão explícita, bem como o período de valor contínuo.

Damodaran (2002) afirma que para ser possível comparar valores das empresas similares, é necessário “padronizá-los”. Os mesmos podem ser padronizados em relação aos lucros que as empresas geram, ao seu valor contabilístico, às suas receitas ou através de medidas específicas para empresas de um determinado setor.

Damodaran (1994) acrescentou que o objetivo do método dos múltiplos é avaliar o valor da empresa com base numa comparação com ativos semelhantes transacionados no mercado.

O mesmo autor comprovou a eficiência deste método esclarecendo três tópicos:

1. Este método requer menos pressupostos do que a abordagem do DCF.
2. É mais simples de compreender e de apresentar aos clientes comparativamente com o DCF.
3. Apresenta resultados de forma mais clara do que o DCF.

Assim sendo, para aplicar este método corretamente, Damodaran determinou quatro passos: Primeiramente, os múltiplos devem ser especificados de forma coerente e equitativa entre as empresas. Em segundo lugar, considerar o mesmo setor e todo o mercado para escolher esses múltiplos. Posteriormente, analisar os fundamentos do múltiplo e compreender como as alterações nesses fundamentos influenciam o rácio. Finalmente, encontrar empresas semelhantes para comparar com a empresa que se quer avaliar.

Koller, Goedhart, & Wessels (2005) enquadram este método como um complemento à avaliação por DCF, levantando, no entanto, um tópico importante, a praticabilidade deste modelo de avaliação caso as empresas que são consideradas comparáveis estão, de facto, distantes da empresa em análise.

Tendo em conta esta potencial limitação, os mesmos autores propõem quatro princípios que podem ajudar as empresas a aplicar este método:

1. Usar empresas com uma taxa de crescimento esperada e taxa de retorno sobre o capital investido (ROIC) semelhantes.
2. Usar múltiplos perspetivos baseados em projeções futuras ao invés de dados históricos.
3. Usar múltiplos com o valor da empresa ao invés do *Price/Earnings*, como por exemplo o *Enterprise Value/EBITDA*, visto que é menos suscetível à manipulação por alterações na estrutura de capital.
4. Ajustar o múltiplo do *Enterprise Value* para itens não operacionais.

Assim podemos concluir que uma das etapas fundamentais deste tipo de avaliação é a escolha dos múltiplos a utilizar no cálculo da avaliação, como mencionado anteriormente por Damodaran.

2.4. Escolha do método

Foram considerados para o efeito de avaliação do presente trabalho, os métodos FCFF, uma vez que este método permite avaliar empresas que preservem a sua estrutura de capital semelhante ao longo do tempo, o APV através do cálculo do *firm value* e, conforme referido na literatura, é reforçado pelo método dos múltiplos. Para realização deste trabalho foram consultados Relatórios e Contas Anuais consolidadas da Orange, S.A, desde 2019 a 2022, e dados disponíveis na biblioteca virtual da Orange referentes a 2023, tendo em conta que o relatório oficial de 2023 não foi publicado.

3. Análise interna

3.1. Apresentação da empresa

A Orange SA, anteriormente conhecida como France Télécom S.A, é atualmente uma empresa de telecomunicações com presença mundial, e que opera em mais de 26 países. Fundada em 1988, a Orange tem a sua sede localizada em França, onde se tem vindo a tornar uma das principais operadoras no setor das telecomunicações, nos dias de hoje posicionada em 251º lugar no ranking das maiores empresas a nível mundial da *Forbes Global 2000*,

neste estudo a posição da empresa é calculada com base no seu valor de mercado, e simultaneamente com os seus ativos, receitas e lucros. Esta empresa atua para além-fronteiras, contando com uma presença a nível global.

Dados atualizados de 2023, a Orange conta atualmente com mais de 137 mil colaboradores, e mais de 298 milhões de clientes.

A Orange opera com uma vasta gama de serviços, atualmente composta por 5 atividades de negócio, entre elas: Clientes de Retalho e empresariais – Conectividade; Serviços de suporte Tecnologias & Informação para empresas; Serviços Grossistas; Cibersegurança; Serviços Financeiros.

Relativamente ao mercado Europeu a Orange opera na Bélgica, Eslováquia, Espanha, França, Luxemburgo, Moldávia, Polónia e, por fim na Roménia.

A receita do Grupo totalizou 44.1 mil milhões de euros em 2023, um aumento de 1,8% relativamente ao ano anterior, em consequência do elevado crescimento sustentado alcançado em África e no Médio Oriente, onde as receitas ultrapassaram os 7 mil milhões de euros (11,4% superior em comparação ao ano de 2022), e ainda justificado pelo aumento de 7% das receitas do Totem, uma TowerCo lançada em fevereiro de 2021.

A receita relativa à Europa, excluindo França, registou um aumento de 2,2% atingindo os 11.574 mil milhões de euros devido essencialmente ao aumento dos preços praticados em cada país, à sólida recuperação registada em Espanha (aumento de 1,1% das receitas relativamente ao ano anterior), e por último ao bom desempenho alcançado na Polónia e na Bélgica, 3,9% e 4,6%, respetivamente.

No país de origem, a Orange sofreu uma diminuição da receita em 1,4%, totalizado um valor de 17.730 mil milhões de euros, onde a principal razão foi a diminuição das receitas dos serviços grossistas em 8,5%, compensado pelo crescimento dos serviços de retalho.

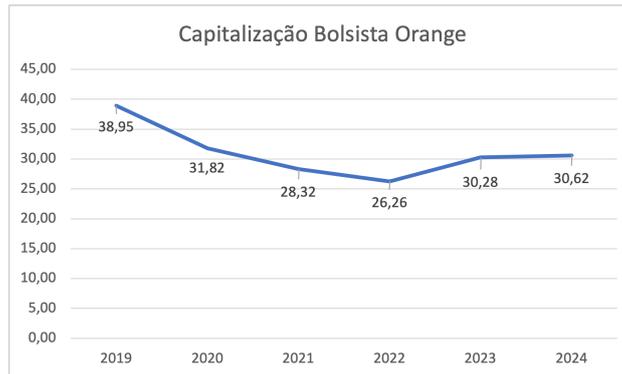
A receita da Orange *Business* aumentou ligeiramente, 0,2%, em consequência do crescimento dos serviços móveis, tecnologias e informação e serviços de integração. E por último, a Orange *Cyberdefense* apresentou um aumento de 11%, ultrapassando a meta de 1 mil milhão de euros um ano antes do previsto.

Por outro lado, a Orange também opera em África e no Médio Oriente nos seguintes países: Botsuana, Burkina Faso, Costa do Marfim, Camarões, Egito, Guiné, Guiné, Bissau, Jordânia, Libéria, Madagáscar, Mali, Marrocos, Maurícia, República Centro-Africana, República Democrática do Congo, Senegal, Serra Leoa, Tunísia. A receita correspondente a estes 18 países em 2023 aumentou em 11,4% face ao ano anterior, chegando aos 7.1 mil milhões de euros.

No início de 2024, a capitalização bolsista da Orange é representada por 31.73 mil milhões de dólares, o que consequentemente deixa a empresa de telecomunicações situada a 571º lugar no ranking mundial das empresas mais valiosas a nível de capitalização bolsista.

A capitalização de mercado corresponde ao valor total de mercado das ações em circulação de uma empresa de capital aberto e é geralmente usada para medir o valor de uma empresa.

Gráfico 1: Capitalização Bolsista Orange SA



Fonte: Elaboração própria

3.2. ESG

Environmental, Social and Governance (ESG), é uma sigla que refere critérios ambientais, sociais e de governança considerados pelas empresas e investidores com o objetivo de avaliar o desempenho e impacto de uma organização para além dos aspetos financeiros. A consideração destes critérios tem-se tornado cada vez mais importante para os investidores e para os clientes, uma vez que muitos acreditam que as melhores práticas nessas áreas estão positivamente correlacionadas com um desempenho financeiro mais sustentável a longo prazo e consequentemente enfrentar menos riscos. Mais também, existe uma crescente procura dos consumidores por produtos e serviços de empresas socialmente responsáveis e ambientalmente conscientes, onde um estudo recente divulgou que cerca de 70% dos consumidores procuram ficar com uma empresa que tenha um plano de sustentabilidade.

A Orange demonstrou um compromisso com o futuro, construindo igualdade digital e responsabilidade ambiental através do plano estratégico Engage 2025, onde o principal objetivo é impulsionar a sustentabilidade dos seus negócios, através do compromisso de minimizar o impacto no meio ambiente através da redução das emissões de CO₂ em 30% até 2025, comparativamente a 2015. Dados atualizados do último relatório de contas da empresa

francesa, afirmam que o Grupo ultrapassou o seu objetivo, dois anos antes, com uma diminuição das emissões de 37,4% em 2023.

A empresa francesa irá projetar soluções eco responsáveis, adotando uma abordagem de economia circular, procurando ajudar os clientes a reduzir as suas próprias pegadas ecológicas alavancando-os para o digital. Segundo o relatório de contas de 2022, atualmente 96% dos fornecedores da Orange comprometem-se a respeitar o Código de Conduta (ESG).

Preocupando-se não só com os critérios ambientais, a Orange também procura contribuir para uma sociedade mais igualitária, através da inclusão digital e igualdade de género.

3.3. Visão geral 2023

Através de uma análise pormenorizada dos Key Performance Indicators (KPIs) estipulados pela Orange é possível concluir que no ano de 2023 contém resultados excecionais em todos os indicadores. O número de clientes da Orange aumentou cerca de 3,9%, a receita total como mencionado anteriormente aumentou 1,8% e por último as receitas geradas através da Orange Cyberdefense aumentaram cerca de 11%.

No entanto, a Orange não tem apenas preocupações financeiras, mas também sociais e ambientais pelo que definiu alguns KPI's relacionados com essas áreas. A percentagem de eletricidade produzida através de energias renováveis passou de 36,3% em 2021 para 37,8% em 2022 (até à data de elaboração do relatório não existiam dados mais recentes), e a percentagem de mulheres nas redes de gestão passou de 33,1% em 2021 para 34,1% em 2023.

O EBITDAaL, segundo o Databook KPIs de 2023 da Orange, corresponde ao resultado operacional (i) antes de depreciações e amortizações de ativos fixos, efeitos resultantes de concentrações de atividades empresariais, imparidades de goodwill e de ativos fixos, ganhos (perdas) em associadas e empreendimentos conjuntos, (ii) após juros de passivos de locação e de dívidas relativas a ativos financiados, e (iii) ajustado por litígios significativos, despesas específicas de mão de obra, imobilizado, investimentos e revisão do portfolio de negócios, custos de programas de reestruturação, custos de aquisição e integração e, quando apropriado, outros itens específicos. Este indicador aumentou 1,3% de 2022 para 2023, justificado pelo desempenho excelente do segmento da África e Médio Oriente (MEA) de 12,7%, por outro lado a Orange Business dificultou este aumento uma vez que o seu EBITDAaL diminuiu cerca de 15% face ao ano anterior.

O resultado líquido aumentou 10,5% face ao ano anterior de 2022, devido maioritariamente à diminuição do Imposto sobre o Rendimento em 3,11%.

O eCapex corresponde aos investimentos em ativos fixos tangíveis e intangíveis, excluindo licenças de telecomunicações e ativos financiados, menos o preço de venda dos ativos fixos. Comparativamente a 2022, o eCapex decresceu 6,7% impulsionada pela passagem do pico de desenvolvimento de Fiber-to-the-Home (FTTH) em 2021, suportando o crescimento contribuiu o valor positivo dos MEA.

A dívida financeira líquida, não inclui as atividades de Serviços Financeiros Móveis, para as quais o conceito não é relevante, esta rubrica consiste em (i) passivos financeiros, excluindo contas a pagar operacionais (convertidas em euros à taxa de fecho do ano), incluindo instrumentos derivados (ativos e passivos), menos (ii) garantias em dinheiro pagas, caixa, equivalentes de caixa e ativos financeiros ao justo valor. Este parâmetro aumentou em 6,7%, o que contribuiu para o aumento do rácio Dívida Financeira Líquida/*EBITDAaL*, atingindo os 2,05.

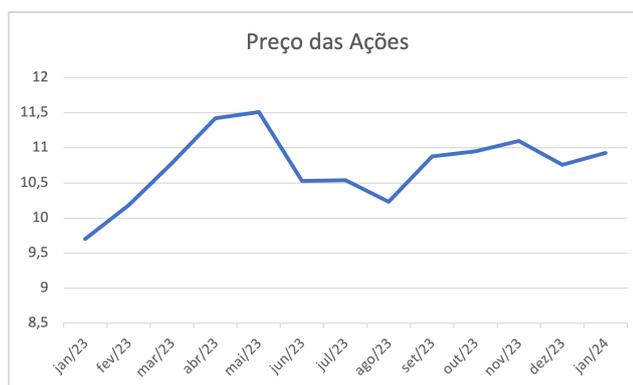
Por último, o fluxo de caixa orgânico das atividades de telecomunicações, segundo o *Databook KPIs* de 2023 da Orange, corresponde ao valor de caixa líquido proveniente das atividades operacionais, deduzido de (i) reembolsos de passivos de locação e de dívidas relacionadas com ativos financiados, e (ii) compras e vendas de ativos fixos tangíveis e intangíveis, líquidas da variação das contas a pagar de ativos fixos, (iii) excluindo o efeito das licenças de telecomunicações pagas e excluindo o efeito de litígios significativos pagos ou recebidos. Este indicador financeiro aumentou cerca de 19,7% face a 2022, devido sobretudo ao aumento de 10,94% do rácio de *EBITDAaL* – *eCapex*. Tendo em consideração que em 2022 foi estabelecido o objetivo de um fluxo de caixa orgânico superior a 3.5 mil milhões de euros, é possível concluir que tal objetivo foi alcançado uma vez que em 2023 atingiu os 3.66 mil milhões de euros.

3.4. Evolução do preço das ações

A Orange tem como compromisso a criação de valor para os seus *stakeholders* de forma sustentável através do aprimoramento contínuo das suas infraestruturas, dos seus negócios, da sua preocupação com o meio ambiente e fatores sociais implícitos nos três continentes onde opera. Esta empresa de telecomunicações está cotada na bolsa de valores francesa, *EuronextParis*, desde 1998.

No dia 30 de abril de 2024, a Orange apresentava um preço por ação de 10,80€, que se traduzia num aumento de 15% uma vez que no início do ano esta ação estava cotada em cerca de 9,39€.

Gráfico 2: Preços das Ações da Orange SA



Fonte: Euronext - Price chart ORANGE SA

Durante o ano de 2023 a cotação média das ações da empresa foi de 9,94€, tendo o valor mínimo de negociação sido registado no início do ano (9,39€ a 2 de janeiro de 2023) e o valor máximo de 11,82€, por ação, registado a 28 de abril.

3.5. Impacto da COVID-19

A crise sanitária provocada pela pandemia COVID-19 que se instalou a nível mundial teve impacto significativo na área de negócio da Orange, tanto a nível operacional como a nível financeiro. No entanto, apesar da turbulência causada em 2020 pela COVID-19, a Orange adaptou-se com sucesso para continuar a fornecer o melhor serviço ao cliente, pelo que o Grupo conseguiu demonstrar uma forte solidez financeira reportando excelentes resultados empresariais.

O setor onde se insere a Orange não foi muito afetado neste período de recessão, uma vez que os serviços que disponibilizam são considerados essenciais uma vez que durante a pandemia existiu uma dependência crescente relativa a esses serviços para facilitar trabalhos remotos, educação online, comunicação virtual entre outros, provocando uma procura robusta pelos serviços das empresas situadas neste setor. Muitas das empresas tinham definidos e posteriormente implementaram planos de continuidade de negócio para garantir a operacionalidade da empresa durante eventos imprevisíveis como o caso da COVID-19, incluindo medidas de segurança dos funcionários e clientes e continuidade nos serviços oferecidos. A Orange teve a obrigação de se adaptar rapidamente às mudanças intrínsecas à situação pandémica a nível mundial, acelerando certas tendências como por exemplo a criação de canais online de relacionamento com o cliente, adoção do “dinheiro móvel” e aceleração da digitalização.

Um dos maiores impactos causados pela pandemia foi a queda das ações da Orange, a 30 de novembro de 2019 as ações da empresa de telecomunicações francesa valiam 15,00€, exatamente um ano depois as mesmas ações estavam a valer 10,63€, pelo que sofreram um decréscimo de 29,13%.

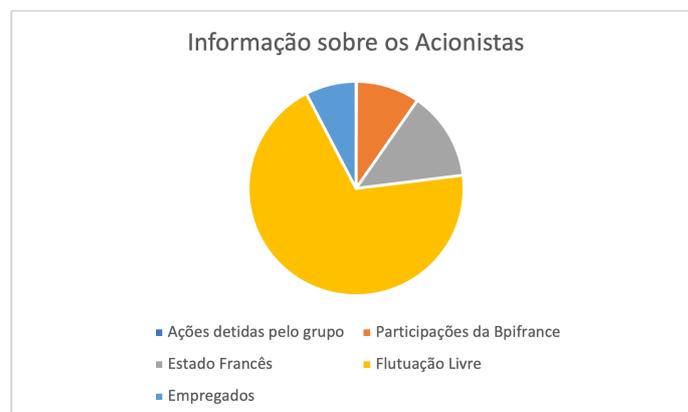
3.6. Acionistas

Desde 15 de fevereiro de 2023, o Conselho de Administração da Orange S.A é constituído pelo Chairman, diretor independente Jacques Aschenbroich, pela Chief Executive Officer (CEO) Christel Heydemann e por 3 diretores independentes Valérie Beaulieu, Alexandre Bompard e Jean-Michel Severino, entre outros diretores. Este quadro diretivo é composto por 45% diretores do sexo feminino e 55% do sexo masculino contribuindo assim para a existência de perspetivas diversificadas, uma cultura organizacional mais inclusiva e ainda cumprindo o objetivo da diversidade.

Em 2022, a Orange implementou um modelo de governação diferente, procurando assegurar o cumprimento dos princípios da separação de poderes e da independência em relação à gestão permitindo assim um melhor acompanhamento e supervisão. Para tal, separou as funções de Presidente e Diretor Executivo, enquanto Jacques Aschenbroich (Chairman e diretor independente) supervisiona o Conselho de Administração, Christel Heydemann, CEO, é responsável pela coordenação de equipa de gestão executiva do Grupo.

A 31 dezembro de 2023, a Orange é representada por um total de 2.658 milhões de ações ordinárias, registadas com um valor nominal de 4€ cada, perfazendo um total superior a 10 mil milhões de euros como capital social.

Gráfico 3: Informação sobre os acionistas da Orange SA



Fonte: Euronext

4. Análise Externa

4.1. Análise SWOT

Atualmente, existe muita incerteza nos negócios a nível mundial. Vive-se ainda no rescaldo de uma pandemia, acrescida da atual instabilidade política, económica e social devido sobretudo ao conflito entre a Rússia e a Ucrânia e entre a Palestina e Israel.

Se uma reflexão estratégica sempre foi importante, são vários os fatores que fazem com que esta se tenha tornado imprescindível a qualquer negócio. O aumento da exigência dos clientes, o aumento da concorrência, assim como eventuais instabilidades económicas e políticas são só alguns exemplos que podem afetar a estratégia de negócio das organizações, e a Orange não foge à regra.

Desta forma, torna-se essencial analisar a empresa internamente, esta avaliação é elaborada através da análise SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats), que permite identificar as forças e as fraquezas internas da empresa, assim como as oportunidades e ameaças que a mesma pode enfrentar tendo em conta o mercado onde se insere. (Baynast, Lendrevie, Lévy, Dionísio, & Rodrigues, 2018).

Forças

Rede de distribuição mais alargada – Através da sua inovação constante a Orange criou uma rede de distribuição fiável e atualmente opera em cerca de 26 países.

Diversidade nos serviços – A Orange oferece vários serviços como telefone móvel, fixo, internet, cibersegurança, serviços financeiros, entre outros.

Posição de liderança no mercado – Tendo em conta a sua presença a nível internacional e a procura pela constante inovação a Orange é considerada uma das maiores empresas de telecomunicações a nível mundial.

Elevada qualificação dos colaboradores - Através de iniciativas de formação contínua, a Orange tem sido capaz de desenvolver uma equipa altamente qualificada.

Elevada satisfação dos clientes – Através da iniciativa “Lead the future”, a Orange procura estabelecer uma excelente relação com os clientes de modo a manter a posição como operadora mais recomendada.

Fraquezas

Dependência do mercado francês para as principais receitas – Tendo em conta que a Orange tem a sua sede em França, acaba por obter receitas superiores nesse país causando uma dependência do mercado francês a nível da sua receita total.

Preço elevado – A Orange pratica preços um pouco superiores para planos mais económicos deixando uma vantagem para os seus concorrentes.

Sucesso moderado para além do negócio principal – Apesar da Orange ser uma empresa líder no seu setor tem enfrentado desafios para explorar outros segmentos de produtos.

Oportunidades

Serviços digitais essenciais - A procura global por serviços de telecomunicações e serviços digitais está a aumentar continuamente contribuindo para o aumento do tráfego de rede. Pelo que permite à Orange desenvolver ofertas digitais mais inclusivas e acessíveis e soluções para responder ao crescimento da procura.

Inovação com impacto positivo – relaciona-se à capacidade de desenvolver e implementar produtos e serviços que para além de ser algo novo também vão ter um impacto positivo na sociedade, meio ambiente e em outras áreas, como por exemplo o aumento da eficiência energética da rede e uma procura por solução com menor impacto ambiental.

Ameaças Cibernéticas – Entre 2021 e 2022 houve um aumento de 18% do número de vítimas de ciberataques na Europa, onde o custo médio das perdas para as empresas em 2022 situou-se acima de 1 milhão de euros. Traduzindo-se numa oportunidade de negócio através do desenvolvimento de soluções avançadas e aumento da especialização em Cybersegurança.

Ameaças

Elevada concorrência – O mercado das telecomunicações tem vários concorrentes agressivos que representam uma ameaça para a Orange, procuram diferenciar-se através de preços mais competitivos e diversidade na oferta.

Impactos de eventos globais – Eventos imprevisíveis como pandemias, desastres naturais ou crises geopolíticas como por exemplo a COVID-19 e o conflito entre a Rússia e a Ucrânia, podem afetar a atividade operacional da Orange, seja através de interrupções a nível dos fornecedores, alterações da procura dos clientes e volatilidade económica.

Incidentes laborais – Entre 2008 e 2011, 60 empregados da Orange cometeram suicídio. A empresa deverá zelar pelo bem-estar e interesses dos seus empregados procurando sempre um bom ambiente de trabalho, caso não aconteça pode estar suscetível a eventos laborais desagradáveis que ponham a sua reputação em causa.

4.2. Modelo de Porter

De forma a analisar as forças do setor das telecomunicações e perceber o nível de atratividade do mesmo foi realizada uma análise com base no modelo das cinco Forças de Porter. Para tal foram consideradas todas as suas variáveis: ameaça de entrada de novos concorrentes, medida pelas barreiras à entrada; poder negocial dos clientes; poder negocial dos fornecedores; ameaça de produtos substitutos; e rivalidade entre empresas da indústria/setor. Este modelo é utilizado para avaliar em que medida cada força é importante na indústria e como é que influencia a rentabilidade da mesma.

Ameaça de entrada de novos concorrentes

Existem várias barreiras à entrada como a existência de uma infraestrutura complexa, regulamentações, investimentos elevados, entre outros. Ao mesmo tempo, as empresas que dominam o mercado já possuem um vasto leque de clientes, portfólios diversificados e estratégias de negócios bem definidas. Estas dificuldades podem ser um obstáculo à entrada de novos concorrentes, tendo em conta a grande dificuldade em gerar receitas, pelo que torna a ameaça de entrada de novos concorrentes baixa.

Poder negocial dos clientes

Os consumidores têm elevadas opções no ramo das telecomunicações, no entanto os preços praticados pela Orange são estabelecidos tendo em conta os preços praticados pelos seus concorrentes diretos, pelo que o poder negocial dos clientes, no geral, é baixo.

A preocupação com a satisfação do cliente, qualidade dos serviços e diferenciação dos mesmos podem ser considerados fatores críticos para uma boa taxa de retenção de clientes.

Poder negocial dos fornecedores

Os fornecedores de excelência são essenciais na atividade operacional da Orange, e nos últimos anos tem vindo a incentivar o aumento da sua pegada ecológica. É considerável que os fornecedores tenham um poder de negocial médio baixo, uma vez que a empresa depende deles para a sua atividade, no entanto, se a Orange optar por uma diversificação do mesmo fica menos exposta a esse risco.

Ameaça de produtos substitutos

A ameaça de produtos ou serviços substitutos no setor das telecomunicações pode ser considerada moderada, uma vez que a tecnologia utilizada esta em constante evolução. A criação de redes mais rápidas ou com menores problemas de acesso podem ser um exemplo de serviços substitutos.

Rivalidade entre empresa da indústria/setor

No setor das telecomunicações, a rivalidade entre a Orange e os seus principais concorrentes é elevada, tendo em conta que existe uma grande rivalidade entre empresas deste setor relativamente à aquisição de novos clientes.

Para além dos clientes, as concorrentes também procuram competir a nível da inovação, através de preços competitivos, qualidade do serviço e cobertura geografia.

4.3. Análise macroeconómica francesa

Em 2023, a França foi a sétima maior economia a nível mundial situando-se atrás dos Estados Unidos da América, China, Japão, Alemanha, Índia e Reino Unido.

O Produto Interno Bruto (PIB) da economia francesa, em 2023 situou-se nos 2.8 mil milhões de euros, sendo o maior valor registado deste índice.

A maior queda do PIB registada foi de 7,7% e aconteceu em 2020 devido às consequências económicas da pandemia COVID-19. Em 2021, a economia francesa teve uma forte recuperação, com um aumento de 6,5% do PIB, contudo os conflitos entre a Rússia e a Ucrânia, e subsequentemente as crises de energia fizeram desacelerar o crescimento económico para 2,5% em 2022, e de acordo com as previsões do *International Monetary Fund* (IMF), deverá diminuir ainda mais para 1% em 2023 antes de recuperar para 1,3% e 1,7% em 2024 e 2025, respetivamente.

De acordo com IMF, em 2023 a França era o 23º país do mundo com maior PIB per capita, situados nos 40.800 euros por habitante, o maior valor registado desde 2008.

Desde 2020, que a dívida pública francesa está a diminuir anualmente, em 2022 situava-se nos 111,8% do PIB e em 2023 110%, estima-se que a mesma deverá estabilizar entre 2024 e 2025.

Devido sobretudo ao aumento dos preços das energias a inflação aumentou de 2,1% em 2021 para 5,8% em 2022, contudo ainda se situava abaixo da média da União Europeia. Estima-se que em 2023 a inflação permaneça alta situada em 5,6%, antes de diminuir para 2,4% em 2024 segundo o IMF.

De modo a promover o crescimento económico e sustentável o governo francês implementou várias políticas governamentais tais como reformas trabalhistas de modo a promover a criação de empregos e consequentemente baixar a taxa de desemprego, que em 2023 se situava nos 7,4%. Implementação de políticas ambientais, através de investimentos em energias renováveis com o objetivo de combater as mudanças climáticas e promover a sustentabilidade. Por último, o governo francês implementou também políticas de segurança e combate ao terrorismo para garantir a estabilidade do país.

França é atualmente a maior potencial agrícola a nível Europeu, sendo responsável por quase um quarto da produção agrícola da união europeia. Contudo o setor agrícola corresponde a uma parte bastante pequena do PIB do país (1,9%). O setor da indústria francesa é altamente diversificado, entre a importância crescente do setor das telecomunicações, bem como aeroespacial, farmacêutica, construção, engenharia civil e produção automóvel, pelo que este setor é representado por 10% do PIB francês.

Por último, o setor dos serviços, é o com maior peso tendo em conta a constante desindustrialização, conta com um peso de 70,7% do PIB francês, a importância crescente deste setor deve-se sobretudo ao aumento do turismo no país bem como à importância das atividades financeiras do setor bancário.

4.4. Análise do setor das telecomunicações

Com uma população superior a 65 milhões, o mercado de telecomunicações de França é um dos maiores da Europa. Os eventos vividos mundialmente tais como a pandemia da COVID-19 e ainda os conflitos entre a Rússia e a Ucrânia provocaram bloqueios locais e nacionais, bem como restrições a viagens internacionais, o que consequentemente provocou uma queda acentuada nas receitas de roaming e venda de dispositivos, no entanto foi compensada pelo crescimento de assinantes de pacotes de banda larga de linha fixa, principalmente baseados em fibra com o objetivo de aumentar a rapidez da ligação à internet.

A Orange S.A é um dos principais players do mundo, com interesses em mercados em toda a Europa, Oriente Médio e África. A empresa implementou um novo plano denominado de *Engage 2025*, que, como mencionado anteriormente tem como objetivo principal promover o crescimento dos mercados em desenvolvimento e o maior uso de inteligência artificial e dados.

O setor das telecomunicações em França tem um peso significativo na economia nacional, visto que, é responsável por vários de postos de trabalho, tanto de forma direta

(colaboradores das empresas) como de forma indireta (fornecedores das empresas), além do mais, em 2022, as receitas de telecomunicações representaram 1,11% do PIB francês.

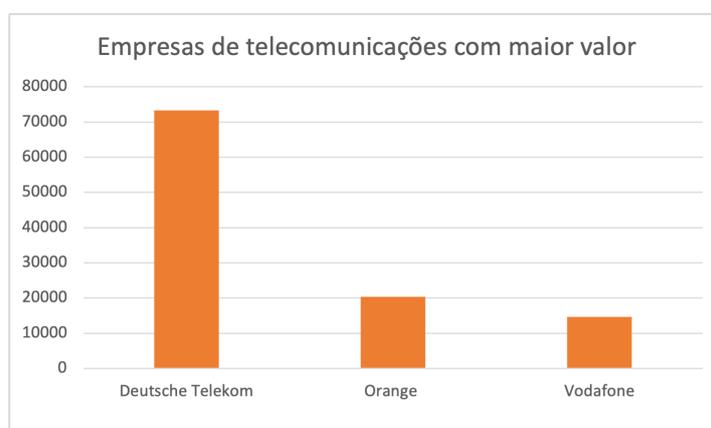
As receitas dos serviços de telecomunicações referem-se ao valor obtidos com os serviços retalhistas de telefone fixo, móvel, Internet e dados oferecidos pelos operadores de telecomunicações. Em 2022, a receita foi de 33.8 mil milhões de euros tendo sofrido um decréscimo de 9,62%, segundo o *International Telecommunication Union* (ITU).

Em 2022, a ITU calculou que o custo de uso de um contrato de telefone móvel, em França, era de 23,30 dólares e que em comparação a 2021 esse valor aumentou 1%.

4.5. Principais concorrentes

Segundo a *Brand Finance*, a Orange manteve a sua posição de 8º lugar no ranking das maiores empresas de telecomunicações a nível mundial em 2024. Através da observação do gráfico abaixo é possível identificar que os principais concorrentes a nível europeu, sendo esta a principal área de atuação da Orange, são a Deutsche Telekom e a Vodafone, com um valor de mercado de 73.321 milhões de dólares e 14.596 milhões de dólares, respetivamente.

Gráfico 4: Principais concorrentes a nível europeu



Fonte: Elaboração própria

A Deutsche Telekom AG é uma das maiores empresas de telecomunicações do mundo, com sede em Bonn na Alemanha, foi criada em 1995 através da privatização do Deutsche Bundespost. A empresa oferece uma ampla gama de serviços, desde telefone fixo e móvel, a serviços de banda larga e soluções corporativas.

Tal como a Orange, também opera internacionalmente, mas maioritariamente no mercado Europeu e nos Estados Unidos da América, sendo que contribuíram para a receita total da Deutsche Telekom em 2023, 10,3% e 64,7%, respetivamente.

Em 2023, a Deutsche Telekom apresentou receitas no valor de 112 mil milhões de euros, após um decréscimo de 2,09% face ao ano anterior. A 31 de dezembro de 2023, a Deutsche Telekom apresentava um preço por ação de 21,75 euros, o que representa um aumento de 14,89% uma vez que no início do ano esta ação estava cotada em 18,93 euros.

A Vodafone Group Plc é a terceira maior empresa de telecomunicações da Europa, situando-se logo abaixo da Orange. Uma operadora multinacional com sede em Londres, no Reino Unido, e criada em 1982.

Tal como as duas empresas mencionadas anteriormente, a Vodafone também opera internacionalmente, os 4 mercados maiores mercados são a Alemanha, Reino Unido, Itália e Espanha, sendo que as duas primeiras contribuíram para a receita total da Vodafone em 2023, 28,68% e 14,93%, respetivamente.

Em 2023, as receitas totais da Vodafone aumentaram 0,3% para 45.7 mil milhões de euros impulsionadas pelo crescimento em África e pelas vendas de grandes equipamentos, compensadas por menores receitas de serviços na Europa e por movimentos cambiais adversos. O preço por ação da Vodafone a 1 de janeiro de 2023 era de 10,83 euros, tendo sofrido um decréscimo de 26,37%, uma vez que no início de 2024 esta ação estava cotada em 67,32. 7,83 euros

Por outro lado, existem outros concorrentes a nível mundial tais como a Verizon, a AT&T e a China Mobile, com receitas que totalizam 121, 110 e 128 mil milhões de euros, respetivamente. Já os preços por ação no final de dezembro de 2023 foram de 37,97€, 15,48€ e 8,20€, respetivamente.

5. Avaliação

5.1. Free Cash Flow to the Firm

A primeira etapa da avaliação FCFE consiste em avaliar e realizar uma previsão para os próximos 5 anos dos rendimentos e custos diretos associados ao serviço da Orange.

As receitas da Orange são divididas nos tipos de serviços que a empresa disponibiliza e em “outras receitas” não descritas pelo grupo. De modo a fazer a demonstração de resultados previsional agrupei os serviços que dependem diretamente do número de clientes da Orange (*Retail Services, Wholesales, Equipment Sales e IT*) designando a rubrica como “Prestação de serviços”, e estimei um rendimento por cliente.

Para a estimativa dos rendimentos foram utilizadas 2 variáveis, a evolução dos clientes, e os rendimentos por cliente.

A evolução dos clientes apresenta um crescimento médio entre 2019 e 2023 de 4,29%, neste sentido foi feita a previsão do crescimento futuro tendo em consideração esta taxa.

Por outro lado, os rendimentos por cliente foram calculados através da divisão da soma dos rendimentos dos vários tipos de serviços pelo total de clientes que a empresa apresenta. A evolução desta rubrica ao longo dos últimos 5 anos foi de -3,06%, devido sobretudo à disponibilização de planos mais baratos e acessíveis à população de modo a combater os preços praticados pelos concorrentes, pelo que o posicionamento da marca é praticar preços competitivos garantindo sempre a qualidade do serviço. Tendo em conta esta evolução negativa foram estimados os rendimentos por cliente para os próximos 5 anos, e multiplicada pela evolução positiva dos clientes foi possível chegar aos seguintes rendimentos estimados:

Tabela 1: Previsão das prestações de serviços de 2024 até 2028

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Prestação de serviços	43 537	44 017	44 502	44 992	45 488

Fonte: Elaboração própria

Nos últimos 5 anos, a evolução da rubrica “outras receitas” foi a seguinte:

Tabela 2: Evolução histórica da rubrica outras receitas de 2019 até 2023

Rendimentos M€	2019	2020	2021	2022	2023
Outras receitas	991	1072	1186	1150	1060

Fonte: Relatório e Contas – Orange S.A 2022

Esta rubrica é composta pelas vendas de equipamentos a distribuidores e corretores externos, as receitas provenientes de portais, publicidade e atividades multifuncionais do Grupo, bem como outras receitas diversas, tudo fatores que não dependem diretamente dos clientes individuais da Orange pelo que de modo a estimar valores para os próximos 5 anos foi realizada um crescimento médio dos últimos 5 anos tendo sido estimada uma taxa de 1,99%, e posteriormente os rendimentos futuros desta rubrica, que podem ser observados através da seguinte tabela:

Tabela 3: Previsão da rubrica outras receitas de 2024 a 2028

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Outras receitas	1 081	1 103	1 124	1 147	1 170

Fonte: Elaboração própria

Para estimar a margem bruta é necessário fazer também a previsão dos custos diretos associados às vendas e prestação de serviços denominado de *Gastos Variáveis*. Esta rubrica foi calculada segundo o peso médio que teve nos rendimentos nos últimos 5 anos, pelo que foi utilizada uma taxa de 43%.

Tabela 4: Previsão dos rendimentos totais e custos diretos associados às vendas de 2024 até 2028

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Rendimentos Totais	44 618	45 119	45 626	46 139	46 657
Gastos Variáveis	(19 539)	(19 759)	(19 982)	(20 206)	(20 434)
Margem Bruta	25 079	25 360	25 645	25 932	26 223

Fonte: Elaboração própria

Os gastos operacionais mais significativos são os *Gastos com o Pessoal* que correspondem aos salários e segurança social e o *Taxas e impostos operacionais*, que integram impostos que não o imposto sobre o rendimento, nomeadamente contribuição económica territorial, imposto sobre função de emissão de radiofrequências, taxas de espectro (relacionado com a comunicação sem fio) e ainda outras taxas sobre serviços de telecomunicações. Ambas as rubricas foram previstas com base na sua proporção nas receitas da Orange nos últimos 5 anos, tendo sido utilizada uma taxa de 20,90% e 1,38%.

Tabela 5: Previsão dos gastos operacionais de 2024 até 2028

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Gastos com o Pessoal	(9 323)	(9 428)	(9 534)	(9 641)	(9 749)
Outros gastos operacionais	(616)	(623)	(630)	(637)	(644)
Outros rendimentos operacionais	778	787	796	805	814
Gastos Operacionais Líquidos	(9 161)	(9 264)	(9 368)	(9 473)	(9 580)
Ganhos/Perdas em Ativos Fixos	699	707	715	723	731
Gastos de Reestruturação	(221)	(223)	(225)	(228)	(231)
Taxas e impostos operacionais	(1 946)	(1 967)	(1 989)	(2 012)	(2 034)

Fonte: Elaboração própria

5.1.1. CAPEX

Nos relatórios e contas da Orange é mencionada um indicador financeiro em substituição ao CAPEX, no entanto não é definido pelas IFRS, o eCAPEX que se refere a aquisições de ativos fixos tangíveis e intangíveis, excluindo licenças de telecomunicações e ativos financiados, menos o preço de alienação de ativos fixos.

No entanto como não é definido pelas IFRS e para o cálculo do DCF é necessário apurar-se o CAPEX, pelo que geralmente é composto pela soma dos seus investimentos associados com aquisição de ativos fixos, tais como, equipamento industrial, edifícios, tecnologia entre outros. Pelo que o CAPEX dos últimos 5 anos corresponde ao valor da seguinte rubrica presente nas Demonstrações de Fluxo Caixa – Atividades de Investimento.

Tabela 6: Evolução histórica do CAPEX de 2019 até 2023

M€	2019	2020	2021	2022	2023
CAPEX	8 422	8 546	8 749	8 777	7 829

Fonte: Relatório e Contas – Orange S.A 2022

Como é possível observar o CAPEX da Orange não varia muito de ano para ano, devido sobretudo aos ciclos de investimentos que são planeados a longo prazo pelo que podem não variar significativamente de um ano para o outro, a menos que haja uma grande atualização tecnológica ou expansão da rede. Outro motivo será a maturidade da rede, após a implantação inicial da rede, as empresas entram numa fase de manutenção e otimização, o que significa que a rubrica que compõe o CAPEX é direcionada para manter e melhorar a eficiência da rede existente, ao contrário da realização de grandes investimentos em novas construções e infraestruturas.

No relatório e contas de 2022, é mencionado que a Orange tenciona investir em África e no Médio Oriente 125 milhões de euros em redes fixas até 2025, o que perfaz uma média de 41 milhões por ano. Contrariamente, e como observado nesse mesmo relatório, os investimentos nos três principais países operacionais do Grupo (França, Espanha e Polónia) diminuirão uma vez que a fibra foi implantada a um ritmo mais lento, acabando por compensar os elevados investimentos planeados mencionados anteriormente.

A previsão do CAPEX foi feita com base no peso médio relativo às receitas tendo sido obtida uma taxa média de 20%, sendo possível estimar os seguintes resultados:

Tabela 7: Previsão do CAPEX de 2024 até 2028

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CAPEX	8 924	9 024	9 125	9 228	9 331

Fonte: Elaboração própria

5.1.2. Depreciações e Amortizações

Semelhante ao raciocínio aplicado no CAPEX, o valor das depreciações e amortizações, foram estimados considerando o peso médio das receitas pelo que se obteve uma taxa média de 20,14%, a previsão pode ser analisada através da seguinte tabela:

Tabela 8: Previsão das Depreciações e Amortizações de 2024 até 2028

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
D&A	(8 985)	(9 086)	(9 188)	(9 291)	(9 396)

Fonte: Elaboração própria

5.1.3. Necessidades de Fundo Maneio

O cálculo das Necessidades de Fundo de Maneio foi realizado através da seguinte fórmula:

$$(16): NFM = Necessidades Cíclicas_t - Recursos Cíclicos_t$$

Tabela 9: Evolução histórica das Necessidades de Fundo Maneio de 2019 até 2023

M€	2019	2020	2021	2022	2023
NFM	(11 848)	(10 140)	(9 849)	(9 557)	(9 852)
Δ NFM	-	1 708	290	292	(295)

Fonte: Relatório e Contas – Orange S.A 2022

Para o cálculo das previsões desta rubrica, foi utilizada a taxa de crescimento médio ano após ano dos últimos 5 anos, tendo sido considerada uma taxa de 4,29%.

Tabela 10: Previsão das Necessidades de Fundo Maneio de 2024 até 2028

M€	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
NFM	(9 430)	(9 025)	(8 638)	(8 268)	(7 913)
Δ NFM	-	1 708	290	292	(295)

Fonte: Elaboração própria

5.1.4. WACC

Como referido anteriormente na revisão de literatura, irá ser utilizado o DCF na ótica da empresa, *firm valuation*.

5.1.4.1 Custo do Capital Próprio

O cálculo do custo do Capital Próprio foi feito através do CAPM pelo que, como estimativa da taxa de juro sem risco (R_f) foi utilizada a EURIBOR a 6 meses extraída à data de 29/04/2024 do Euribor-rates.

Conforme Damodaran (2012) sugere, a taxa de imposto aplicada foi a taxa marginal de imposto corporativo de França tendo sido considerada a taxa de 25%.

De modo a calcular o beta, o primeiro método utilizado foi a realização de uma regressão linear entre o valor histórico do preço das ações da Orange nos últimos 5 anos (abril de 2019 a abril de 2024), e a rendibilidade do mercado francês, o índice CAC40 que representa as 40 maiores empresas negociadas na Bolsa de Valores de Paris, no mesmo horizonte temporal. Através da observação dos resultados presentes no anexo E, o valor obtido foi de -0,003, demonstrando uma correlação linear bastante fraca entre ambas as variáveis.

Complementarmente, foram obtidos a partir da Reuters os betas alavancados das empresas semelhantes, Deutsche Telekom, Verizon, AT&T, China Mobile e Vodafone. Com o objetivo de obter um valor mais realista e sustentado, cada um dos betas foi desalavancado, eliminando os efeitos financeiros do uso da dívida, através da seguinte fórmula:

$$(17): \beta_u = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E})}$$

Posteriormente, foi calculada uma média dos betas desalavancados das empresas comparáveis, chegando a um beta médio desalavancado de 0,29.

Adicionalmente, através da base de dados de Damodaran, foi retirado o beta desalavancado da indústria Serviços de Telecomunicações, obtendo um valor de 0,78. Para garantir um valor mais sólido e abrangente do risco sistemático da indústria, foi calculada uma média dos dois valores mencionados anteriormente, atingindo um beta desalavancado de 0,53. Uma vez obtido o beta sistemático da indústria, este foi alavancado com base na estrutura de capital da Orange, chegando assim a um beta alavancado de 1,16. Posto isto, foi realizada uma média entre os dois métodos apresentados, considerando um valor final de 0,58.

Relativamente ao cálculo do prémio de risco de mercado ($R_m - R_f$), foi realizada a média ponderada entre o prémio de risco de mercado de cada país onde a Orange opera, dados retirados da base de dados de Damodaran, e o peso de cada país no EBITDA total da empresa, totalizando uma taxa de 7,06%.

Tabela 11: Prémio risco de mercado

Países	% EBITDA	Prémio de Risco de Mercado	Média ponderada	Total
França	49%	5,32%	2,60%	
Espanha	10%	5,32%	0,51%	
Resto da Europa	14%	7,28%	1,00%	
Africa e Médio Oriente	21%	14,11%	2,96%	
Outros	7%	-	-	
				7,06%

Fonte: Elaboração própria

No caso do “Resto da Europa” e “África e Médio Oriente”, foi realizada uma média dos prémios de risco de mercado dos países correspondentes uma vez que o EBITDA é apresentado em conjunto e não separadamente por país.

Finalmente, aplicou-se a fórmula 4, referente ao modelo CAPM, obtendo um custo de capital próprio de 7,94%.

Tabela 12: Custo do Capital Próprio

Rf	3,84%
(E(Rm)-rf)	7,06%
BL	0,58
Re	7,94%

Fonte: Elaboração própria

5.1.4.2. Custo da Dívida

Para calcular o custo da dívida, Damodaran propõe a utilização do método *Synthetic Rating*:

$$(18): R_d = R_f + spread + Country\ default\ spread$$

O custo da dívida de uma empresa refere-se à taxa que a empresa paga para reembolsar os seus compromissos financeiros relacionados à dívida que possui. Esse custo é determinado considerando três fatores principais: (i) Taxa de juros sem risco que é a taxa de retorno que um investidor poderia obter num investimento sem risco, como títulos do governo; (ii) risco de incumprimento que se traduz no risco de a empresa não cumprir suas obrigações financeiras. Quanto maior o risco percebido, maior tende a ser a taxa de juros

cobrada pela dívida; (iii) vantagens fiscais associadas à dívida algumas dívidas podem proporcionar benefícios fiscais, como deduções de impostos sobre os juros pagos.

Para avaliar o risco de incumprimento da empresa, é comum calcular o rácio de cobertura de juros. Esse rácio representa a capacidade da empresa de pagar os juros da sua dívida. Geralmente, calcula-se dividindo o EBIT pelos custos financeiros incorridos no período, neste caso utilizou-se uma média de ambas as variáveis nos últimos 5 anos.

Tabela 13: Rácio Cobertura de juros

Descrição	2023
EBIT	4 748
Despesas de Financiamento	1 229
Rácio de cobertura de juros	3,86

Fonte: Elaboração própria

De modo a chegar ao spread, foi aplicada a tabela mais recente disponibilizada por Damodaran, pelo que com um rácio de cobertura de juros de 3,86, está associado um spread de 3, como é possível observar no anexo F. A rubrica *Country default spread* é também disponibilizada por Damodaran.

Por fim, utilizando a fórmula 18, é possível concluir que o custo da dívida é de 5,77%.

Tabela 14: Custo da dívida

Rf	3,84%
Spread	1,21%
Country default spread	0,72%
Rd	5,77%

Fonte: Elaboração própria

5.1.4.3. Estrutura do capital

Para obter a informação relativa ao total do capital próprio (E) foi multiplicado o número de ações em circulação em 2023, 2658 milhões de ações, pela cotação do final do ano das mesmas, a 31 de dezembro de 2023 que era de 10,80€, totalizando um valor de 28.706 milhões de euros. E para a variável da dívida financeira (D) foi utilizada a dívida da empresa registada em 2023, que era de 44.819 milhões de euros, obtendo-se a seguinte estrutura de capital:

Tabela 15: Estrutura de Capital

Dívida Financeira (D)	44 819
Ações em circulação 2023	2 658
Cotação final do ano	10,80
Total Capital Próprio (E)	28 706
D/E	1,56
V = D + E	73 525
D/V	61%
E/V	39%

Fonte: Elaboração própria

Deste modo, depois de calculadas todas as variáveis que compõem o cálculo do WACC é possível obter um custo médio ponderado do capital de 5,74%.

Tabela 16: Cálculo WACC

Custo do Capital Próprio	7,94%
Custo do Capital Alheio	5,77%
Taxa de Imposto	25,00%
D/(D+E)	61,00%
E/(D+E)	39,00%
WACC	5,74%

Fonte: Elaboração própria

5.1.5. Taxa crescimento (g)

De forma a estimar os *cash flows* da empresa a partir do ano de 2023, é necessário calcular a perpetuidade através da taxa de crescimento g. Uma vez que o setor das telecomunicações tem tendência a ser relativamente estável e resiliente a mudanças económicas, é de esperar que a taxa de crescimento a utilizar seja inferior. De salientar que a maturidade do setor das telecomunicações desempenha um papel fundamental ao determinar a taxa de crescimento a utilizar nos *cash flows* futuros.

Uma das características da maturidade do setor é a estabilidade e previsibilidade das receitas. Atualmente a Orange desfruta de uma base de clientes estável e recorrente, composta por consumidores e empresas que dependem dos serviços de comunicação para suas

operações diárias o que resulta em *cash flows* mais previsíveis e menos suscetíveis a grandes flutuações. Adicionalmente, a maturidade do setor está associada a uma competição estável, empresas líder como a Orange, estabeleceram as suas posições no mercado ao longo dos anos através das estratégias eficazes que desenvolveram.

Por último, a natureza regulamentada do setor das telecomunicações também desempenha um papel importante na decisão da taxa de crescimento, as políticas governamentais ajudam a garantir a estabilidade e a sustentabilidade das operações das empresas do setor, proporcionando um cenário de negócios previsível e controlado.

Tendo em conta estas justificações para o cálculo da perpetuidade dos *cash flows* foi utilizada uma taxa de crescimento modesta de 0,5%.

5.1.6. Análise dos Resultados

Após realizados os cálculos de todos os inputs, obteve-se os *free cash flows* para os próximos 5 anos, estes foram atualizados com base no custo médio ponderado do capital, totalizando 16.375 milhões de euros.

Tabela 17: Previsão dos FCFF de 2024 até 2028

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	5 465	5 526	5 588	5 651	5 714
EBIT (1-t)	4 099	4 145	4 191	4 238	4 285
+ D&A	8 985	9 086	9 188	9 291	9 396
- Δ NFM	423	404	387	371	355
- CAPEX	8 924	9 024	9 125	9 228	9 331
FCF	3 738	3 802	3 867	3 931	3 995
FCF Atualizados	3 535	3 401	3 271	3 145	3 023
Somatório dos FCF atualizados					16 375

Fonte: Elaboração própria

O *firm value* obtido foi de 74.368 milhões de euros, após somar o montante de caixa e equivalentes de caixa e subtrair a dívida obteve-se um *equity value* de 41.706 milhões de euros.

Por fim, tendo em conta que a Orange no fim de 2023 dispunha de 2.658 milhões de ações em circulação, obteve-se uma avaliação do preço por ação de 15,69€.

Tabela 18: Previsão da evolução do preço da ação pelo DFC de 2024 até 2028

WACC	5,74%
g	0,50%
PV FCFF	16 375
Terminal value in year 5	76 652
PV Terminal value	57 993
Firm value	74 368
Dívida Financeira	44 189
Caixa	11 527
Capital Próprio	41 706
Ações em circulação	2658
Cotação final do ano	10,8
Target Price	15,69 €
Potencial de valorização	45,28%

Fonte: Elaboração própria

5.1.7. Análise de Sensibilidade

Através da seguinte tabela é possível analisar o impacto que a variação da taxa de crescimento e/ou a variação do custo médio ponderado do capital têm no preço das ações da Orange. É possível verificar que uma diminuição de 10% no WACC, e mantendo a taxa de crescimento a 0,5 o preço por ação sofre uma variação positiva de cerca de 20%. Por outro lado, a taxa de crescimento tem uma relação inversa com o WACC, uma vez que o preço por ação reage positivamente ao aumento da taxa, pelo que mantendo o WACC constante e aumentando em 10% a taxa de crescimento é possível observar uma valorização de 1,44%.

Pelo que é possível concluir que o WACC tem um peso superior à taxa de crescimento no cálculo do preço por ação da Orange.

Tabela 19: Análise de sensibilidade

		WACC									
		4,72%	4,96%	5,20%	5,46%	5,74%	6,02%	6,33%	6,64%	6,97%	
Taxa de Crescimento - g	0,41%	21,86	20,08	18,40	16,81	15,31	13,89	12,55	11,28	10,08	
	0,43%	22,00	20,20	18,51	16,91	15,40	13,97	12,62	11,34	10,14	
	0,45%	22,15	20,33	18,62	17,01	15,49	14,05	12,69	11,41	10,20	
	0,48%	22,30	20,47	18,75	17,12	15,59	14,14	12,77	11,48	10,26	
	0,50%	22,47	20,62	18,88	17,24	15,69	14,23	12,85	11,55	10,32	
	0,53%	22,64	20,78	19,02	17,36	15,80	14,33	12,94	11,63	10,39	
	0,55%	22,83	20,94	19,17	17,49	15,92	14,43	13,03	11,71	10,46	
	0,58%	23,03	21,12	19,32	17,63	16,04	14,54	13,13	11,80	10,54	
	0,61%	23,24	21,31	19,49	17,78	16,17	14,66	13,23	11,89	10,62	

Fonte: Elaboração própria

5.2. APV

Damodaran (2012) afirma que para obter o preço por ação através do APV é necessário atualizar os FCFE obtidos anteriormente à taxa do custo de capital próprio desalavancado R_u , ou seja, é necessário utilizar a fórmula 17 para desalavancar o beta alavancado anteriormente calculado (0,58).

Posto isto, é calculado o benefício fiscal esperado, tendo em consideração o *Tax Shield*, ou seja, nível de endividamento da empresa. Será utilizada uma perpetuidade de 0,5%, uma vez que é necessário estar em conformidade com o horizonte temporal.

Por fim, o target price obtido é de 19,86€, em mais detalhe no anexo G.

Damodaran afirma que uma das grandes limitações da utilização deste método de avaliação é o facto de que mesmo que o método tenha em consideração os custos de falência, os mesmos muitas vezes não são incluídos no cálculo uma vez que não são possíveis de calcular diretamente, pelo que este senão pode levar a uma sobrevalorização da empresa, uma vez que os benefícios da dívida são adicionados mas o respetivo risco não é considerado.

Tabela 20: Previsão da evolução do preço da ação pelo APV de 2024 a 2028

R_u	5,73%
g	0,50%
PV FCFE	16 378
Terminal value in year 5	76 652
PV Terminal value	58 018
PV Tax Shield	11 047
APV - Firm Value	85 444
Dívida Financeira	44 189
Caixa	11 527
Capital Próprio	52 782
Ações em circulação	2 658
Cotação final do ano	10,8

Target Price	19,86 €
Potencial de valorização	83,87%

Fonte: Elaboração própria

5.3. Método dos Múltiplos

Para garantir uma análise mais sólida e sustentável com o real, o resultado obtido através da avaliação pelo método FCFF e pelo APV será comparado com o método dos múltiplos que como referido anteriormente na revisão da literatura, serve para estimar o valor das empresas através da comparação com empresas semelhantes.

Para a realização deste método foram selecionadas as empresas, de acordo com a sua capitalização de mercado e os seus rendimentos, tais como Deutsche Telekom, Verizon, AT&T, China Mobile e Vodafone.

Para este método de avaliação foram calculados os seguintes rácios: *Enterprise Value/receita*, *Enterprise Value/EBITDA*, *Enterprise Value/EBIT*, *Price/Resultado Líquido* e *Price/Receita*, sendo que os dados utilizados foram extraídos da base de dados Finbox.

Uma vez obtida a média do mercado de cada um dos indicadores estes foram multiplicados respetivamente pela receita, EBITDA, EBIT, Resultado Líquido e receita de modo a obter um *Implied Equity Value* por cada um dos rácios.

Por fim, foi realizada uma média dos resultados anteriores, tendo sido obtido um preço por ação de 14€, o que representa um *upside* potencial de 29,65%.

É necessário referir que uma das principais limitações deste método é a dificuldade em encontrar empresas ditas comparáveis, pelo que podem ser utilizadas empresas com características distintas como por exemplo a estrutura de capital. Assim sendo é aconselhado utilizar este método como suporte aos métodos anteriormente utilizados que também concluíram uma subvalorização das ações.

Tabela 21: Previsão da evolução do preço da ação pelo método dos múltiplos de 2024 a 2028

	EV/Receitas	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/RL	P/Receitas
Implied Equity Value	48 391	47 506	24 455	23 746	41 994
Ações em circulação	2 658	2 658	2 658	2 658	2 658
Share Price	18,21€	17,87€	9,20€	8,93€	15,80€
Média					14,00€
Cotação final do ano					10,80€
Potencial de valorização					29,65%

Fonte: Elaboração própria

6. Conclusão

O presente trabalho contempla inicialmente um entendimento profundo do negócio, do setor das telecomunicações bem como das suas tendências. De seguida, foi desenvolvida uma análise macroeconómica, e por fim, foram assumidos pressupostos de como a estimar o valor da ação da Orange.

O setor das telecomunicações está em constante evolução e é importante destacar a sua relevância na sociedade principalmente durante a crise sanitária instalada em 2019, que permitiu uma evolução notória tanto nos serviços como nas infraestruturas das empresas de telecomunicações, uma vez que imensos serviços estavam dependentes das telecomunicações.

O principal objetivo da realização deste trabalho foi realizar uma avaliação empresarial fidedigna da Orange SA, com o intuito de fornecer informações valiosas para apoiar decisões de investimento, incluindo previsões de preço de ações, potencial de crescimento e avaliações de risco, pelo que foram utilizados dois modelos de avaliação: o DFC, utilizando o Firm Approach e o APV, e o método dos múltiplos, tendo em conta que cada metodologia possui características distintas que as tornam adequadas para diferentes situações e diferentes tipos de análises financeiras.

Utilizando o método do FCFF, que tem a capacidade de calcular o valor intrínseco da empresa com base em projeções detalhadas de *cash flows* futuros, foi obtido um *equity value* de 41.706 milhões de euros. Considerando que a Orange, no fim de 2023, dispunha de 2.658 milhões de ações em circulação, a avaliação resultante foi de um preço por ação de 15,69€, indicando um potencial de valorização de 42,28%.

O APV também foi aplicado, resultando num preço por ação de 19,86€, representando um potencial de valorização de 83,87%. Este método mostrou-se eficaz ao incorporar os benefícios fiscais do endividamento e outras características específicas do financiamento da empresa, oferecendo uma visão clara dos impactos financeiros das decisões de estrutura de capital.

Por fim, foi utilizado o Método dos Múltiplos, que, apesar de sua simplicidade, permitiu comparações rápidas e eficazes entre empresas do mesmo setor. A média dos resultados obtidos com este método contribuiu para uma análise complementar e prática das condições de mercado, resultando num preço por ação de 14€, o que representa um potencial de valorização de 29,65%.

A escolha do método de avaliação mais adequado deve considerar o contexto específico da empresa e os objetivos da análise. Cada abordagem tem as suas vantagens e

limitações, e a combinação de diferentes métodos pode proporcionar uma visão mais completa e robusta do valor de uma empresa.

Em resumo, a análise do FCFE, do APV e do Método dos Múltiplos revela que não há uma abordagem única que seja superior em todas as situações. A integração dessas metodologias permite uma avaliação mais holística e detalhada, contribuindo para uma melhor compreensão do valor empresarial e suporte na tomada de decisões estratégicas.

Em conclusão, tendo em conta os resultados obtidos ao longo deste trabalho, a recomendação final aos investidores é a de comprar as ações da Orange, considerando o seu potencial significativo de valorização, os fortes indicadores da extensão do crescimento da empresa, destacando-se assim como uma oportunidade atrativa para investidores.

Referências Bibliográficas

- Baynast, A., Lendrevie, J., Lévy, J., Dionísio, P., & Rodrigues, V. (2018). *Mercator 25 anos*. D. Quixote.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investments*. Boston: McGraw-Hill.
- Booth, L. (2002). *Finding Value Where None Exists: Pitfalls in Using Adjusted Present Value*. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Brand Finance*. (2024). Obtido de Brandirectory: <https://brandirectory.com/rankings/telecoms/table>
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation- Measuring and managing the value of companies*. McKinsey & Company, Inc., New York- John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on valuation*. New York. John Wiley & Sons Inc.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. New York: Wiley.
- Damodaran, A. (2006). *Valuation Approaches and Metrics- a Survey of the Theory and Evidence*. Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2024). *Betas by Sector (US)*. Obtido de NYU Stern: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Damodaran, A. (2024). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Obtido de NYU Stern: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Damodaran, A. (2024). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*. Obtido de NYU Stern: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html
- Fama, E., & French, K. (2004). *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*. *Journal of Economic Perspectives*.
- Fernández, P. (2001). *EVA and cash value added do not measure shareholder value creation*. IESE Business School.
- Fernández, P. (2007). *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School.
- France Data*. (2024). Obtido de International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/datamapper/profile/FRA>
- Global 2000*. (2023). Obtido de Forbes: <https://www.forbes.com/lists/global2000/?sh=67a143015ac0>

Janiszewski, S. (2011). *How to Perform Discounted Cash Flow Valuation?*

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *The right role for multiples in valuation, McKinsey on Finance, Perspectives on Corporate Finance and Strategy* (Vol. 15).

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies* (Vol. 5). Wiley Finance.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation measuring and managing the value of companies*. N.J: Wiley.

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.

Luehrman, A. (1997). *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*. Harvard Business Review.

Market capitalization of Orange. (2024). Obtido de Companies Market Cap: <https://companiesmarketcap.com/orange/marketcap/>

Markowitz, H. (1959). *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*. John Wiley & Sons, Inc.

Myers, S. (1974). *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting*. The Journal of Finance.

Neves, J. (1999). *ABC das Fusões & Aquisições*. IAPMEI.

O'Neill, A. (2024). *France: Inflation rate from 1987 to 2029*. Obtido de Statista: <https://www.statista.com/statistics/270353/inflation-rate-in-france/>

O'Neill, A. (2024). *National debt in France*. Obtido de Statista: <https://www.statista.com/statistics/270360/national-debt-of-france/>

Orange Price Chart. (2024). Obtido de Euronext: <https://live.euronext.com/en/product/equities/FR0000133308-XPAN>

Orange SA. (2024). Obtido de Finbox: <https://finbox.com/NYSE:ORAN>

Revenue from all telecommunication services. (2023). Obtido de DataHub: <https://datahub.itu.int/data/?e=FRA&i=349&c=DEU>

Services, value added (% of GDP) - France. (2024). Obtido de Data world bank: <https://data.worldbank.org/indicator/NV.SRV.TOTL.ZS?end=2022&locations=FR&start=2009>

Sharpe, W. (1964). *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*. The Journal of Finance.

Taxa Euribor 6 meses. (2024). Obtido de Euribor-Rates: <https://www.euribor-rates.eu/pt/taxas-euribor-actuais/3/euribor-taxa-6-meses/>

Telefonia móvel e Internet na França. (2022). Obtido de Dados Mundiais:
https://www.dadosmundiais.com/europa/franca/telecomunicacoes.php#google_vignette

The economic context of France. (2024). Obtido de Lloyds Bank:
<https://www.lloydsbanktrade.com/en/market-potential/france/economical-context>

Anexos

Anexo A – Demonstração da Posição Financeira

(in millions of euros)	2019	2020	2021	2022	2023
Assets					
Goodwill	27 644	27 596	24 192	23 113	23 775
Other intangible assets	14 737	15 135	14 940	14 946	15 098
Property, plant and equipment	28 423	29 075	30 484	31 640	33 193
Right-of-use assets	6 700	7 009	7 702	7 936	8 175
Interests in associates and joint ventures	103	98	1 440	1 486	1 491
Non-current financial assets related to Mobile Financial Services activities	1 259	1 210	900	656	297
Non-current financial assets	1 208	1 516	950	977	1 036
Non-current derivatives assets	562	132	683	1 458	956
Other non-current assets	125	136	254	216	192
Deferred tax assets	940	674	692	421	598
Total non-current assets	81 701	82 582	82 236	82 847	84 811
Inventories	906	814	952	1 048	1 152
Trade receivables	5 320	5 620	6 029	6 305	6 013
Other customer contract assets	1 209	1 236	1 460	1 570	1 795
Current financial assets related to Mobile Financial Services activities	3 095	2 075	2 381	2 742	3 184
Current financial assets	4 766	3 259	2 313	4 541	2 713
Other current assets	1 269	1 863	1 883	2 330	2 425
Operating taxes and levies receivables	1 090	1 104	1 163	1 265	1 233
Current taxes assets	120	128	181	149	240
Prepaid expenses	730	850	851	851	868
Cash and cash equivalents	6 481	8 145	8 621	6 004	5 618
Total current assets	24 987	25 094	25 834	26 803	25 241
Total assets	106 689	107 676	108 071	109 650	110 052
Equity and liabilities					
Share capital	10 640	10 640	10 640	10 640	10 640
Share premiums and statutory reserve	16 859	16 859	16 859	16 859	16 859
Subordinated notes	5 803	5 803	5 497	4 950	4 950
Retained earnings	(1 428)	1 255	(656)	(666)	(625)
Equity attributable to the owners of the parent company	31 875	34 557	32 341	31 784	31 825
Non-controlling interests	2 687	2 643	3 020	3 172	3 274
Total equity	34 561	37 200	35 361	34 956	35 098
Non-current financial liabilities	33 148	30 089	31 922	31 930	30 535

Non-current derivatives liabilities	487	844	220	397	225
Non-current lease liabilities	5 593	5 875	6 696	6 901	7 099
Non-current fixed assets payables	817	1 291	1 370	1 480	1 608
Non-current employee benefits	2 353	1 984	2 798	2 649	2 624
Non-current dismantling provisions	812	885	876	670	698
Other non-current liabilities	448	360	367	319	495
Deferred tax liabilities	703	855	1 185	1 124	1 143
Total non-current liabilities	44 360	42 182	45 434	45 471	44 427
Current financial liabilities	3 925	5 170	3 421	4 702	5 451
Current derivatives liabilities	22	35	124	51	40
Current lease liabilities	1 339	1 496	1 369	1 509	1 469
Current fixed assets payables	2 848	3 349	3 111	3 101	2 926
Trade payables	6 682	6 475	6 738	7 067	7 042
Customer contract liabilities	2 093	1 984	2 512	2 579	2 717
Current financial liabilities related to Mobile Financial Services activities	4 279	3 128	3 161	3 034	3 073
Current employee benefits	2 261	2 192	2 316	2 418	2 632
Current dismantling provisions	15	16	21	26	40
Other current liabilities	2 215	2 331	2 462	2 645	3 059
Operating taxes and levies payables	1 287	1 279	1 436	1 405	1 483
Current taxes payables	748	673	425	538	460
Deferred income	51	165	180	149	135
Total current liabilities	27 767	28 294	27 276	29 223	30 526
Total equity and liabilities	106 689	107 676	108 071	109 650	110 052

Fonte: Biblioteca virtual da Orange

Anexo B – Demonstração da Posição Financeira Previsional

(in millions of euros)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Assets					
Goodwill	23 109	22 462	21 833	21 222	20 628
Other intangible assets	15 172	15 247	15 322	15 397	15 472
Property, plant and equipment	34 308	35 459	36 650	37 880	39 151
Right-of-use assets	8 535	8 911	9 304	9 714	10 141
Interests in associates and joint ventures	1 501	1 512	1 523	1 534	1 544
Non-current financial assets related to Mobile Financial Services activities	252	213	181	153	130
Non-current financial assets	1 006	977	950	923	896
Non-current derivatives assets	1 090	1 244	1 418	1 617	1 844
Other non-current assets	212	234	259	286	317

Deferred tax assets	554	514	476	442	409
Total non-current assets	85 740	86 774	87 915	89 166	90 533
Inventories	1 214	1 280	1 350	1 423	1 500
Trade receivables	6 169	6 330	6 495	6 664	6 838
Other customer contract assets	1 969	2 160	2 369	2 599	2 851
Current financial assets related to Mobile Financial Services activities	3 203	3 221	3 240	3 259	3 278
Current financial assets	2 479	2 266	2 071	1 892	1 729
Other current assets	2 565	2 712	2 868	3 034	3 208
Operating taxes and levies receivables	1 265	1 298	1 331	1 366	1 402
Current taxes assets	255	272	290	309	329
Prepaid expenses	901	935	971	1 007	1 045
Cash and cash equivalents	5 468	5 322	5 181	5 043	4 908
Total current assets	25 824	26 548	27 429	28 488	29 748
Total assets	111 564	113 322	115 344	117 654	120 281

Equity and liabilities

Share capital	10 640	10 640	10 640	10 640	10 640
Share premiums and statutory reserve	16 859	16 859	16 859	16 859	16 859
Subordinated notes	4 804	4 663	4 526	4 393	4 264
Retained earnings	(615)	(596)	(574)	(556)	(550)
Equity attributable to the owners of the parent company	31 689	31 567	31 452	31 337	31 214
Non-controlling interests	3 417	3 566	3 722	3 884	4 054
Total equity	35 105	35 133	35 173	35 221	35 268
Non-current financial liabilities	30 054	29 580	29 114	28 655	28 203
Non-current derivatives liabilities	200	179	160	142	127
Non-current lease liabilities	7 482	7 884	8 309	8 757	9 228
Non-current fixed assets payables	1 920	2 292	2 736	3 267	3 900
Non-current employee benefits	2 685	2 747	2 810	2 875	2 941
Non-current dismantling provisions	678	659	640	622	605
Other non-current liabilities	505	516	527	538	549
Deferred tax liabilities	1 287	1 448	1 630	1 834	2 064
Total non-current liabilities	44 810	45 305	45 925	46 689	47 617
Current financial liabilities	5 874	6 331	6 823	7 354	7 925
Current derivatives liabilities	46	53	62	71	82
Current lease liabilities	1 497	1 526	1 556	1 586	1 617
Current fixed assets payables	3 139	3 369	3 615	3 880	4 163
Trade payables	7 118	7 195	7 273	7 351	7 430
Customer contract liabilities	2 878	3 050	3 231	3 424	3 628

Current financial liabilities related to Mobile Financial Services activities	2 900	2 737	2 582	2 437	2 300
Current employee benefits	2 718	2 807	2 899	2 995	3 093
Current dismantling provisions	53	70	93	123	163
Other current liabilities	3 292	3 543	3 813	4 104	4 416
Operating taxes and levies payables	1 528	1 575	1 623	1 672	1 723
Current taxes payables	425	392	362	334	308
Deferred income	178	236	313	414	548
Total current liabilities	31 649	32 885	34 245	35 743	37 397
Total equity and liabilities	111 564	113 322	115 344	117 654	120 281

Fonte: Elaboração Própria

Anexo C – Demonstração de Resultados

(in millions of euros)	2019	2020	2021	2022	2023
Revenue	42 238	42 270	42 522	43 471	44 122
External purchases	(17 860)	(17 691)	(17 973)	(18 732)	(19 322)
Gross Margin	24 378	24 579	24 549	24 739	24 800
Labor Expenses	(8 494)	(8 490)	(9 917)	(8 920)	(9 018)
Other operating expenses	(599)	(789)	(700)	(413)	(452)
Other operating results	720	604	783	747	894
NET OPERATING EXPENSES	(8 373)	(8 675)	(9 834)	(8 586)	(8 576)
Gains (losses) on disposal of fixed assets, investments and activities	277	228	2 507	233	90
Restructuring costs	(132)	(25)	(331)	(125)	(456)
Operating taxes and levies	(1 827)	(1 924)	(1 926)	(1 882)	(1 794)
EBITDA	14 323	14 183	14 965	14 379	14 064
Impairment losses, trade and other receivables	(2)	(87)	(3 810)	(927)	(115)
D&A	(8 398)	(8 573)	(8 639)	(8 649)	(8 962)
Effects resulting from business combinations	–	–	–	–	11
Share of profits (losses) of associates and joint ventures	8	(2)	3	(2)	(29)
EBIT	5 931	5 521	2 519	4 801	4 969
Financial expenses	(1 357)	(1 325)	(953)	(1 020)	(1 489)
Financial income	96	11	171	100	283
Financial result	(1 261)	(1 314)	(782)	(920)	(1 206)
Profit Before Tax	4 670	4 207	1 737	3 881	3 763
Income taxes	(1 447)	848	(962)	(1 265)	(871)
Consolidated net income	3 223	5 055	775	2 616	2 892
Non-controlling interests	218	233	545	471	451
Net Profit for the period attributable to the parent	3 005	4 822	230	2 145	2 441

Anexo D – Demonstração de Resultados Previsional

(in millions of euros)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	44 618	45 119	45 626	46 139	46 657
External purchases	(19 539)	(19 759)	(19 982)	(20 206)	(20 434)
Gross Margin	25 079	25 360	25 645	25 932	26 223
Labor Expenses	(9 323)	(9 428)	(9 534)	(9 641)	(9 749)
Other operating expenses	(616)	(623)	(630)	(637)	(644)
Other operating results	778	787	796	805	814
NET OPERATING EXPENSES	(9 161)	(9 264)	(9 368)	(9 473)	(9 580)
Gains (losses) on disposal of fixed assets, investments and activities	699	707	715	723	731
Restructuring costs	(221)	(223)	(225)	(228)	(231)
Operating taxes and levies	(1 946)	(1 967)	(1 989)	(2 012)	(2 034)
EBITDA	14 451	14 612	14 776	14 942	15 109
Impairment losses, trade and other receivables	0	0	0	0	0
D&A	(8 985)	(9 086)	(9 188)	(9 291)	(9 396)
Effects resulting from business combinations	–	–	–	–	–
Share of profits (losses) of associates and joint ventures	–	–	–	–	–
EBIT	5 465	5 526	5 588	5 651	5 714
Financial expenses	(1 277)	(1 291)	(1 306)	(1 320)	(1 335)
Financial income	136	138	139	141	142
Financial result	(1 141)	(1 154)	(1 166)	(1 180)	(1 193)
Profit Before Tax	4 325	4 373	4 422	4 471	4 521
Income taxes	(1 081)	(1 093)	(1 105)	(1 118)	(1 130)
Consolidated net income	3 244	3 280	3 316	3 353	3 391
Non-controlling interests	398	402	407	411	416
Net Profit for the period attributable to the parent	3 641	3 682	3 723	3 764	3 806

Fonte: Elaboração Própria

Anexo E - Regressão linear entre o preço das ações da Orange e a rentabilidade do mercado francês, índice CAC40

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,2046093
R Square	0,041865
Adjusted R Square	0,0381798
Standard Error	1,4448284
Observations	262

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	23,71536156	23,7153616	11,3604938	0,0008642
Residual	260	542,7575692	2,08752911		
Total	261	566,4729308			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	12,964223	0,612357509	21,1710043	1,6511E-58	11,7584119	14,170035	11,7584119	14,170035
cac 40	-0,000325	9,63691E-05	-3,3705332	0,0008642	-0,00051458	-0,0001351	-0,0005146	-0,0001351

Fonte: Elaboração Própria

Anexo F - Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread (Damodaran)

>	\leq to	Rating is	Spread is
-100000	0.199999	D2/D	20,00%
0.2	0.649999	C2/C	17,00%
0.65	0.799999	Ca2/CC	11,78%
0.8	1.249999	Caa/CCC	8,51%
1.25	1.499999	B3/B-	5,24%
1.5	1.749999	B2/B	3,61%
1.75	1.999999	B1/B+	3,14%
2	2.2499999	Ba2/BB	2,21%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	1,74%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	1,47%
3	4.249999	A3/A-	1,21%
4.25	5.499999	A2/A	1,07%
5.5	6.499999	A1/A+	0,92%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0,70%
8.50	100000	Aaa/AAA	0,59%

Fonte: Damodaran

Anexo G - Previsão dos FCF de 2024 até 2028

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	5 465	5 526	5 588	5 651	5 714
EBIT (1-t)	4 099	4 145	4 191	4 238	4 285
+ D&A	8 985	9 086	9 188	9 291	9 396
- Δ NFM	423	404	387	371	355
- CAPEX	8 924	9 024	9 125	9 228	9 331
FCF	3 738	3 802	3 867	3 931	3 995
FCF Atualizados	3 535	3 402	3 272	3 146	3 024
Sumatório dos FCF atualizados					16 378

Fonte: Elaboração Própria