

Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

Trabalho de Projeto

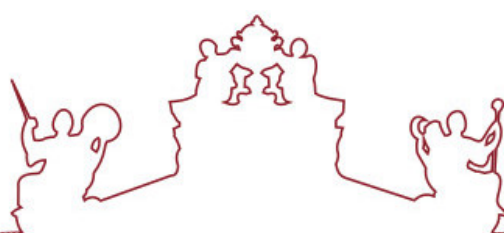
Avaliação Financeira da Empresa: CTT – Correios de Portugal, S.A.

Rúben André Monginho Zambujo

Orientador(es) | José Eduardo Correia

Évora 2026





Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais

Mestrado em Gestão

Área de especialização | Finanças

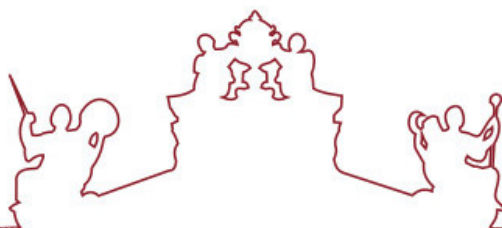
Trabalho de Projeto

Avaliação Financeira da Empresa: CTT – Correios de Portugal, S.A.

Rúben André Monginho Zambujo

Orientador(es) | José Eduardo Correia

Évora 2026



O trabalho de projeto foi objeto de apreciação e discussão pública pelo seguinte júri nomeado pelo Diretor da Escola de Ciências Sociais:

Presidente | Elisabete Gomes Santana Félix (Universidade de Évora)

Vogais | Jacinto António Setúbal Vidigal da Silva (Universidade de Évora) (Arguente)
José Eduardo Correia (Universidade de Évora) (Orientador)

Resumo

O presente trabalho tem como principal objetivo avaliar o valor da empresa CTT – Correios de Portugal, S.A., procurando perceber até que ponto representa uma oportunidade de investimento atrativa. Para tal, foi analisado o desempenho económico-financeiro, o posicionamento estratégico e a capacidade de criação de valor no longo prazo.

A análise baseia-se em dados secundários, nomeadamente relatórios e contas entre 2020 e 2024, bem como informação de mercado e enquadramento setorial. Em termos metodológicos, recorre-se ao modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF), complementado pela avaliação por múltiplos, integrando ainda o cálculo do WACC e do custo do capital próprio através do CAPM.

Os resultados apontam para um valor da empresa consistente com o seu perfil de risco e maturidade, evidenciando uma estrutura de capitais equilibrada. A análise sugere que os CTT apresentam potencial de valorização, embora dependente da sua capacidade de adaptação às mudanças do setor.

Palavras-chave:

Avaliação de empresas; CTT – Correios de Portugal; Método dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF); Múltiplos de mercado.

Abstract

Business Valuation: CTT – Correios de Portugal, S.A.

This project aims to assess the value of CTT – Correios de Portugal, S.A., seeking to determine whether it represents an attractive investment opportunity. To this end, the company's economic and financial performance, strategic positioning, and long-term value creation capacity are analysed.

The analysis is based on secondary data, namely financial statements from 2020 to 2024, as well as market information and sector context. From a methodological perspective, the Discounted Cash Flow (DCF) model is applied, complemented by a valuation based on market multiples, also incorporating the estimation of the WACC and the cost of equity through the CAPM.

The results suggest a company value consistent with its risk profile and maturity, highlighting a balanced capital structure. The analysis indicates that CTT shows potential for value appreciation, although this depends on its ability to adapt to ongoing changes in the sector.

Keyword:

Company valuation; CTT – Portuguese Postal Services; Discounted Cash Flows (DCF); Market multiples.

Agradecimentos

A realização deste trabalho de projeto marca o fim de uma etapa importante, que não teria sido possível sem o apoio de várias pessoas ao longo deste percurso.

Em primeiro lugar, gostaria de expressar o meu sincero agradecimento ao meu orientador, pelo acompanhamento, disponibilidade e pelos contributos ao longo do desenvolvimento deste trabalho e também agradecer pelo apoio ao longo do meu percurso académico.

Aos professores que fizeram parte deste percurso académico, deixo também uma palavra de agradecimento pelos conhecimentos transmitidos e pelo incentivo ao longo destes anos, que contribuíram para a minha formação pessoal e académica.

À minha família, um agradecimento especial pelo apoio constante, pela paciência e pela motivação nos momentos mais exigentes. O seu suporte foi essencial para conseguir chegar até aqui.

Por último, mas não menos importante, aos meus amigos e colegas, agradeço a partilha, a entreaajuda e todos os momentos que tornaram este percurso mais leve e motivador.

ÍNDICE

Índice de APÊNDICES	8
Índice de Anexos	9
Índice de Tabelas	10
Listagem de Abreviaturas ou Siglas	11
Declaração sobre o uso de Inteligência Artificial Generativa	12
1. INTRODUÇÃO	14
1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha	15
1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos	16
1.3. Metodologia De Elaboração do Trabalho de Projeto	17
1.4. Estrutura do Trabalho	19
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	20
2.1 Enquadramento Geral da Avaliação de Empresas	20
2.2 Evolução da Teoria da Avaliação de Empresas	21
2.3 Conceito de Valor da Empresa e Decomposição do Valor	21
2.4 O Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF)	22
2.5 Valor Terminal e Crescimento em Perpetuidade	23
2.6 Custo do Capital e WACC	24
2.7 CAPM e Custo dos Capitais Próprios	25
2.8 Estrutura de Capitais	26
2.9 Estrutura Ótima de Capitais e Minimização do WACC	27
2.10 Avaliação Relativa por Múltiplos	28
2.11 Crescimento, Investimento e Criação de Valor	29
2.12 Política de Dividendos	30
2.13 Risco, Mercados de Capitais e Percepção dos Investidores	31
2.14 Sustentabilidade, Estratégia e Criação de Valor no Longo Prazo	32
2.15 Síntese Crítica do Enquadramento Teórico	32

3.	Metodologia de Elaboração do Trabalho de Projeto	34
4.	Apresentação da Empresa.....	36
4.1	Atividade da Empresa e Enquadramento Setorial	36
4.2	Estratégia da Empresa.....	38
4.3	Principais Concorrentes	39
4.4	Modelo de Governação e Estrutura Organizacional	40
4.5	Estrutura Acionista	41
4.6	Análise SWOT	42
4.7	Modelo de Porter	44
5.	Diagnóstico da Situação Económica e Financeira	46
5.1	Gastos Mais Significativos da Estrutura de Custos.....	46
5.2	Nível de Endividamento Atual da Empresa	47
5.3	Custo da Dívida	48
5.4	Custo do Capital.....	49
5.5	Estratégia de Investimento da CTT	51
5.5.1	Estratégia de Investimentos da CTT	51
5.5.2	Estratégias de Investimento para os Acionistas	52
5.6	Grau de Satisfação dos Investidores.....	53
5.7	Principais Diferenças para as Empresas Concorrentes.....	55
6.	Avaliação	57
6.1	Principais Fontes de Financiamento	57
6.2	Principais Vantagens e Desvantagens do Uso da Dívida Pública	58
6.3	Estrutura ideal de Capitais	60
6.4	Estratégia para Atingir a Estrutura Ideal de Capitais	61
6.5	Dividendos.....	63
6.6	Política da Remuneração dos Acionistas.....	64
6.7	Competitividade da Empresa na Atração de Capitais	66
6.8	Taxa de Crescimento da Empresa e dos seus Concorrentes	67
6.9	Previsão dos Fluxos de Caixa no Futuro	69
6.10	Valor da Empresa e valor de cada uma das ações com base nos modelos de fluxos de caixa	71

6.11	Análise de Sensibilidade.....	73
6.12	Valor da Empresa com base nos Métodos de Comparação.....	75
7.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	78
7.1	Conclusões	78
7.2	Limitações do Trabalho de Projeto.....	79
7.3	Futuros Desenvolvimentos do Projeto	81
8.	Bibliografia	83
	Apêndices	90
	ANEXOS.....	96

ÍNDICE DE APÊNDICES

	Pág.
Apêndice nº 1: Demonstração de resultados CTT	XC
Apêndice nº 2: Demonstração De Fluxos de Caixa CTT	XCI
Apêndice nº3: Saldos intermédios de Gestão CTT	XCII
Apêndice nº 4: Risco CTT	XCIII
Apêndice nº 5: Demonstração Consolidada das Alterações no Capital Próprio	XCIV

ÍNDICE DE ANEXOS

	Pág.
Anexo nº 1: Balanços CTT (2020-2024)	XCVI
Anexo nº 2: Demonstrações de Resultados CTT (2020-2024)	XCIX
Anexo nº 3: Demonstrações de Fluxos de Caixa CTT (2020-2024)	CI

ÍNDICE DE TABELAS

	Pág.
Tabela nº 1: Gastos mais Significativos da Estrutura de Custos em 2024.....	46
Tabela nº 2: Custo da Dívida (kd)	48
Tabela nº 3: Capital Próprio (CP) e Capital Alheio (D)	49
Tabela nº 4: Rentabilidade do Mercado, Taxa de Juro Obrigações do Tesouro e Beta da Empresa	50
Tabela nº 5: Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)	50
Tabela nº 6: Indicadores de Rentabilidade	53
Tabela nº 7: Taxa de Crescimento	68
Tabela nº 8: Previsão dos Fluxos de Caixa no Futuro	70
Tabela nº 9: Análise de Sensibilidade	72
Tabela nº 10: Valor da Empresa	75
Tabela nº 11: Métodos de Comparação	77

LISTAGEM DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

- Rd : Custo da Dívida
- Re : Custo do Capital Próprio
- Rf: Taxa de juro sem Risco
- CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- 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
- VT: Valor Terminal
- CMV: Custo das Mercadorias Vendidas
- ESG: Environmental, Social and Governance
- EU: União Europeia
- DCAP: Demonstração Consolidada das Alterações no Capital Próprio
- FCF: Free cash flow
- FCFE: Free Cash Flow to Equity
- FCFF: Free Cash Flow to the Firm
- t: Taxa de Imposto
- EV: Enterprise Value
- PIB: Produto Interno Bruto
- P/L: Preço/Lucro
- SWOT: Strenghts, Weaknesses, Opportunities e Threats
- WACC: Weighted Average Cost of Capital

DECLARAÇÃO SOBRE O USO DE INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL GENERATIVA

Deverá incluir, no trabalho final de mestrado, após a lista de abreviaturas/siglas, esta declaração **assinada** sobre a utilização de Inteligência Artificial Generativa (IAG) (e.g. Chat GPT), assinalando abaixo as tarefas realizadas com auxílio da IAG.

Durante a elaboração deste trabalho académico, foi utilizada uma ferramenta de IAG com o propósito de:

☐ Não foi utilizado qualquer *software* de IAG.

☒ Auxiliar na geração de ideias.

☐ Tradução de documentos

☒ Geração de texto.

☒ Reformulação de texto.

☒ Correção gramatical.

☒ Clarificação de conceitos.

☒ Geração de dados.

☐ Análise de dados.

☒ Outros propósitos. Especificar:

Validação da Bibliografia utilizada

Se utilizou IAG, por favor especificar as ferramentas usadas:

ChatGPT

Se utilizou IAG, por favor indique em que secções do trabalho (e.g. Introdução; Capítulo 2...):

Capítulo 1
Capítulo 2
Capítulo 3
Capítulo 4

Declaro ainda que:

- ☒ Toda a informação gerada pela IAG foi cuidadosamente revista, analisada e, quando necessário, editada para garantir a sua precisão, relevância e conformidade com os objetivos académicos.
- ☒ O uso da IAG foi limitado a funções auxiliares, não substituindo o meu esforço intelectual nem a investigação original realizada.
- ☒ Qualquer conteúdo incluído com base em sugestões da IAG foi validado com fontes adequadas e citado conforme exigido pelas normas académicas.

Évora, 19/05/2026

Assinatura

Rúben Zambujo

1. INTRODUÇÃO

A avaliação de empresas assume um papel fundamental na tomada de decisões de investimento, na medida em que permite aos investidores e analistas financeiros estimar o valor de um ativo e avaliar a sua sustentabilidade no longo prazo (Damodaran, 2012; Koller, Goedhart & Wessels, 2020). Através da aplicação de métodos de análise financeira rigorosos, torna-se possível perceber se uma determinada empresa apresenta uma oportunidade de investimento atrativa, tendo em conta o seu desempenho económico-financeiro, a forma como está organizada e as perspetivas de evolução futura (Brealey, Myers & Allen, 2019). Para além da simples determinação de um valor, este processo envolve também a compreensão dos fatores, internos e externos, que influenciam a rentabilidade e o crescimento da empresa (Penman, 2013).

No contexto português, a empresa CTT – Correios de Portugal, S.A. destaca-se como um dos principais operadores nos setores postal e financeiro. Desde a sua privatização, em 2014, a empresa tem enfrentado um conjunto de desafios relevantes, associados sobretudo à digitalização dos serviços, à diminuição do volume de correio tradicional e ao aumento da concorrência em áreas estratégicas, como a logística ligada ao comércio eletrónico e os serviços financeiros desenvolvidos através do Banco CTT. A transformação do setor postal tem sido amplamente debatida na literatura, sendo evidente a necessidade de adaptação das empresas a novas exigências tecnológicas e a alterações no comportamento dos consumidores (Baldwin & Scott, 2013).

É neste enquadramento que surge o presente estudo, cujo principal objetivo passa por avaliar a empresa CTT – Correios de Portugal, S.A. A análise da viabilidade deste investimento implica não apenas uma leitura detalhada dos seus indicadores financeiros, mas também uma compreensão do posicionamento estratégico da empresa no setor em que opera. Pretende-se, assim, perceber até que ponto os CTT representam uma oportunidade de investimento sólida, considerando o seu percurso recente, a sua capacidade de adaptação às mudanças do mercado e a consistência do seu modelo de negócio no contexto atual (Penman, 2013).

Tendo em conta a complexidade do ambiente em que a empresa está inserida, torna-se essencial analisar não só os resultados financeiros, mas também os desafios estratégicos que enfrenta. A privatização introduziu alterações significativas ao nível da governação e da orientação estratégica da empresa, com impacto direto na sua competitividade e na sua sustentabilidade a longo prazo (Porter, 1980; Megginson & Netter, 2001).

O trabalho encontra-se estruturado em três componentes principais. Numa primeira fase (secção 1.1), será apresentado o enquadramento do problema, identificando os principais desafios enfrentados pelos CTT e as incertezas associadas ao seu modelo de negócio. De seguida (secção 1.2), são definidos os objetivos do estudo, clarificando as questões que se pretendem responder, nomeadamente ao nível da análise financeira e da atratividade do investimento. Por fim (secção 1.3), será discutida a relevância do estudo, justificando a importância da avaliação da empresa, quer do ponto de vista do investidor, quer no contexto mais amplo da evolução do setor postal e financeiro.

1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha

Os CTT atravessam atualmente um período de transformação bastante significativo, impulsionado por fatores como a digitalização dos serviços, a crescente importância do comércio eletrónico e as alterações no enquadramento regulatório do setor. A diminuição do volume de correspondência tradicional tem vindo a obrigar a empresa a repensar o seu modelo de negócio, apostando cada vez mais em áreas como os serviços financeiros, através do Banco CTT, e a logística associada ao e-commerce. Ainda assim, esta transição não está isenta de desafios, levantando algumas dúvidas quanto à capacidade da empresa em assegurar a sustentabilidade do seu modelo e manter uma posição competitiva no mercado (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

A privatização dos CTT marcou também um ponto de viragem importante na forma como a empresa é gerida, trazendo mudanças ao nível da governação e da estratégia. Estas

alterações tiveram impacto no desempenho financeiro e na forma como os investidores percebem a empresa. Ao mesmo tempo, a necessidade de acompanhar a inovação tecnológica, responder à concorrência crescente e lidar com um contexto económico exigente torna essencial analisar com cuidado o caminho que a empresa poderá seguir no futuro (Porter, 1980; Brealey, Myers & Allen, 2019).

É neste enquadramento que surge a questão central deste estudo: será que os CTT representam uma oportunidade de investimento atrativa? Para responder a esta questão, será realizada uma avaliação detalhada da empresa com recurso a metodologias amplamente utilizadas na literatura financeira. O modelo dos Fluxos de Caixa Descontados permitirá estimar a capacidade da empresa em gerar valor no futuro, tendo em conta os seus ativos, passivos e a sua estrutura de capitais (Damodaran, 2012). Por sua vez, a avaliação por múltiplos permitirá comparar o desempenho dos CTT com outras empresas do mesmo setor, oferecendo uma perspetiva relativa sobre o seu valor (Fernandes, 2015).

Para além disso, será analisada a estrutura de capitais e a política de dividendos da empresa, dado que estas dimensões têm um impacto direto no risco associado ao investimento e na forma como os acionistas são remunerados (Brealey, Myers & Allen, 2019).

Tendo em conta a incerteza que caracteriza o setor e os desafios que a empresa enfrenta, esta avaliação torna-se particularmente relevante. O objetivo passa por fornecer uma base sólida que apoie a tomada de decisão do investidor, ajudando a reduzir a incerteza e a identificar o potencial de valorização da empresa (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos

O principal objetivo deste estudo passa por determinar o valor da empresa e perceber até que ponto esta pode representar uma oportunidade de investimento interessante. Para atingir esse objetivo, foram definidos vários passos que orientam a análise ao longo do trabalho.

Analisar a empresa de forma mais abrangente, tendo em conta a sua estrutura acionista, o modelo de governação e as principais áreas de negócio. Esta análise permite enquadrar a empresa no setor em que opera e compreender melhor o contexto competitivo em que se insere (Porter, 1980).

Fazer uma avaliação da sua situação económica e financeira, recorrendo à análise dos principais rácios financeiros, à evolução dos resultados operacionais e à estrutura de financiamento. Esta etapa é essencial para obter uma visão clara e objetiva do desempenho da empresa ao longo do tempo (Brealey, Myers & Allen, 2019).

Aplicar metodologias de avaliação financeira, com destaque para o modelo dos Fluxos de Caixa Descontados e para a análise por múltiplos. Estas ferramentas permitem estimar o valor da empresa e comparar o seu posicionamento face a outras empresas do mesmo setor, contribuindo para uma avaliação mais completa (Damodaran, 2012; Fernandes, 2015).

Apresentar recomendações estratégicas, com o objetivo de identificar formas de potenciar a criação de valor para os acionistas. Estas recomendações terão em consideração não só os fatores internos da empresa, mas também as tendências do setor e o enquadramento económico que poderão influenciar o seu desempenho futuro (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

1.3. Metodologia De Elaboração do Trabalho de Projeto

A metodologia adotada neste trabalho foi pensada de forma a garantir uma análise rigorosa, coerente e ajustada à realidade da CTT – Correios de Portugal, S.A., assegurando assim o cumprimento dos objetivos definidos. Trata-se de um projeto de natureza aplicada, com um foco claro na análise e diagnóstico empresarial, centrado na avaliação financeira e estratégica de uma empresa cotada em bolsa, com o objetivo de apoiar a tomada de decisão de um potencial investidor.

Neste sentido, optou-se por uma abordagem de investigação mista, combinando métodos quantitativos e qualitativos. A investigação assume um carácter descritivo e explicativo, baseando-se essencialmente na análise de dados secundários. Estes dados foram recolhidos a partir de fontes consideradas fiáveis e atualizadas, como demonstrações financeiras, relatórios e contas, comunicados ao mercado, bem como informação de natureza macroeconómica e setorial. Para além disso, foram utilizadas bases de dados financeiras, como a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), e literatura académica relevante que sustenta o enquadramento teórico do trabalho.

O desenvolvimento do estudo iniciou-se com um levantamento documental detalhado sobre a empresa, permitindo obter uma visão abrangente da sua realidade. Esta fase incluiu a caracterização institucional dos CTT, nomeadamente ao nível da estrutura acionista, do modelo de governação, dos diferentes segmentos de negócio e do seu posicionamento estratégico no mercado. Paralelamente, foi realizada uma análise económico-financeira com base em indicadores fundamentais, como rácios de liquidez, solvabilidade, rentabilidade e eficiência operacional, permitindo avaliar o desempenho da empresa ao longo do tempo (Penman, 2013; Ross, Westerfield & Jordan, 2019).

Adicionalmente, procedeu-se à análise da estrutura de capitais e da política de dividendos, recorrendo a conceitos como o custo médio ponderado do capital (WACC), o custo do capital próprio, estimado através do modelo CAPM, e a identificação de uma estrutura de financiamento considerada mais eficiente (Pratt & Grabowski, 2014).

Numa fase posterior, foi realizada a avaliação financeira da empresa, através da aplicação de duas metodologias complementares. Por um lado, o modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF), que permite estimar o valor intrínseco da empresa com base nos fluxos de caixa livres futuros, atualizados a uma taxa que reflete o risco e a estrutura de capital da empresa (Damodaran, 2012). Por outro lado, recorreu-se à avaliação por múltiplos de mercado, que possibilita a comparação com empresas do mesmo setor, utilizando indicadores como o EV/EBITDA, o EV/Receita e o P/L, contribuindo para uma análise mais relativa do valor dos CTT (Fernandes, 2015; Liu, Nissim & Thomas, 2002).

Desta forma, a metodologia adotada procurou combinar diferentes abordagens, permitindo uma análise mais completa e consistente da empresa, tanto do ponto de vista financeiro como estratégico.

1.4. Estrutura do Trabalho

Este trabalho de projeto tem a seguinte estrutura:

-Enquadramento Teórico, onde são apresentados os métodos de avaliação utilizados ao longo do estudo.

- Apresentação da Empresa, uma breve introdução da empresa e do seu setor logístico.

- Diagnóstico da Situação Económico e Financeira;

- Avaliação, onde é avaliada e analisada toda a situação financeira da empresa.

- Considerações Finais, conclusões do estudo e se a empresa é um viável investimento para os investidores.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

2.1 Enquadramento Geral da Avaliação de Empresas

A avaliação de empresas constitui um dos temas centrais das finanças empresariais, assumindo um papel determinante em várias decisões, desde a análise de investimentos até processos de fusões e aquisições, reestruturações financeiras ou mesmo na avaliação da criação de valor para os acionistas. De forma geral, avaliar uma empresa passa por estimar o seu valor económico, ou seja, perceber quanto valem hoje os benefícios que poderá gerar no futuro, tendo sempre em conta o risco associado a essa capacidade de gerar resultados (Damodaran, 2012; Brealey, Myers, & Allen, 2020; Koller, Goedhart, & Wessels, 2020).

Na literatura financeira, é importante distinguir claramente entre os conceitos de valor e preço. Enquanto o valor resulta de uma estimativa baseada em pressupostos económicos e financeiros, o preço corresponde ao valor pelo qual o ativo é transacionado no mercado, sendo influenciado por fatores como a oferta e a procura, o comportamento dos investidores ou até aspetos mais conjunturais e emocionais (Penman, 2013; Damodaran, 2012). Esta distinção torna-se particularmente relevante no caso de empresas cotadas em bolsa, como a CTT – Correios de Portugal, S.A., onde é possível observar desvios temporários entre o valor intrínseco e o preço de mercado das ações.

Neste contexto, o presente estudo tem como principal objetivo avaliar a empresa CTT, articulando a sua situação económica e financeira com os principais modelos de avaliação reconhecidos na literatura. A relevância desta análise decorre do facto de a empresa operar num setor em profunda transformação. A redução do correio tradicional, o crescimento do comércio eletrónico, o aumento da concorrência no setor logístico e a crescente importância da digitalização e da sustentabilidade são fatores que influenciam diretamente o seu desempenho e as suas perspetivas futuras.

Assim, a avaliação da CTT não deve ser vista apenas como um exercício numérico. Trata-se, acima de tudo, de um processo que exige uma leitura integrada da realidade da empresa, combinando a análise financeira com uma interpretação estratégica do contexto em que esta se insere.

2.2 Evolução da Teoria da Avaliação de Empresas

As primeiras abordagens à avaliação de empresas tinham uma natureza essencialmente contabilística e patrimonial, centrando-se sobretudo no valor dos ativos líquidos, no capital próprio ou em indicadores baseados em resultados passados. Embora estas metodologias fossem adequadas em contextos mais simples, revelaram-se limitadas quando aplicadas a realidades empresariais mais complexas, onde a capacidade de gerar valor no futuro assume um papel determinante (Penman, 2013).

Com a evolução do pensamento financeiro ao longo do século XX, começou a ganhar maior relevância o princípio do valor do dinheiro no tempo, bem como a importância dos fluxos de caixa futuros na determinação do valor das empresas. Neste contexto, os contributos de Modigliani e Miller (1958, 1963) foram fundamentais, ao estabelecerem as bases teóricas que explicam a relação entre a estrutura de capital, o custo do capital e o valor da empresa. Posteriormente, outros autores aprofundaram estas ideias, destacando temas como a criação de valor económico, a definição de uma estrutura de capital eficiente, a política de dividendos e o papel da gestão na maximização do valor empresarial (Myers, 1984; Jensen & Meckling, 1976; Stewart, 1991; Koller et al., 2020).

Atualmente, a avaliação de empresas é entendida como uma área multidimensional, que vai muito além da análise puramente financeira. Para além dos resultados e dos ativos tangíveis, é necessário considerar aspetos como a estratégia competitiva, o nível de risco, a qualidade da governação e até fatores relacionados com a sustentabilidade. A literatura mais recente tem vindo a reforçar a ideia de que o valor de uma empresa depende também da sua capacidade de adaptação, inovação e criação de valor de forma sustentada no longo prazo (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014; Friede, Busch, & Bassen, 2015).

2.3 Conceito de Valor da Empresa e Decomposição do Valor

Do ponto de vista financeiro, o valor de uma empresa pode ser entendido como o valor atual dos fluxos de caixa que esta será capaz de gerar no futuro para os seus financiadores.

Ou seja, mais do que olhar apenas para os resultados passados, interessa perceber qual é a capacidade da empresa em gerar riqueza ao longo do tempo. Esse valor é normalmente analisado em duas dimensões principais: por um lado, o valor operacional, que resulta da atividade da empresa, da sua rentabilidade e das perspetivas de crescimento; por outro, o valor financeiro, que está relacionado com a forma como a empresa se financia, incluindo o custo da dívida, o custo do capital próprio e os efeitos fiscais associados ao endividamento (Damodaran, 2012; Brealey et al., 2020).

Neste contexto, o método dos fluxos de caixa descontados (DCF) surge como uma das abordagens mais utilizadas para estimar o valor de uma empresa. De forma simplificada, este método assenta na ideia de que o valor atual da empresa corresponde à soma dos fluxos de caixa futuros, atualizados a uma taxa que reflete o risco do negócio. A expressão geral pode ser apresentada da seguinte forma:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} \quad (1)$$

onde:

- V_0 corresponde ao valor atual da empresa;
- FCC_t representa os fluxos de caixa livres para a empresa no período t ;
- $WACC$ é o custo médio ponderado do capital;
- VT é o valor terminal.

Esta abordagem revela-se particularmente adequada para analisar a CTT – Correios de Portugal, S.A., uma vez que permite não só incorporar a evolução histórica da empresa, mas também refletir as suas perspetivas futuras, a sua estrutura de capitais e o nível de risco associado à sua atividade.

2.4 O Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF)

A abordagem central deste estudo assenta no modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF), amplamente reconhecido na literatura financeira como uma das metodologias mais consistentes para estimar o valor intrínseco de uma empresa

(Damodaran, 2012; Koller et al., 2020). A principal vantagem deste modelo reside no facto de se focar na capacidade efetiva da empresa gerar fluxos de caixa no futuro, em vez de depender exclusivamente de indicadores contabilísticos ou de variações momentâneas do mercado.

No âmbito deste trabalho, foi utilizado o conceito de Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF), uma vez que este permite avaliar o desempenho do negócio de forma independente da sua estrutura de financiamento. A sua formulação base pode ser apresentada da seguinte forma:

$$FCFF = EBIT(1 - t) + Depreciações e Amortizações - CAPEX - \Delta Fundo de Maneio \quad (2)$$

Este indicador procura medir a liquidez gerada pela atividade operacional da empresa, disponível para todos os financiadores, quer acionistas, quer credores, depois de considerados os investimentos necessários à manutenção e crescimento da atividade. A utilização do FCFF revela-se particularmente adequada no caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., tendo em conta que a empresa apresenta uma estrutura de capital composta por dívida e capitais próprios.

Apesar das suas vantagens, o modelo DCF não está isento de limitações. A sua principal fragilidade prende-se com a elevada sensibilidade aos pressupostos utilizados, nomeadamente no que diz respeito à taxa de crescimento, ao custo do capital e ao valor terminal. Como referem Lundholm e Sloan (2016), trata-se de um modelo com uma base teórica sólida, mas cuja fiabilidade depende fortemente da qualidade e consistência das projeções realizadas. Neste sentido, no caso da CTT, a aplicação do DCF exige uma análise cuidadosa e crítica dos pressupostos adotados, particularmente no que se refere à evolução dos fluxos de caixa, às margens operacionais e à sustentabilidade do crescimento futuro.

2.5 Valor Terminal e Crescimento em Perpetuidade

No âmbito das avaliações realizadas através do modelo de fluxos de caixa descontados, uma parte significativa do valor total da empresa resulta do chamado valor terminal, isto é, do valor atribuído à empresa após o período de projeção explícito. Este

componente assume particular importância, sobretudo em empresas mais maduras, onde se espera que o crescimento se estabilize ao longo do tempo. Nesses casos, o valor terminal é geralmente estimado com base numa taxa de crescimento constante e moderada, alinhada com o crescimento de longo prazo da economia (Damodaran, 2012).

A fórmula habitualmente utilizada para o seu cálculo é a seguinte:

$$VT = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} \quad (3)$$

em que g representa a taxa de crescimento em perpetuidade.

A escolha desta taxa de crescimento exige especial cuidado. De acordo com Damodaran (2012), no longo prazo, a taxa de crescimento terminal não deve ultrapassar o crescimento nominal da economia, uma vez que isso implicaria assumir que a empresa crescerá indefinidamente a um ritmo superior ao do próprio mercado, o que não é realista.

No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., esta questão torna-se ainda mais relevante. Trata-se de uma empresa já consolidada, que apresenta um crescimento positivo, mas que opera num setor sujeito a mudanças estruturais significativas. Assim, a definição de uma taxa de crescimento prudente e consistente com o contexto económico é fundamental para garantir a credibilidade da avaliação realizada.

2.6 Custo do Capital e WACC

O custo do capital corresponde, de forma simplificada, à taxa mínima de rentabilidade exigida pelos investidores para compensar o risco associado à empresa. No contexto do modelo de fluxos de caixa descontados, esta variável assume um papel central, uma vez que é através dela que os fluxos de caixa futuros são atualizados para o seu valor presente.

No presente estudo, foi utilizado o WACC (Weighted Average Cost of Capital) como medida do custo do capital, dado que este indicador reflete o custo médio das diferentes fontes de financiamento da empresa. A sua formulação pode ser apresentada da seguinte forma:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \cdot K_e + \frac{D}{D+E} \cdot K_d(1 - t) \quad (4)$$

onde:

- E = valor do capital próprio;
- D = valor da dívida;
- K_e = custo dos capitais próprios;
- K_d = custo da dívida;
- t = taxa de imposto.

Este indicador traduz, assim, o custo médio ponderado dos recursos financeiros utilizados pela empresa, tendo em conta o peso relativo de cada fonte de financiamento. De acordo com Brealey et al. (2020), o WACC é fundamental na avaliação financeira, pois permite incorporar tanto o risco do negócio como a estrutura de capital da empresa.

De uma forma geral, quanto menor for o WACC, maior será o valor atual dos fluxos de caixa futuros e, consequentemente, maior será o valor estimado da empresa. Neste sentido, a literatura sugere que existe uma combinação de dívida e capitais próprios que minimiza o custo do capital e maximiza o valor da empresa. Este conceito está na base da teoria da estrutura ótima de capital, desenvolvida por autores como Kraus e Litzenberger (1973) e posteriormente aprofundada por Myers (2001), que defendem que o nível de endividamento deve ser gerido de forma a equilibrar os benefícios fiscais da dívida com os custos associados ao risco financeiro.

2.7 CAPM e Custo dos Capitais Próprios

O custo dos capitais próprios foi estimado com base no modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), uma das ferramentas mais utilizadas para determinar a rentabilidade exigida pelos acionistas. Este modelo procura relacionar o rendimento esperado de um ativo com o risco que este representa face ao mercado. A sua expressão é a seguinte:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (5)$$

onde:

- R_f = taxa sem risco;
- β = coeficiente beta;
- $R_m - R_f$ = prémio de risco de mercado.

O CAPM foi inicialmente desenvolvido por Sharpe (1964), com contributos relevantes de Lintner (1965), e continua a ser amplamente utilizado na prática, apesar de algumas limitações apontadas na literatura. Fama e French (2004) reconhecem que o modelo simplifica a realidade, mas destacam a sua utilidade, sobretudo pela consistência teórica e pela facilidade de aplicação.

No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., o coeficiente beta assume particular importância, uma vez que reflete a sensibilidade da ação face às variações do mercado. Este indicador permite captar o risco sistemático do investimento, ou seja, o risco que não pode ser eliminado através da diversificação. Assim, quanto maior for o beta, maior será a rentabilidade exigida pelos investidores.

A estimativa do beta teve, por isso, um impacto direto no custo dos capitais próprios e, consequentemente, no cálculo do WACC. Tendo em conta que os CTT operam num setor em transformação e apresenta uma estrutura financeira específica, a correta avaliação deste parâmetro torna-se essencial para garantir a consistência dos resultados obtidos no modelo de avaliação.

2.8 Estrutura de Capitais

A estrutura de capitais diz respeito à forma como a empresa financia a sua atividade, ou seja, à combinação entre dívida e capitais próprios utilizada. Esta decisão é particularmente relevante, uma vez que tem impacto direto no custo do capital, no nível de risco financeiro, na capacidade de adaptação estratégica e, em última instância, no valor da empresa.

De acordo com a teoria clássica de Modigliani e Miller (1958), num mercado ideal, sem impostos, custos de falência ou imperfeições, a estrutura de capital seria irrelevante para o valor da empresa. No entanto, quando se introduzem elementos mais realistas, como a existência de impostos, custos de insolvência, problemas de agência e assimetrias de

informação, esta conclusão deixa de se verificar, passando a estrutura de financiamento a desempenhar um papel importante (Modigliani & Miller, 1963; Myers, 1984).

Neste contexto, surgem diferentes teorias que procuram explicar as decisões de financiamento das empresas. A teoria do trade-off defende que existe um nível ótimo de endividamento, no qual os benefícios fiscais associados à dívida são equilibrados pelos custos esperados de dificuldades financeiras (Kraus & Litzenberger, 1973). Por outro lado, a teoria da pecking order sugere que as empresas seguem uma hierarquia nas suas decisões de financiamento: privilegiam, em primeiro lugar, o autofinanciamento, recorrem depois à dívida e, apenas em último caso, optam pela emissão de capital próprio, sobretudo devido a problemas de assimetria de informação (Myers & Majluf, 1984).

Estas abordagens teóricas estão diretamente ligadas à análise desenvolvida ao longo deste estudo. Em particular, foi possível comparar a estrutura de capitais efetivamente observada na CTT – Correios de Portugal, S.A. com uma estrutura considerada ideal, permitindo avaliar até que ponto a empresa se encontra alinhada com os princípios teóricos que visam a maximização do valor.

2.9 Estrutura Ótima de Capitais e Minimização do WACC

A estrutura ideal de capitais corresponde, em termos teóricos, à combinação entre dívida e capitais próprios que permite minimizar o custo médio ponderado do capital (WACC) e, conseqüentemente, maximizar o valor da empresa. Partindo deste princípio, no presente estudo foram analisados diferentes cenários de alavancagem, nos quais se ajustaram variáveis como o custo da dívida, o beta alavancado e o custo dos capitais próprios, de forma a perceber o impacto de diferentes níveis de endividamento no valor da empresa.

Para estabelecer a relação entre o risco do capital próprio e o nível de dívida, recorreu-se ao modelo de Hamada (1972), que permite ajustar o beta em função da estrutura de capitais. A expressão utilizada foi a seguinte:

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + \frac{D}{E}(1 - t) \right) \quad (6)$$

Este ajustamento é importante, pois permite refletir o aumento do risco suportado pelos acionistas à medida que a empresa recorre mais ao financiamento por dívida. Ou seja, quanto maior for o endividamento, maior tende a ser o risco associado ao capital próprio, o que se traduz num aumento do custo dos capitais próprios.

A análise realizada mostrou que, no caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., a estrutura de capitais considerada mais eficiente se aproxima de uma repartição equilibrada entre dívida e capitais próprios. Este resultado é consistente com o perfil de uma empresa madura, com uma atividade relativamente estável, mas que, ao mesmo tempo, enfrenta desafios associados à evolução do setor em que opera.

Assim, a estrutura identificada sugere um equilíbrio entre os benefícios do recurso à dívida, nomeadamente ao nível fiscal, e os riscos adicionais associados ao aumento do endividamento, permitindo à empresa posicionar-se de forma mais eficiente em termos de criação de valor.

2.10 Avaliação Relativa por Múltiplos

Para complementar a avaliação realizada através do modelo de fluxos de caixa descontados, recorreu-se também a métodos de comparação baseados em múltiplos de mercado. Esta abordagem permite enquadrar o valor da empresa numa perspetiva mais prática, refletindo a forma como o mercado avalia empresas semelhantes e possibilitando a comparação entre o valor teórico obtido e a valorização observada no setor (Lie & Lie, 2002; Fernández, 2001).

No presente estudo, foram considerados três múltiplos principais:

- EV/EBITDA
- EV/Receita
- P/L (Price-to-Earnings)

Estes múltiplos permitem estimar o valor da empresa ou dos capitais próprios com base em indicadores financeiros relevantes. As expressões utilizadas podem ser apresentadas da seguinte forma:

$$EV = EBITDA \times \left(\frac{EV}{EBITDA} \right) \quad (7)$$

$$EV = Receita \times \left(\frac{EV}{Receita} \right) \quad (8)$$

$$Equity Value = Lucro líquido \times \frac{P}{L} \quad (9)$$

Cada um destes múltiplos oferece uma perspetiva distinta sobre o valor da empresa. O múltiplo EV/EBITDA é particularmente útil por permitir comparar empresas independentemente da sua estrutura de financiamento e de diferenças nas políticas contabilísticas. Já o EV/Receita foca-se na dimensão comercial da empresa, sendo especialmente relevante em contextos onde a rentabilidade pode variar entre empresas comparáveis. Por fim, o P/L reflete a valorização atribuída pelo mercado ao lucro gerado para os acionistas, incorporando expectativas sobre crescimento e risco.

A literatura financeira destaca a importância de utilizar múltiplos de forma conjunta, uma vez que cada indicador capta diferentes dimensões da criação de valor. A combinação destas métricas contribui para uma análise mais equilibrada e reduz o risco de conclusões enviesadas (Bhojraj & Lee, 2002; Penman, 2013).

Desta forma, a utilização de múltiplos no presente trabalho permitiu complementar a análise baseada no DCF, oferecendo uma perspetiva adicional sobre o posicionamento da CTT – Correios de Portugal, S.A. face ao mercado e aos seus principais concorrentes.

2.11 Crescimento, Investimento e Criação de Valor

Uma das variáveis mais relevantes no processo de avaliação de empresas é, sem dúvida, o crescimento. No entanto, importa ter presente que crescer, por si só, não significa necessariamente criar valor. Para que isso aconteça, é essencial que os investimentos realizados pela empresa gerem rendimentos superiores ao custo do capital. Caso contrário, o crescimento pode até destruir valor, em vez de o aumentar (Stewart, 1991; Koller et al., 2020).

Uma forma simples de relacionar o crescimento com a política de retenção de resultados passa pela seguinte expressão:

$$g = ROE \times (1 - payout) \quad (10)$$

Esta relação mostra que a taxa de crescimento sustentável depende, por um lado, da rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e, por outro, da proporção de lucros que a empresa decide reter, em vez de distribuir aos acionistas. Quanto maior for a capacidade de gerar rendimento e maior a retenção de resultados, maior tende a ser o potencial de crescimento da empresa.

No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., a análise do crescimento histórico, nomeadamente ao nível das receitas, do EBIT, dos resultados líquidos e dos fluxos de caixa, permitiu construir uma base consistente para a elaboração das projeções utilizadas no modelo DCF. Esta abordagem contribuiu para tornar as estimativas mais fundamentadas e alinhadas com a evolução real da empresa.

2.12 Política de Dividendos

Outra variável relevante no âmbito deste estudo é a política de dividendos, uma vez que esta influência diretamente a forma como os acionistas são remunerados, o nível de retenção de resultados e, em certa medida, a própria estrutura de capitais da empresa.

De acordo com a teoria clássica de Modigliani e Miller (1961), num mercado perfeito, a política de dividendos não teria impacto no valor da empresa. No entanto, a evidência empírica e a evolução da literatura financeira vieram demonstrar que, na prática, os dividendos podem assumir um papel importante. Um dos argumentos mais conhecidos é o da teoria da sinalização, segundo a qual a distribuição de dividendos pode transmitir ao mercado uma mensagem positiva sobre as perspetivas futuras da empresa. Neste sentido, Bhattacharya (1979) defende que o pagamento de dividendos pode refletir a confiança da gestão na capacidade de gerar resultados no futuro.

Por outro lado, Jensen (1986) argumenta que a distribuição de dividendos pode contribuir para a redução dos custos de agência, ao limitar a disponibilidade de fluxos de

caixa livres que poderiam ser utilizados de forma ineficiente. Já DeAngelo (2006) e Stulz (2006) referem que empresas mais maduras tendem a distribuir uma maior percentagem dos seus lucros, uma vez que apresentam menores necessidades de reinvestimento.

No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., a análise da Demonstração das Alterações no Capital Próprio (DCAP) permite observar uma política de dividendos relativamente estável ao longo do tempo. A empresa tem procurado manter um equilíbrio entre a remuneração dos acionistas e a retenção de parte dos resultados, contribuindo simultaneamente para o reforço dos capitais próprios e para a sustentabilidade financeira no longo prazo (Apêndice nº5).

2.13 Risco, Mercados de Capitais e Perceção dos Investidores

A avaliação de uma empresa não depende apenas dos seus indicadores financeiros. Também é influenciada pela forma como os investidores percecionam o risco e o rendimento associados ao investimento. A teoria dos mercados eficientes, desenvolvida por Fama (1970), sugere que os preços de mercado incorporam toda a informação disponível. No entanto, na prática, esta eficiência nem sempre se verifica de forma plena.

Diversos estudos têm demonstrado que fatores comportamentais, como o excesso de confiança, o efeito de manada ou a reação exagerada a notícias, podem influenciar as decisões dos investidores e, conseqüentemente, os preços de mercado. Para além disso, as assimetrias de informação entre diferentes agentes podem contribuir para que o preço de uma ação se afaste do seu valor intrínseco. Estes fenómenos são analisados por autores como Shiller (2003) e Barberis e Thaler (2003), que evidenciam que os mercados podem, em determinados momentos, apresentar comportamentos menos racionais.

Esta perspetiva é particularmente relevante no caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., uma vez que ajuda a compreender possíveis diferenças entre o valor estimado através dos modelos de avaliação e a cotação observada no mercado. Neste contexto, a análise fundamental assume um papel importante, sobretudo para investidores com um horizonte de médio e longo prazo, permitindo tomar decisões mais informadas e menos influenciadas por flutuações de curto prazo.

2.14 Sustentabilidade, Estratégia e Criação de Valor no Longo Prazo

A literatura mais recente tem vindo a reforçar a ideia de que a criação de valor não deve ser analisada apenas com base em indicadores financeiros tradicionais. Cada vez mais, torna-se importante considerar uma perspetiva mais abrangente, que inclua fatores estratégicos, competitivos e também aspetos relacionados com sustentabilidade e governação (ESG). Estudos como o de Eccles, Ioannou e Serafeim (2014) mostram que empresas que adotam práticas mais responsáveis e sustentáveis tendem a apresentar um melhor desempenho organizacional e maior capacidade de adaptação a contextos adversos. De forma semelhante, Friede, Busch e Bassen (2015) evidenciam uma relação, na maioria dos casos positiva, entre o desempenho ESG e o desempenho financeiro das empresas.

No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., estes fatores assumem particular relevância. A aposta na área da logística, a digitalização dos serviços, o reforço do segmento de encomendas expresso e a crescente atenção a questões de sustentabilidade contribuem para moldar o perfil da empresa. Estes elementos não só influenciam o risco associado ao investimento, como também têm impacto nas perspetivas de crescimento e na atratividade da empresa junto dos investidores, especialmente num contexto em que estes aspetos são cada vez mais valorizados no mercado.

2.15 Síntese Crítica do Enquadramento Teórico

O enquadramento teórico desenvolvido ao longo deste trabalho evidencia que a avaliação de empresas é um processo complexo e multidimensional, que exige a articulação de diferentes abordagens. Não basta olhar apenas para os fluxos de caixa ou para um único indicador financeiro. É necessário integrar várias perspetivas, como a estrutura de capitais, o custo do capital, o crescimento, o risco, a análise por múltiplos e a política de dividendos. Cada uma destas dimensões contribui para uma compreensão mais completa do valor da empresa.

Neste contexto, nenhum método deve ser utilizado de forma isolada. O modelo de fluxos de caixa descontados oferece uma base teórica sólida e consistente, enquanto os múltiplos de mercado permitem validar os resultados à luz daquilo que o mercado está

disposto a pagar por empresas semelhantes. Por sua vez, a análise financeira e estratégica ajuda a dar sentido aos números, enquadrando-os na realidade da empresa e do setor em que esta se insere.

No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., esta abordagem integrada torna-se ainda mais relevante. A empresa apresenta características próprias de uma organização madura, está cotada em bolsa, opera num setor com alguma regulação e encontra-se num processo de adaptação estratégica. Estes fatores tornam a avaliação mais exigente e reforçam a necessidade de recorrer a diferentes ferramentas de análise.

Assim, o enquadramento teórico não se limita a um papel meramente conceptual. Funciona como base de apoio para a interpretação dos resultados obtidos ao longo do estudo, permitindo sustentar de forma mais consistente as conclusões apresentadas, nomeadamente no que diz respeito à atratividade do investimento.

3. METODOLOGIA DE ELABORAÇÃO DO TRABALHO DE PROJETO

A elaboração do presente trabalho de projeto foi orientada por uma metodologia estruturada, com o objetivo de assegurar coerência entre as diferentes fases do estudo e garantir a fiabilidade dos resultados obtidos. Tratando-se de um trabalho de natureza aplicada, o foco centrou-se na avaliação da empresa CTT – Correios de Portugal, S.A., com vista a compreender o seu valor económico e a sua atratividade enquanto oportunidade de investimento.

Neste sentido, foram definidos como principais objetivos: analisar a empresa do ponto de vista estratégico e financeiro, aplicar modelos de avaliação reconhecidos na literatura e, com base nos resultados obtidos, retirar conclusões fundamentadas sobre o valor da empresa. A concretização destes objetivos exigiu a combinação de diferentes abordagens, tanto quantitativas como qualitativas, permitindo uma análise mais completa da realidade em estudo.

Do ponto de vista metodológico, o trabalho assenta numa abordagem mista. Por um lado, recorre-se a métodos quantitativos, nomeadamente na análise de dados financeiros e na construção do modelo de avaliação. Por outro, integra uma componente qualitativa, associada à análise do contexto competitivo, posicionamento estratégico e enquadramento do setor em que a empresa opera. Esta combinação permite não só quantificar o valor da empresa, mas também interpretar os fatores que o influenciam.

A recolha de informação baseou-se essencialmente em dados secundários, obtidos a partir de fontes consideradas fiáveis e relevantes. Entre estas destacam-se os relatórios e contas da própria empresa, dados disponibilizados por entidades como a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), bem como plataformas financeiras e literatura académica especializada. A utilização destas fontes permitiu assegurar consistência e rigor na análise desenvolvida.

Relativamente ao modelo de avaliação, foi adotado como principal instrumento o modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (Discounted Cash Flow – DCF). A escolha deste modelo justifica-se pelo facto de ser amplamente reconhecido na literatura financeira como o método mais consistente para a determinação do valor intrínseco de uma empresa, uma vez que assenta na sua capacidade de gerar fluxos de caixa no futuro. Este modelo permite

incorporar não só a evolução histórica da empresa, mas também as suas perspetivas de crescimento e o risco associado à sua atividade.

No âmbito do DCF, foi utilizado o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCFF), por permitir avaliar a empresa de forma independente da sua estrutura de financiamento. Os fluxos de caixa futuros foram projetados com base na análise histórica dos principais indicadores financeiros e em pressupostos considerados razoáveis face ao contexto do setor. Para a atualização desses fluxos foi utilizado o custo médio ponderado do capital (WACC), que reflete o custo global de financiamento da empresa e o risco associado.

Adicionalmente, o custo dos capitais próprios foi estimado através do modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), enquanto a análise da estrutura de capitais incluiu a consideração de diferentes níveis de endividamento, com vista à identificação de uma estrutura considerada adequada. Para complementar a avaliação, recorreu-se ainda à utilização de múltiplos de mercado, permitindo comparar os resultados obtidos com a valorização de empresas semelhantes.

Em termos de desenvolvimento, o trabalho seguiu uma sequência lógica de etapas: numa primeira fase, procedeu-se à revisão da literatura relevante; posteriormente, foi realizada a análise da empresa e do setor; de seguida, desenvolveu-se a análise económico-financeira; e, por fim, procedeu-se à construção do modelo de avaliação e à interpretação dos resultados.

De forma global, a metodologia adotada procurou assegurar uma abordagem integrada, combinando fundamentos teóricos com aplicação prática, permitindo assim uma avaliação consistente e devidamente fundamentada da empresa em análise.

4. APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

Este capítulo tem como objetivo apresentar a empresa CTT, abordando os principais aspetos que permitem compreender a sua realidade. Para isso, serão analisados elementos como a caracterização geral da empresa, o enquadramento do setor a nível nacional e internacional, o modelo de organização e governação, bem como a sua estrutura acionista.

A CTT – Correios de Portugal, S.A. é uma empresa cotada na Euronext Lisboa, recorrendo ao mercado de capitais como uma das principais fontes de financiamento. Através deste, capta recursos junto de investidores institucionais e particulares, o que reforça a importância da transparência, da prestação de informação e da criação de valor para os acionistas.

4.1 Atividade da Empresa e Enquadramento Setorial

Os CTT – Correios de Portugal, S.A. assumem, historicamente, um papel central na prestação de serviços postais em Portugal, sendo responsáveis pelo serviço postal universal e contribuindo para a coesão territorial do país. No entanto, a sua atividade desenvolve-se atualmente num contexto de profunda transformação do setor, marcado pela liberalização dos mercados, pela digitalização dos serviços e por mudanças nos padrões de consumo, sobretudo associadas ao crescimento do comércio eletrónico. Estas alterações têm vindo a redefinir o modelo de negócio das empresas postais tradicionais, exigindo uma adaptação contínua e estratégias de diversificação (Crew & Kleindorfer, 2012; WIK-Consult, 2021).

Tradicionalmente, a atividade dos CTT estava centrada no armazenamento, tratamento, transporte e distribuição de correio. Apesar de este segmento continuar a ter relevância institucional e social, tem registado uma redução estrutural significativa, em grande parte devido à substituição da correspondência física por meios digitais. Este fenómeno está amplamente documentado na literatura, sendo apontado como um dos principais fatores de diminuição das receitas dos operadores postais europeus (Dieke et al., 2013; Crew et al., 2020). Neste contexto, os CTT enfrentam o desafio adicional de garantir a prestação do serviço postal universal, o que implica cumprir requisitos exigentes em termos

de cobertura, qualidade e acessibilidade, muitas vezes associados a custos operacionais superiores aos dos operadores privados que não estão sujeitos às mesmas obrigações.

Perante este cenário, a empresa tem vindo a reforçar a sua presença nos segmentos de logística, expresso e encomendas, tirando partido do crescimento do comércio eletrónico e da maior procura por serviços de entrega rápidos e fiáveis. No entanto, este é um mercado altamente competitivo, tanto a nível nacional como internacional, onde operam empresas como a DHL, a UPS, a FedEx e a GLS, que beneficiam de economias de escala e de elevados investimentos em tecnologia (Haucap et al., 2014). Neste ambiente competitivo, fatores como a eficiência operacional, a inovação logística e a integração tecnológica assumem um papel determinante na criação de valor (Esper et al., 2010; Lim et al., 2018).

Paralelamente, os CTT têm vindo a diversificar a sua atividade através da entrada no setor financeiro, com a criação do Banco CTT. Esta estratégia procura reduzir a dependência do negócio postal tradicional e explorar sinergias com a rede física da empresa. Trata-se de uma tendência observada em vários operadores postais europeus, que têm procurado novas fontes de receita em áreas complementares, como serviços financeiros e de pagamento, aproveitando a confiança e proximidade junto dos clientes. Do ponto de vista teórico, esta opção pode ser enquadrada na lógica da diversificação, que pode contribuir para a redução do risco global, embora também traga novos desafios ao nível da gestão e controlo (Brealey et al., 2020).

O setor em que os CTT operam é também fortemente influenciado pelo enquadramento regulatório, tanto a nível nacional como europeu. A regulação procura garantir a continuidade do serviço universal, proteger os consumidores e promover a concorrência, mas pode igualmente limitar a flexibilidade estratégica das empresas incumbentes e afetar a sua rentabilidade (Crew & Kleindorfer, 2012). Estes aspetos devem ser tidos em conta na análise económico-financeira, uma vez que têm impacto direto nas perspetivas de crescimento, nos custos operacionais e no perfil de risco da empresa.

Do ponto de vista da avaliação, o enquadramento setorial assume um papel fundamental. Os modelos de valorização dependem de pressupostos que devem estar alinhados com as características do setor, nomeadamente no que diz respeito às taxas de crescimento esperadas, à volatilidade dos resultados, ao grau de concorrência e ao nível de regulação. Como referem Damodaran (2012) e Koller (2020), estas variáveis influenciam

diretamente a estimativa dos fluxos de caixa futuros e o custo do capital. No caso dos CTT, a coexistência de atividades reguladas, segmentos altamente competitivos e estratégias de diversificação exige uma análise particularmente cuidadosa, reforçando a importância de um enquadramento setorial sólido como base para a avaliação da empresa.

4.2 Estratégia da Empresa

Uma das principais prioridades da CTT – Correios de Portugal, S.A. tem sido a redução da sua pegada ambiental, nomeadamente através da descarbonização da frota de distribuição, da modernização das infraestruturas logísticas e da aposta em fontes de energia renováveis. Em 2023, mais de metade da frota automóvel da empresa já era composta por veículos elétricos ou híbridos, o que evidencia o posicionamento dos CTT como uma das referências nacionais ao nível da mobilidade sustentável (CTT, 2024). Para além disso, a empresa tem vindo a investir em soluções de embalagens mais ecológicas, na otimização das rotas de entrega e em iniciativas de compensação de emissões de carbono, com o objetivo de alcançar a neutralidade carbónica até 2030, em linha com as metas definidas pela estratégia europeia.

No plano social e de governação, os CTT têm igualmente reforçado o seu compromisso com práticas responsáveis. A adoção de políticas de igualdade de oportunidades, promoção da inclusão de género, investimento na formação contínua dos colaboradores e a valorização de princípios éticos na condução dos negócios são alguns dos pilares desta abordagem. A política de sustentabilidade é acompanhada de perto pelo Conselho de Administração, garantindo que os indicadores ESG são monitorizados e comunicados de forma transparente aos investidores e às entidades reguladoras (CMVM, 2023).

A implementação desta estratégia assenta numa lógica de governação integrada, em que a Direção de Sustentabilidade articula os objetivos ambientais e sociais com as metas financeiras e operacionais da empresa. Esta abordagem permite uma visão mais completa e consistente da sustentabilidade, contribuindo para reforçar a resiliência da organização e a sua capacidade de adaptação a um setor em constante evolução (Porter & Kramer, 2011).

Os resultados alcançados demonstram que a integração de critérios ESG não deve ser vista apenas como uma exigência regulatória, mas também como uma oportunidade estratégica. No caso dos CTT, esta aposta tem contribuído para ganhos ao nível da eficiência operacional, para a atração de investidores mais sensíveis a critérios de sustentabilidade e para o reforço da reputação institucional. Este percurso tem sido reconhecido através da inclusão em índices de sustentabilidade e da atribuição de várias distinções, tanto a nível nacional como internacional (CTT, 2024).

4.3 Principais Concorrentes

Os CTT – Correios de Portugal, S.A. desenvolvem a sua atividade sobretudo no mercado nacional, sendo o principal operador responsável pelos serviços postais em Portugal. No entanto, ao longo das últimas décadas, o setor dos correios e da logística tem vindo a sofrer alterações profundas, impulsionadas pela digitalização, pela globalização e pelo crescimento acelerado do comércio eletrónico. Estas mudanças contribuíram para o aumento da concorrência e para a entrada de novos operadores, tanto a nível nacional como internacional, que passaram a disputar segmentos de mercado anteriormente dominados pelos CTT.

No mercado português, a concorrência faz-se sentir sobretudo nas áreas de expresso e logística. Neste contexto, destacam-se empresas como a DHL Express Portugal, a DPD Portugal (Chronopost), a GLS Portugal, a UPS, a FedEx, a Nacex e a MRW. Estas empresas atuam essencialmente no transporte expresso de documentos e encomendas, oferecendo prazos de entrega mais curtos e sistemas de rastreamento em tempo real, aspetos cada vez mais valorizados pelos consumidores e pelas empresas ligadas ao comércio eletrónico (ANACOM, 2024).

Para além destes operadores tradicionais, têm também surgido concorrentes indiretos associados à evolução tecnológica. Um exemplo disso é a Amazon Logistics, que tem vindo a desenvolver a sua própria rede de distribuição na Europa. Este tipo de integração vertical representa um desafio adicional para empresas como os CTT, na medida em que reduz a dependência de operadores externos por parte de grandes plataformas de comércio eletrónico.

A nível internacional, a concorrência é dominada por grandes grupos multinacionais, como a Deutsche Post DHL Group, a Royal Mail Group, a La Poste / DPDgroup, a FedEx Corporation e a United Parcel Service. Estas empresas beneficiam de uma forte presença global, de economias de escala e de elevados níveis de investimento em tecnologia, o que lhes permite oferecer soluções logísticas integradas a nível internacional (CTT, 2024).

Apesar deste ambiente competitivo exigente, os CTT continuam a ocupar uma posição relevante no mercado nacional. A empresa beneficia de uma rede de distribuição alargada, de uma marca reconhecida e de uma oferta diversificada de serviços, que inclui não só correio e logística, mas também serviços financeiros através do Banco CTT. Ainda assim, enfrenta o desafio constante de adaptar o seu modelo de negócio às exigências de um mercado em rápida evolução, marcado pela digitalização, pela necessidade de maior eficiência e pela crescente integração dos serviços logísticos à escala global (Deloitte, 2023).

4.4 Modelo de Governação e Estrutura Organizacional

A estrutura organizacional dos CTT – Correios de Portugal, S.A. assenta no modelo típico de uma empresa cotada em bolsa, onde existe uma separação clara entre a propriedade e a gestão. Por um lado, estão os acionistas, que detêm o capital da empresa, por outro, os órgãos de administração e a equipa executiva, responsáveis pela condução da atividade. Esta distinção é característica das sociedades abertas e tem como objetivo garantir uma gestão mais profissional, orientada para a criação de valor no longo prazo e para o cumprimento de princípios de transparência e responsabilidade perante o mercado.

No que diz respeito à estrutura de governação, a empresa apresenta uma organização bem definida. Teresa Soares exerce funções como Presidente da Mesa da Assembleia Geral. Ao nível do Conselho de Administração, a presidência é assegurada por Raúl de Oliveira, enquanto a Comissão Executiva é liderada por João Bento, que desempenha o cargo de CEO. Importa referir que alguns dos membros destes órgãos desempenham também funções noutras entidades, o que, em determinadas situações, pode dar origem a potenciais conflitos de interesse, caso os objetivos dessas entidades não estejam totalmente alinhados com os dos CTT.

Relativamente à estrutura acionista, os CTT caracterizam-se por uma dispersão significativa do capital, sendo detidos por um conjunto alargado de investidores institucionais e particulares, sem a presença de um acionista maioritário com controlo direto. Esta realidade, comum em empresas cotadas, reforça a importância de mecanismos eficazes de governação corporativa, capazes de assegurar o alinhamento entre os interesses dos acionistas e os da gestão.

Neste contexto, a empresa adota um modelo de governação que integra diferentes órgãos de supervisão e controlo. Para além do Conselho de Administração Executivo, existe um Conselho Fiscal responsável pela fiscalização da atividade, bem como várias comissões especializadas, como a Comissão de Auditoria e a Comissão de Governo Societário, Ética e Sustentabilidade. Estes órgãos desempenham um papel essencial na monitorização da gestão e na promoção de boas práticas, contribuindo para reforçar a confiança dos investidores e a credibilidade da empresa no mercado.

4.5 Estrutura Acionista

Os CTT – Correios de Portugal, S.A. é uma empresa cotada na Euronext Lisboa, com capital maioritariamente privado, apesar da sua origem enquanto empresa pública. Desde a sua privatização, em 2014, passou a operar plenamente no contexto dos mercados de capitais, ficando sujeita a um nível elevado de escrutínio por parte de investidores, analistas financeiros e entidades reguladoras (CTT, 2024).

A sua estrutura acionista caracteriza-se por uma forte presença de investidores institucionais, tanto nacionais como internacionais. Entre estes incluem-se fundos de investimento, sociedades gestoras de ativos e instituições financeiras, que detêm participações relevantes no capital da empresa. Este tipo de investidores tende a adotar uma perspetiva de médio e longo prazo, exercendo influência nas decisões estratégicas, na governação e nas políticas financeiras da empresa. De acordo com a literatura, a presença de investidores institucionais contribui, em geral, para uma maior exigência ao nível da supervisão da gestão e para um melhor alinhamento entre os interesses dos acionistas e as decisões empresariais (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008).

Paralelamente, a estrutura acionista dos CTT inclui também um número significativo de pequenos investidores individuais, refletindo a dispersão do capital típica das empresas cotadas em mercados desenvolvidos. Esta dispersão reforça a separação entre propriedade e gestão, um conceito central na teoria da agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1997), a ausência de um acionista dominante pode aumentar o risco de desalinhamento entre gestores e acionistas, tornando essencial a existência de mecanismos eficazes de controlo e governação. Neste contexto, assumem particular importância órgãos como o conselho de administração, as comissões especializadas e a transparência na divulgação de informação financeira.

Do ponto de vista do mercado, a composição da estrutura acionista tem também impacto no comportamento das ações, na sua liquidez e no custo de capital da empresa. A literatura sugere que empresas com uma base sólida de investidores institucionais tendem a beneficiar de maior credibilidade junto do mercado, melhor acesso a financiamento e menores níveis de assimetria de informação, o que pode traduzir-se num custo de capital mais reduzido (Brealey, 2020; Damodaran, 2012). No caso dos CTT, a relativa estabilidade da estrutura acionista constitui, por isso, um fator relevante na análise do seu risco e da sua valorização.

Por último, a estrutura acionista deve ser analisada em conjunto com a política de remuneração dos acionistas, em particular no que diz respeito à distribuição de dividendos. A literatura indica que empresas com fluxos de caixa relativamente estáveis, como é frequentemente o caso de empresas com atividades reguladas, tendem a adotar políticas de dividendos consistentes, contribuindo para reforçar a confiança dos investidores e a valorização das ações (Lintner, 1956; Koller et al., 2020). Assim, a compreensão da estrutura acionista dos CTT permite obter uma visão mais completa das suas decisões estratégicas, financeiras e de governação.

4.6 Análise SWOT

A análise SWOT permite identificar, de forma estruturada, os principais fatores internos e externos que influenciam o desempenho e a posição competitiva da CTT – Correios de Portugal, S.A. Neste contexto, esta ferramenta revela-se particularmente útil para

compreender os desafios atuais da empresa, bem como as oportunidades de criação de valor no futuro.

No que diz respeito às forças, a CTT beneficia de uma forte notoriedade e tradição no mercado nacional, sendo uma marca amplamente reconhecida pelos consumidores portugueses. A empresa dispõe ainda de uma extensa rede de distribuição e de pontos de contacto, o que lhe confere uma vantagem significativa em termos logísticos e de proximidade ao cliente. Para além disso, a diversificação do negócio, nomeadamente através da área de encomendas expresso e dos serviços financeiros, tem permitido mitigar parcialmente o impacto da redução do correio tradicional.

Relativamente às fraquezas, destaca-se a elevada dependência histórica do segmento do correio, que tem vindo a sofrer uma quebra estrutural devido à digitalização dos serviços e à substituição de comunicações físicas por meios eletrónicos. Acresce ainda alguma pressão ao nível da eficiência operacional e da estrutura de custos, bem como a necessidade contínua de investimento para modernização e adaptação tecnológica, o que pode afetar a rentabilidade no curto prazo.

No plano externo, surgem várias oportunidades relevantes. O crescimento do comércio eletrónico constitui, provavelmente, o principal vetor de expansão, impulsionando a procura por serviços de entrega de encomendas. Os CTT encontram-se bem posicionados para beneficiar desta tendência, podendo reforçar a sua presença no segmento logístico. Paralelamente, a evolução dos serviços financeiros e digitais abre espaço para novas fontes de receita, contribuindo para a diversificação do modelo de negócio.

Por outro lado, a empresa enfrenta também algumas ameaças significativas. A concorrência no setor logístico tem vindo a intensificar-se, com operadores internacionais como a DHL e a DPD a apresentarem elevados níveis de eficiência e capacidade de inovação. Adicionalmente, a pressão regulatória e as exigências de qualidade de serviço no segmento postal podem limitar a flexibilidade estratégica da empresa. A evolução tecnológica, embora constitua uma oportunidade, representa igualmente um risco para modelos de negócio mais tradicionais, exigindo adaptação constante.

Em síntese, a análise SWOT evidencia que os CTT se encontram num momento de transição, caracterizado por desafios estruturais relevantes, mas também por oportunidades

de crescimento associadas à transformação do setor. A capacidade da empresa para tirar partido das suas vantagens competitivas e adaptar-se ao novo contexto será determinante para a sua criação de valor no longo prazo.

4.7 Modelo de Porter

A análise do modelo das cinco forças de Porter permite compreender de forma estruturada o nível de competitividade do setor onde a CTT – Correios de Portugal, S.A. opera, bem como os fatores que influenciam a sua rentabilidade e posição estratégica. Tendo em conta a evolução recente do setor postal e logístico, esta análise assume particular relevância, uma vez que a empresa se encontra num contexto de transformação e crescente pressão competitiva.

No que respeita à rivalidade entre concorrentes, esta é atualmente elevada. O mercado das encomendas expresso, impulsionado pelo crescimento do comércio eletrónico, tornou-se bastante competitivo, com a presença de operadores internacionais como a DHL e a DPD, que apresentam elevados níveis de eficiência e inovação. Esta concorrência exerce pressão sobre preços, margens e qualidade do serviço, obrigando os CTT a adaptar-se continuamente para manter a sua posição no mercado.

Relativamente à ameaça de novos concorrentes, esta pode ser considerada moderada. Embora existam barreiras à entrada associadas à necessidade de investimento em infraestruturas logísticas, redes de distribuição e tecnologia, o crescimento do comércio eletrónico tem vindo a atrair novos operadores, especialmente em nichos específicos do mercado. Ainda assim, a escala e a experiência da CTT constituem fatores que dificultam a entrada de novos concorrentes em grande dimensão.

No que diz respeito ao poder negocial dos clientes, este é relativamente elevado. Os clientes, particularmente no segmento empresarial e do comércio eletrónico, têm várias alternativas disponíveis e tendem a ser sensíveis ao preço e à qualidade do serviço. A facilidade de comparação entre operadores e a baixa diferenciação percebida em alguns serviços aumentam o poder de negociação dos clientes, obrigando a empresa a manter níveis elevados de eficiência e competitividade.

Quanto ao poder negocial dos fornecedores, este é, de forma geral, moderado. Os CTT dependem de diversos fornecedores ao nível de transporte, tecnologia e recursos operacionais. No entanto, a dimensão da empresa e a sua posição no mercado permitem-lhe negociar condições relativamente favoráveis. Ainda assim, em áreas específicas, como tecnologia e combustíveis, podem existir pressões de custo que afetam a rentabilidade.

Por fim, a ameaça de produtos substitutos é significativa, sobretudo no segmento do correio tradicional. A digitalização das comunicações, através do email, faturas eletrónicas e outras plataformas digitais, tem reduzido de forma consistente a procura por serviços postais tradicionais. Este fator constitui um dos principais desafios estruturais da empresa, obrigando à adaptação do seu modelo de negócio e à aposta em áreas com maior potencial de crescimento, como a logística e os serviços financeiros.

Em síntese, a aplicação do modelo de Porter evidencia que os CTT operam num setor caracterizado por elevada competitividade e transformação estrutural. A pressão da concorrência, aliada à evolução tecnológica e às mudanças no comportamento dos consumidores, exige uma resposta estratégica contínua por parte da empresa, sendo determinante a sua capacidade de adaptação para assegurar a sustentabilidade e criação de valor no longo prazo.

5. DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO ECONÓMICA E FINANCEIRA

5.1 Gastos Mais Significativos da Estrutura de Custos

Os gastos mais significativos da estrutura de custos em 2024, com base na Demonstração de Resultados, são os apresentados na Tabela nº1.

Tabela nº1 - *Gastos mais Significativos da Estrutura de Custos em 2024*

Custo das mercadorias Vendidas (CMV)	8 376 727
Fornecimento e Serviços Externos	503 657 073
Gastos com o Pessoal	408 574 321
Provisões	2 057 598
Imparidades	12 657 389

Fonte: Elaboração própria

na análise percentual da Demonstração de Resultados, relativamente ao peso dos custos no volume de negócios em 2024, os valores de maior relevância são: os Fornecimentos e Serviços Externos, com 52,1%; os Gastos com o Pessoal, com 42,3%; e as Imparidades, com 1,3% do volume de negócios (Tabela nº1).

No geral, a soma desses custos já representa 96,8% do volume de negócios, no entanto, em comparação com os anos anteriores esta percentagem tem vindo a aumentar, mesmo com o aumento das receitas, o que pode indicar a necessidade de melhoramento da gestão eficiente da utilização dos recursos, de modo prevenir o impacto negativo na rentabilidade da empresa.

Entre 2020 e 2024, os CTT apresentam gastos mais significativos com CMV, fornecimento e serviços externos, gastos com pessoal, provisões e imparidades.

A avaliação apresentada tem como base a informação extraída da demonstração de resultados da empresa. (Apêndice nº1, Anexo nº2).

5.2 Nível de Endividamento Atual da Empresa

A análise do nível de endividamento constitui um elemento fundamental na avaliação financeira de uma empresa, na medida em que permite compreender a forma como esta se financia e o grau de risco associado à sua estrutura de capital. No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., esta análise ganha particular relevância, sobretudo tendo em conta o equilíbrio observado entre capitais próprios e financiamento por dívida.

Com base nos dados apresentados, verifica-se que, no período em análise, a empresa apresenta valores acumulados de aproximadamente 1.111 milhões de euros em capital próprio e 1.099 milhões de euros em dívida, o que se traduz numa estrutura de financiamento relativamente equilibrada. Em termos médios, os valores situam-se em cerca de 222 milhões de euros de capital próprio e 219 milhões de euros de dívida, reforçando a ideia de uma distribuição próxima entre ambas as fontes de financiamento. (Tabela nº 3)

$$EndividamentoTotal_{2024} = \frac{Divida}{Divida + Capital Próprio} = \frac{219\,841\,646}{219\,841\,646 + 222\,253\,354} = 50\% \quad (11)$$

A estrutura de capital observada revela um equilíbrio significativo entre financiamento próprio e alheio, o que pode ser interpretado como um sinal de prudência financeira. Este tipo de estrutura permite à empresa beneficiar das vantagens associadas ao uso da dívida, nomeadamente o efeito fiscal dos juros, sem, no entanto, incorrer num nível excessivo de risco financeiro.

Adicionalmente, ao analisar o custo da dívida (K_d) e o custo da dívida liquidado (K_d^*), observa-se que estes se mantêm relativamente baixos ao longo do período, situando-se, em média, em valores próximos de 1%. Este fator contribui para tornar o financiamento por dívida mais atrativo, reduzindo o custo global do capital da empresa. No entanto, importa ter em consideração o impacto do imposto sobre o rendimento (IRC), que influencia diretamente o custo efetivo da dívida após impostos.

De acordo com a teoria financeira, existe uma relação direta entre o nível de endividamento e o valor da empresa, sendo que níveis moderados de dívida podem contribuir para a maximização do valor, através do benefício fiscal dos juros. No entanto, níveis excessivos de endividamento aumentam o risco de insolvência e os custos associados (Modigliani & Miller, 1963; Myers, 1984).

No caso da CTT, o nível de endividamento observado parece situar-se numa zona equilibrada, não evidenciando sinais de sobre-endividamento. Esta conclusão é consistente com os indicadores analisados anteriormente, nomeadamente a elevada cobertura de juros, que sugere uma capacidade confortável da empresa para cumprir as suas obrigações financeiras.

Em suma, a CTT apresenta uma estrutura de capital equilibrada, com um nível de endividamento de cerca de 50%, o que indica uma utilização moderada da dívida. Esta posição permite à empresa manter um equilíbrio entre risco e rendimento, beneficiando das vantagens do financiamento externo sem comprometer a sua estabilidade financeira.

Para uma leitura mais detalhada da evolução dos fluxos financeiros e da capacidade de gerar fluxos de caixa, importa considerar informação adicional. (Apêndice nº2)

A avaliação da estrutura financeira é suportada pela pelos dados constantes no balanço. (Anexo nº1)

5.3 Custo da Dívida

O custo da dívida pode ser analisado através do rácio entre os juros pagos e o capital alheio da empresa. Entre 2020 e 2024, evidencia um custo da dívida de aproximadamente 1%. Este valor reflete um nível de encargos financeiros relativamente reduzido, compatível com o contexto de taxas de juro historicamente baixas que caracterizou grande parte do período em análise, sobretudo nos anos imediatamente posteriores a 2020. De seguida, como os juros da dívida são geralmente dedutíveis fiscalmente, o custo real da dívida deve considerar esse benefício fiscal (Tabela nº2).

Tabela nº 2 - *Custo da Dívida (kd)*

Ano	Financiamentos obtidos (D)	Juros Pagos (J)	Custo da Dívida (Kd)	Imposto sobre o rendimento (IRC)	Custo da Dívida Líquido (Kd*)
1	206 866 753	1 442 885	0,01	0,27	0,01
2	201 119 450	283 653	0,00	0,24	0,00
3	195 954 667	433 312	0,00	0,22	0,00
4	269 014 957	2 557 800	0,01	0,02	0,01
5	226 252 404	3 072 344	0,01	0,165	0,01
5	1 099 208 231	7 789 994	0,03	0,92	0,03
	219 841 646	1 557 999	0,01	0,18	0,006

Fonte: Elaboração própria

O custo da dívida líquido (k_d^*), entre 2020 e 2024, apresenta o valor de 0.006 e foi calculado através da fórmula $K_d^* = K_d(1 - T_x)$, onde T_x é a taxa de imposto sobre o rendimento.

Os valores considerados resultam da análise de indicadores intermédios de gestão.
(Apêndice nº3)

5.4 Custo do Capital

O custo do capital pressupõe que a criação de valor para os acionistas ou sócios exige a remuneração do capital investido a uma taxa superior ao seu custo. Tendo em conta as diversas formas de financiamento, o custo do capital corresponde à média ponderada do custo de cada uma dessas fontes, conhecida como WACC (Padrão, 2007).

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d(1 - t) \times \frac{D}{E+D} \quad (13)$$

Para o cálculo do custo do capital foi necessário verificar o valor da empresa no capital próprio e do capital alheio entre 2020 e 2024, sendo esses valores 222 253 354 e 219 841 646 milhares de euros, respetivamente (Tabela nº3).

Tabela nº 3 - *Capital Próprio (CP) e Capital Alheio (D)*

Ano	Capital Próprio (CP)	Financiamentos obtidos (D)
1	150 275 094	206 866 753
2	174 546 069	201 119 450
3	224 929 476	195 954 667
4	253 252 852	269 014 957
5	308 263 277	226 252 404
5	1 111 266 768	1 099 208 231
	222 253 354	219 841 646

Fonte: Elaboração própria

De seguida, segundo a fórmula $K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$, antes de calcular o custo do capital, calcula-se a taxa de juro das Obrigações do Tesouro, de Portugal a 10 anos, no valor de 0,001487, a rentabilidade do mercado no valor de 0,00458 e o beta da empresa. O beta foi

obtido através do rácio da covariância entre o ativo e o mercado com a variância da rentabilidade do mercado, sendo o seu valor 3,18437, este resultado significa que a ação dos CTT apresenta uma volatilidade superior à do mercado de referência, sendo altamente sensível a variações nos índices bolsistas. (Tabela nº 4).

Em termos financeiros, um beta superior a 1 traduz um risco sistemático acima da média, valores próximos ou superiores a 3 são geralmente associados a empresas com elevada alavancagem operacional e/ou financeira, resultados voláteis e forte exposição a fatores macroeconómicos.

Tabela nº 4 - *Rentabilidade do Mercado, Taxa de Juro Obrigações do Tesouro e Beta da empresa*

$E(Rf)$	0,001487
$E(Rm)$	0,00458
β anual	3,18437
Ke anual	0,14003

Fonte: Elaboração própria

Por fim, o custo do capital da empresa no valor de 0,14003, isto significa que, em média, a empresa precisa de gerar uma rentabilidade de 14,03% ao ano sobre os seus investimentos para cobrir o custo do seu financiamento e manter o valor para os acionistas e credores (Tabela nº 5).

Tabela nº 5 - *Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)*

Ke	Capital Proprio (CP)	Financiamentos Obtidos (D)	Custo da Dívida Liquidado (Kd^*)	WACC
0,140038	222 253 354	219 841 646	0,005782298	7,33%

Fonte: Elaboração própria

Depois de calculado o custo da dívida, o beta da empresa, o custo do capital, o capital próprio e o capital alheio da empresa efetuou-se o cálculo do custo médio ponderado do capital, ou wacc, calculado através da fórmula:

$$WACC = \frac{CP}{CP+D} \times K_e + \frac{D}{D+CP} \times K_d^* \quad (14)$$

O valor do wacc foi de 7,33% (Tabela nº 5), mostrando que, em média, a empresa tem um custo de financiamento de 7,33% ao ano para o seu capital (capital próprio e dívida).

5.5 Estratégia de Investimento da CTT

A empresa CTT pode adotar uma estratégia de investimento analisada sob diferentes perspetivas, incluindo a abordagem da própria empresa e as estratégias que os investidores podem seguir ao investir na empresa.

5.5.1 Estratégia de Investimentos da CTT

A estratégia de investimentos dos CTT – Correios de Portugal, S.A. visa garantir a estabilidade económica e financeira da empresa, além de criar valor no médio e longo prazo. Em meio a uma mudança estrutural no setor postal, caracterizada pela redução do correio tradicional e expansão do comércio eletrónico, os CTT têm direcionado os seus investimentos para setores com maior possibilidade de crescimento e lucratividade no futuro, especialmente na logística, serviços expressos e serviços financeiros.

Conforme os Relatórios e Contas do Grupo CTT, uma parcela considerável do investimento tem sido destinada ao fortalecimento da capacidade operacional e tecnológica, especialmente por meio da modernização de instalações logísticas, automatização de processos e criação de plataformas digitais. A literatura financeira apoia essa estratégia, argumentando que investir em ativos produtivos e tecnológicos é essencial para aumentar a eficiência operacional e a competitividade das empresas (Brealey, Myers & Allen, 2019).

Paralelamente, os CTT têm adotado uma abordagem prudente na seleção dos projetos de investimento, privilegiando aqueles que apresentam rendibilidades esperadas

superiores ao custo médio ponderado do capital (WACC). Segundo Damodaran (2012), esta lógica de decisão é essencial para garantir que os investimentos contribuem efetivamente para a criação de valor económico e não apenas para o crescimento do volume de ativos.

A estratégia de investimento dos CTT inclui ainda a racionalização do portefólio de ativos, através da alienação de ativos não estratégicos e da reorientação de recursos para áreas consideradas fundamentais. Koller, Goedhart e Wessels (2020) salientam que a gestão ativa do portefólio de investimentos permite melhorar a alocação de capital e reduzir o risco global da empresa, especialmente em setores sujeitos a mudanças estruturais.

Por fim, importa referir que a estratégia de investimentos dos CTT é condicionada pelo seu perfil de risco, pela estrutura de capitais e pelas restrições impostas pelo enquadramento regulatório. Assim, a empresa procura equilibrar o financiamento dos investimentos entre capitais próprios e capitais alheios, assegurando níveis de endividamento compatíveis com a sua capacidade de gerar fluxos de caixa, conforme recomendado pela teoria financeira (Ross, Westerfield & Jordan, 2021).

5.5.2 Estratégias de Investimento para os Acionistas

As estratégias de investimento para os acionistas dos CTT – Correios de Portugal, S.A. devem ser avaliadas tendo em conta o perfil de risco da empresa, a sua habilidade para gerar fluxos de caixa, a política de dividendos implementada e as expectativas de crescimento sustentável no médio e longo prazo. Segundo Brealey, Myers e Allen (2019), a criação de valor para o acionista depende da habilidade da empresa em produzir lucros acima do custo do seu capital, o que constitui um critério essencial para a tomada de decisões de investimento.

Uma das principais estratégias para os acionistas dos CTT é a estratégia de rendimento (income strategy), fundamentada na política de distribuição de dividendos. A empresa procura equilibrar a distribuição de resultados com as exigências de financiamento para investimentos estratégicos, mantendo uma remuneração consistente para os acionistas. De acordo com Damodaran (2012), essa estratégia é especialmente atraente para investidores conservadores que priorizam fluxos de rendimento estáveis em vez de altos ganhos de capital.

Em simultâneo, os acionistas podem adotar uma estratégia de valorização do capital (growth ou value strategy), baseada na expectativa de apreciação do valor das ações no mercado. Esta estratégia depende do sucesso da execução do plano estratégico dos CTT, nomeadamente dos investimentos nos segmentos da logística, do comércio eletrónico e dos serviços financeiros, bem como da melhoria da eficiência operacional e do controlo da estrutura de custos. Koller, Goedhart e Wessels (2020) referem que o crescimento sustentado dos resultados operacionais e dos fluxos de caixa futuros é um dos principais determinantes da valorização das empresas cotadas.

Para investidores institucionais ou acionistas com um horizonte temporal mais alargado, a estratégia pode igualmente envolver uma gestão ativa da participação acionista, acompanhando de forma contínua os indicadores de desempenho financeiro, o risco do negócio e o custo médio ponderado do capital (WACC). De acordo com Fernandes (2015), a monitorização da relação entre rentabilidade e risco é essencial para avaliar a manutenção, o reforço ou a redução da participação numa empresa cotada.

Por fim, a diversificação das atividades dos CTT e a adaptação do seu modelo de negócio a um contexto de transformação digital contribuem para a mitigação do risco global do investimento, tornando a empresa potencialmente atrativa para acionistas que procuram um equilíbrio entre risco e rendimento. Assim, as estratégias de investimento devem ser ajustadas ao perfil do investidor, ao horizonte temporal do investimento e às expectativas quanto à evolução futura da empresa e do mercado financeiro.

5.6 Grau de Satisfação dos Investidores

Para medir a satisfação dos investidores, utilizamos o modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), que estima a rentabilidade esperada de um ativo com base no seu risco sistemático (beta), taxa de juros do ativo sem risco e o prémio de risco de mercado. Pois a comparação entre a rentabilidade efetiva e a rentabilidade esperada permite-nos concluir se o desempenho do ativo foi superior, neutro ou inferior ao esperado (Tabela nº 6).

Tabela nº 6 - *Indicadores de Rentabilidade*

Indicador	Valor
Rentabilidade efetivas das ações	19,66%
Rentabilidade esperada pelo CAPM	14,00%

Fonte: Elaboração própria

No caso dos CTT, e de acordo com a tabela nº6, a rentabilidade efetiva das ações apurada foi de 19,66%, enquanto a rentabilidade esperada pelo modelo CAPM se situou em 14,00%. Esta diferença positiva de 5,66 pontos percentuais evidencia que a rentabilidade obtida pelos acionistas foi significativamente superior à rentabilidade mínima exigida pelo mercado para o nível de risco sistemático da empresa, medido pelo beta.

De acordo com a teoria financeira, quando a rentabilidade efetiva excede a rentabilidade exigida pelo CAPM, a ação encontra-se subavaliada ou, pelo menos, proporciona uma remuneração superior à esperada, o que se traduz em criação de valor para os investidores (Brealey, Myers & Allen, 2019). Este diferencial positivo é, assim, um indicador claro de um elevado grau de satisfação dos investidores, uma vez que estes foram compensados acima do rendimento requerido pelo risco assumido.

Adicionalmente, este desempenho positivo tende a reforçar a confiança do mercado na estratégia e na capacidade de gestão da empresa, contribuindo para uma perceção favorável dos CTT junto dos investidores institucionais e individuais. Uma rentabilidade efetiva superior à esperada também pode refletir uma melhoria na eficiência operacional, uma estratégia bem-sucedida de diversificação do negócio e uma gestão adequada da estrutura de capitais.

Importa ainda referir que este diferencial positivo entre a rentabilidade efetiva e a rentabilidade esperada pelo CAPM pode potenciar uma maior procura pelas ações da empresa, pressionando a cotação em alta e reforçando, por consequência, o grau de satisfação dos investidores existentes. Contudo, este efeito deverá ser analisado com cautela, dado que rentabilidades elevadas num determinado período podem refletir fatores conjunturais e não necessariamente uma tendência estrutural de longo prazo.

Em síntese, os resultados obtidos indicam que, no período em análise, os investidores dos CTT beneficiaram de uma remuneração superior à exigida pelo mercado para o risco

assumido, o que traduz um grau de satisfação elevado, compatível com uma perceção positiva da empresa enquanto oportunidade de investimento.

A avaliação do risco associado foi igualmente suportada por informação complementar. (Apêndice nº4)

5.7 Principais Diferenças para as Empresas Concorrentes

Os CTT – Correios de Portugal, S.A. apresentam um conjunto de características distintivas face aos seus principais concorrentes, resultantes da sua história, modelo de negócio, enquadramento regulatório e estratégia de diversificação.

Uma das principais distinções está na natureza híbrida do negócio dos CTT. Diferente de diversos concorrentes globais, como DHL, UPS e FedEx, que atuam maioritariamente como operadores logísticos privados, os CTT desempenham simultaneamente o papel de operador postal universal, além de atuarem em segmentos competitivos como logística, expresso, e-commerce e serviços financeiros, por meio do Banco CTT. Essa dualidade atribui aos CTT uma maior responsabilidade social e regulatória, enquanto restringe a sua flexibilidade operacional em comparação com operadores totalmente privados (CTT, 2024; UPU, 2023).

No mercado nacional, os CTT diferenciam-se ainda pela posição dominante no serviço postal tradicional, beneficiando de uma rede de distribuição extensa e capilar, difícil de replicar pelos concorrentes. Contudo, esta vantagem estrutural contrasta com a pressão competitiva crescente no segmento do correio expresso e encomendas, onde enfrentam concorrentes internacionais com maior escala global, maior capacidade de investimento tecnológico e modelos operacionais mais flexíveis, como a DHL Express e a GLS (European Commission, 2023).

Outra diferença relevante prende-se com a estrutura de capitais e acesso ao mercado de capitais. Enquanto grandes operadores internacionais dispõem de maior capacidade de financiamento e de ratings de crédito mais elevados, os CTT operam com uma estrutura financeira mais sensível ao risco macroeconómico e às condições do mercado português.

Ainda assim, o facto de serem uma empresa cotada em bolsa permite-lhes recorrer ao mercado de capitais e atrair investidores institucionais, o que não acontece com muitos operadores logísticos de menor dimensão (Damodaran, 2023).

A nível estratégico, os CTT têm apostado fortemente na diversificação das fontes de receita, nomeadamente através do Banco CTT e do crescimento do segmento de encomendas associado ao comércio eletrónico. Esta estratégia distingue-os de concorrentes focados exclusivamente na logística, permitindo-lhes reduzir a dependência do correio tradicional, um segmento estruturalmente em declínio nos mercados desenvolvidos (Brealey, Myers & Allen, 2019).

Por fim, no domínio da sustentabilidade e responsabilidade social, os CTT destacam-se pela integração explícita de objetivos ESG na sua estratégia corporativa, alinhados com as exigências regulatórias europeias e com as expectativas dos investidores. Embora esta preocupação seja transversal aos principais concorrentes internacionais, nos CTT assume particular relevância devido à sua função de serviço público e ao seu papel histórico na coesão territorial e social em Portugal (CTT, 2024; European Commission, 2023).

Em síntese, os CTT diferenciam-se dos seus concorrentes pela combinação única entre serviço público e atividade dos concorrentes, pela forte presença no mercado nacional, pela diversificação estratégica do negócio e por uma crescente integração de critérios de sustentabilidade, fatores que condicionam, mas também reforçam, a sua posição competitiva no setor.

6. AVALIAÇÃO

Este capítulo diz respeito ao relatório de apoio à decisão do investidor, onde serão analisados diversos fatores, que ajudem o investidor a decidir se pretende investir na empresa CTT.

6.1 Principais Fontes de Financiamento

A CTT possui uma estrutura de financiamento estável, combinando recursos próprios e endividamento. A dívida financeira atinge o montante de 219 milhões de euros, demonstrando uma administração cautelosa e em sintonia com as procuras de investimento da empresa.

A estrutura de capitais de uma organização demonstra as alternativas de financiamento escolhidas para manter as suas operações e investimentos estratégicos. Segundo a teoria financeira clássica, as empresas têm a possibilidade de se financiar por meio de capitais próprios, capitais alheios ou uma combinação de ambos. O objetivo é encontrar uma estrutura que minimize o custo médio ponderado do capital (WACC) e maximize o valor da empresa (Modigliani & Miller, 1958; Brealey, Myers & Allen, 2020). As principais fontes de financiamento dos CTT – Correios de Portugal, S.A., empresa cotada na Euronext Lisbon, englobam capitais próprios, empréstimos bancários, emissão de títulos no mercado e autofinanciamento.

Os capitais próprios, que englobam o capital social, reservas e resultados retidos, são os recursos reportados pelos acionistas. Depois que a empresa foi privatizada em 2014, os CTT começaram a depender do mercado de capitais para obter financiamento por meio da negociação das suas ações. A utilização de capitais próprios não gera uma obrigação contratual de reembolso, porém acarreta um custo implícito relacionado à remuneração procurada pelos investidores, que aceitam um risco residual maior. De acordo com Modigliani e Miller (1958), num mercado perfeito, a estrutura de capital não afetaria o valor da empresa. No entanto, num cenário real, elementos como impostos, custos de falência e assimetrias de informação tornam a definição da estrutura financeira significativa.

A estrutura financeira dos CTT também é significativamente afetada pelo financiamento por capitais alheios. Para financiar as procuras de investimento e tesouraria, a empresa pode optar por empréstimos bancários, linhas de crédito ou emissões de títulos obrigacionistas. A dívida oferece uma vantagem fiscal devido à possibilidade de deduzir os juros, criando um escudo fiscal que pode ajudar a diminuir o WACC (Modigliani & Miller, 1963).

Contudo, a teoria do trade-off (Kraus & Litzenberger, 1973) sustenta que altos níveis de endividamento elevam o risco financeiro e os custos potenciais de insolvência.

Além disso, o autofinanciamento, proveniente da retenção de resultados gerados pela atividade operacional, representa uma fonte significativa de financiamento interno. Segundo a teoria da Pecking Order (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984), as empresas geralmente priorizam o financiamento interno antes de optar por dívidas e, somente como último recurso, pela emissão de capital próprio, em função dos custos relacionados às assimetrias de informação. No âmbito dos CTT, uma empresa consolidada com capacidade de gerar fluxos de caixa relativamente estáveis, o autofinanciamento desempenha um papel importante na manutenção da sua política de investimentos.

6.2 Principais Vantagens e Desvantagens do Uso da Dívida Pública

Uma das principais formas de financiamento externo empregadas por empresas cotadas é a utilização da dívida pública, que no âmbito empresarial é compreendida como a emissão de títulos no mercado de capitais. Essa forma de financiamento possibilita a captação de recursos de investidores institucionais e privados, sendo comumente empregue para financiar investimentos estratégicos, refinanciar dívidas ou otimizar a estrutura de capital. A escolha de recorrer à emissão de dívida deve ser avaliada com base nas principais teorias da estrutura de capitais, em particular a teoria do trade-off e a teoria da pecking order (Modigliani & Miller, 1963; Myers, 1984).

Uma das maiores vantagens da dívida pública está no benefício fiscal ligado à dedução dos juros. Segundo Modigliani e Miller (1963), ao levar em conta os impostos sobre o lucro das empresas, a dívida cria um escudo fiscal que eleva o valor da empresa, pois os juros

pagos diminuem a base sujeita a impostos. Esse efeito ajuda a reduzir o custo médio ponderado do capital (WACC), fazendo com que o financiamento por dívida possa ser mais interessante do que depender apenas de capitais próprios.

Outra vantagem significativa é que a dívida não resulta na diluição da participação acionista. Diferentemente da emissão de novas ações, a emissão de obrigações não modifica a estrutura de propriedade da empresa nem diminui o controle dos acionistas existentes. Esse aspecto é especialmente relevante em empresas cotadas, nas quais a preservação do controle acionista pode ser estratégica. Para além disso, a dívida pode atuar como um instrumento disciplinador da administração, já que a exigência de pagamentos regulares de juros exige maior rigor na gestão dos fluxos de caixa e na escolha de projetos de investimento, diminuindo possíveis problemas de agência (Jensen, 1986).

Além disso, a emissão de dívida no mercado pode facilitar o acesso a grandes quantias de financiamento em termos possivelmente mais competitivos do que os oferecidos pelo crédito bancário convencional, especialmente quando a empresa é vista como de risco moderado e possui uma boa reputação entre os investidores. De acordo com Brealey, Myers e Allen (2020), as empresas que possuem fluxos de caixa estáveis e níveis de alavancagem controlados costumam obter custos de financiamento mais baixos no mercado de títulos.

No entanto, o uso da dívida pública também apresenta desvantagens que precisam ser consideradas com atenção. Primeiramente, o crescimento das dívidas eleva o risco financeiro da empresa, aumentando as hipóteses de enfrentar problemas financeiros ou até mesmo a insolvência. A teoria do trade-off (Kraus & Litzenberger, 1973) argumenta que, apesar de a dívida trazer vantagens fiscais, há um limite em que os custos previstos de falência e problemas financeiros ultrapassam esses benefícios, resultando na diminuição do valor da empresa.

Outra desvantagem está relacionada à rigidez contratual vinculada à dívida. Independentemente do desempenho econômico, a empresa tem compromissos financeiros fixos com o pagamento de juros e reembolso de capital. Em situações de queda de receitas ou instabilidade operacional, essa rigidez pode afetar a liquidez e restringir a flexibilidade estratégica. Além disso, contratos de dívida podem conter cláusulas restritivas (covenants) que condicionam decisões relacionadas a investimentos, distribuição de dividendos ou contração de nova dívida.

Por último, altos níveis de endividamento podem impactar negativamente a percepção de risco do mercado, resultando num aumento no custo dos capitais próprios. Hamada (1972) afirma que o crescimento da alavancagem financeira eleva o risco sistemático do capital próprio, resultando num beta mais alto e, por consequência, num custo de capital próprio maior. Portanto, embora a dívida possa diminuir o WACC até certo ponto, um excesso de endividamento pode causar o efeito oposto.

Em resumo, a utilização da dívida pública é um meio significativo de financiamento, pois possibilita aproveitar o escudo fiscal e prevenir a diluição acionista. No entanto, o seu uso deve ser equilibrado, considerando os riscos relacionados ao aumento da alavancagem financeira e os possíveis custos decorrentes de problemas financeiros. Nesse sentido, a definição da estrutura ideal de capital é crucial para maximizar o valor da empresa.

6.3 Estrutura ideal de Capitais

Para se descobrir a estrutura ideal de capitais, teve-se de analisar vários cenários de estruturas de capitais, com diferentes níveis de pesos de capital próprio e de capital alheio.

De acordo com estes cenários, aquele que minimizar o custo médio do capital (WACC) será a estrutura ideal. Os cenários escolhidos para analisar foram de intervalos de 10% em 10% e de 5% em 5%, com base no rácio de cobertura de juros, para o peso do capital próprio e para o peso de capital alheio.

Para se conseguir calcular corretamente os diferentes custos médios do capital para os diferentes cenários, teve-se de adaptar uma tabela de rating do site de Damodaran com os dados do spread, o rating dos CTT situa-se em A-.

De seguida teve-se de calcular, o rácio entre a dívida e o capital próprio, o $\beta(L)$ para a nova estrutura de capitais, calculado depois de se saber o $\beta(U)$, o custo do capital próprio, o custo da dívida, de acordo com o spread, e por fim, o WACC.

Depois de calculado o custo médio do capital para os diferentes cenários, verificou-se que o cenário que minimiza o WACC é 50% de capital próprio e 50% de capital alheio, com um valor de 8,15%, dado que a cobertura de juros da CTT é de 31,12, como veremos no ponto seguinte, a empresa tem uma boa capacidade para lidar com o risco da dívida.

Importa ainda referir que a estrutura ótima obtida (50% dívida / 50% capital próprio) coincide com a estrutura real observada na empresa, o que pode sugerir que a política financeira adotada pelos CTT se encontra próxima do nível que minimiza o custo de capital e maximiza o valor da empresa. Esta convergência entre estrutura real e estrutura ótima reforça a consistência do modelo aplicado e indica uma gestão prudente do risco financeiro.

6.4 Estratégia para Atingir a Estrutura Ideal de Capitais

A definição da estrutura ideal de capitais constitui apenas a primeira etapa do processo de otimização financeira. A etapa seguinte consiste na definição de uma estratégia concreta que permita à empresa ajustar progressivamente a sua estrutura real ao nível que minimiza o custo médio ponderado do capital (WACC) e maximiza o valor da empresa. No presente estudo, a estrutura ótima estimada corresponde a um rácio de endividamento de 50% ($D/(D+CP)$), associado a um WACC mínimo de 8,15%, refletindo um equilíbrio entre benefício fiscal da dívida e risco financeiro.

De acordo com a teoria do trade-off (Kraus & Litzenberger, 1973), as empresas ajustam gradualmente a sua estrutura de capital, levando em conta os custos de ajuste, a volatilidade dos fluxos de caixa e as condições de mercado. Portanto, a mudança para a estrutura ideal não deve ser repentina, mas sim gradual e em consonância com a estratégia global da organização.

Se a empresa estiver abaixo do nível ideal de endividamento, pode adotar várias estratégias para elevar a alavancagem financeira de maneira sustentável. Uma das alternativas envolve a emissão de nova dívida para financiar investimentos estratégicos, evitando o uso de capitais próprios e mantendo a estrutura acionista. Outra opção pode ser a substituição parcial de capital próprio por dívida por meio da recompra de ações financiada por endividamento. Essa prática pode elevar o rendimento sobre o capital próprio e otimizar o WACC, desde que o risco permaneça sob controle (Brealey, Myers & Allen, 2020).

Em contrapartida, caso a empresa esteja acima do nível ideal de endividamento, a estratégia deve incluir a redução progressiva da dívida por meio da retenção de resultados, amortização antecipada de passivos financeiros ou eventual aumento de capitais próprios. A

teoria da Pecking Order (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984) propõe que as empresas priorizam o autofinanciamento como principal mecanismo de ajuste estrutural, diminuindo a necessidade de buscar o mercado para modificar sua estrutura financeira.

No caso específico dos CTT, tendo em conta que a estrutura real de capitais coincide com a estrutura ótima estimada, a estratégia sugerida deve focar na preservação do equilíbrio atual, garantindo que as próximas decisões de investimento sejam financiadas de maneira consistente com a proporção de 50% de dívida. Isso significa que novos projetos devem ser avaliados não só pela sua rentabilidade prevista, mas também pelo efeito que terão na estrutura de capital e no rating implícito da empresa.

Além disso, a gestão ativa do custo da dívida ganha relevância. A manutenção do custo do capital sem deterioração pode ser alcançada por meio da preservação do nível ideal de alavancagem, com a renegociação de spreads, refinanciamento em condições mais vantajosas e diversificação das fontes de financiamento. De acordo com Damodaran (2012), a maximização do valor de uma empresa depende tanto da definição do nível de endividamento quanto da qualidade da sua administração ao longo do tempo.

Em termos estratégicos, a empresa deverá igualmente monitorizar indicadores como o rácio de cobertura de juros, o rácio dívida/EBITDA e a evolução do beta alavancado, assegurando que o aumento potencial do risco financeiro não compromete o acesso a financiamento em condições competitivas. A estabilidade operacional e a previsibilidade dos fluxos de caixa são fatores determinantes para sustentar uma estrutura de capitais otimizada.

Em síntese, a estratégia para atingir, ou manter, a estrutura ideal de capitais deverá basear-se num ajustamento gradual, numa gestão prudente do risco financeiro e numa articulação coerente entre política de financiamento, política de investimento e política de dividendos. A convergência entre estrutura real e estrutura ótima observada no presente estudo sugere que a empresa se encontra numa posição financeiramente equilibrada, devendo privilegiar a estabilidade e a consistência na sua política financeira futura.

6.5 Dividendos

De maneira consistente, seguiu-se avaliando os relatórios financeiros da CTT no período de 2020 a 2024, com a finalidade de estabelecer os valores distribuídos aos acionistas e os montantes acumulados. Para isso, utilizou-se a Demonstração Consolidada das Alterações no Capital Próprio (DCACP) como referência (Apêndice nº5).

Em relação à distribuição de resultados, observa-se que a empresa manteve uma política de dividendos bastante estável durante o período analisado, embora tenha feito ajustes em função da evolução do desempenho econômico. Nos anos de 2020 e 2021, cerca de 12,75 milhões de euros foram distribuídos em cada um dos exercícios. Em 2022, houve um aumento considerável na remuneração dos acionistas, com dividendos totalizando aproximadamente 21,57 milhões de euros, o que reflete a recuperação dos resultados líquidos após o período mais desafiador. Em 2023, a distribuição caiu para aproximadamente 10,54 milhões de euros, acompanhando a redução do resultado líquido. Em 2024, no entanto, esse valor aumentou novamente, chegando a cerca de 20,11 milhões de euros.

No período agregado de 2020 a 2024, a empresa distribuiu mais de 77 milhões de euros em dividendos aos acionistas, demonstrando uma política eficaz de remuneração do capital investido. Esse volume de distribuição demonstra a habilidade da empresa em produzir resultados e fluxos de caixa adequados para compensar os acionistas de maneira constante.

Simultaneamente à distribuição, a empresa reteve uma parte considerável dos resultados líquidos produzidos, o que possibilita o fortalecimento gradual dos capitais próprios. O crescimento das rubricas de reservas e resultados transitados indica que não foi distribuída a totalidade dos lucros; uma parte significativa foi retida para financiamento interno, mitigação de riscos e apoio à estratégia de investimento. Esse reforço acumulado contribuiu para o crescimento do capital próprio total durante o período, consolidando a independência financeira e a solvabilidade da empresa.

Essa dualidade entre distribuição e retenção, do ponto de vista teórico, encaixa-se na lógica da política de dividendos equilibrada. De acordo com a teoria da sinalização, a distribuição de dividendos é um meio de transmitir confiança da administração em relação ao desempenho futuro (Bhattacharya, 1979). Ao mesmo tempo, a retenção parcial de resultados está alinhada com a teoria do ciclo de vida das empresas, que argumenta que empresas maduras distribuem dividendos, mas mantêm recursos para financiar investimentos e apoiar o crescimento (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006).

É importante ressaltar que a acumulação de resultados afeta diretamente a estrutura de capitais. O fortalecimento dos capitais próprios ajuda a melhorar os índices de solvência e autonomia financeira, diminuindo o risco global da empresa e impactando positivamente o custo do capital (Brealey, Myers & Allen, 2020). No caso da CTT, a retenção parcial dos resultados possibilitou a manutenção de uma estabilidade financeira, alinhada à estrutura ideal identificada no estudo.

Em resumo, a análise da DCAP mostra que, entre 2020 e 2024, a CTT concedeu montantes significativos aos acionistas, garantindo sua remuneração, ao mesmo tempo em que acumulou resultados suficientes para fortalecer seus capitais próprios e apoiar sua estratégia de crescimento. Esta política demonstra um equilíbrio entre gerar valor para os acionistas no curto prazo e garantir a sustentabilidade financeira no longo prazo (Apêndice nº5).

6.6 Política da Remuneração dos Acionistas

No âmbito da sua transformação estrutural como empresa privatizada e cotada em mercado regulamentado, a política de remuneração dos acionistas dos CTT – Correios de Portugal, S.A. ganha uma importância significativa. Após a finalização do processo de privatização, a empresa começou a funcionar com uma abordagem voltada à criação de valor para os acionistas, com a política de dividendos sendo um mecanismo fundamental para a remuneração do investimento.

Os CTT possuem um perfil empresarial híbrido: de um lado, são uma empresa consolidada no setor tradicional de correios, com fluxos de caixa relativamente estáveis; de outro, atuam em segmentos em expansão, como entregas expressas e serviços financeiros, que procuram investimento constante. Essa dualidade afeta diretamente a política de distribuição de resultados, exigindo um equilíbrio entre a remuneração imediata e a retenção de capital para o financiamento estratégico.

Segundo a teoria do ciclo de vida das empresas (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2006), empresas maduras geralmente apresentam índices de payout mais altos, repassando uma parcela considerável dos lucros aos acionistas. Essa lógica se aplica parcialmente aos CTT,

que, ao longo da história, adotaram uma política de dividendos estável, embora ajustada de acordo com as condições econômicas e os resultados alcançados em cada exercício.

A teoria da sinalização (Bhattacharya, 1979) deve ser usada para analisar a política de dividendos dos CTT. Num mercado como o português, que valoriza estabilidade e previsibilidade, a continuidade de dividendos consistentes pode transmitir segurança em relação à futura capacidade de gerar resultados. Para uma empresa como os CTT, que atua num setor que está a passar por uma mudança estrutural devido à digitalização, essa indicação ganha uma relevância maior.

Além disso, a política de remuneração dos acionistas está relacionada à estrutura de capitais discutida anteriormente. A distribuição de dividendos diminui os capitais próprios e pode afetar a relação de endividamento, aproximando ou afastando a empresa da sua estrutura ideal de capitais. No caso específico dos CTT, em que a estrutura real corresponde à estrutura ideal estimada (50% dívida / 50% capital próprio), decisões de distribuição excessiva poderiam comprometer esse equilíbrio e elevar o risco financeiro.

Também é importante ter em conta a perspectiva da teoria da agência (Jensen, 1986), que sugere que a distribuição de dividendos pode atuar como um mecanismo de disciplina para a gestão, diminuindo a acumulação de fluxos de caixa livres que poderiam ser direcionados a investimentos de menor rentabilidade. Para os CTT, que têm uma estratégia focada na diversificação e adaptação a novos modelos de negócio, a disciplina financeira ganha uma importância estratégica.

Por último, a política de remuneração dos sócios deve ser ajustada à capacidade real de produção de resultados operacionais. A análise financeira revela uma alta cobertura de juros, o que indica que a empresa tem uma margem confortável para cumprir suas obrigações financeiras. Isso permite que a empresa distribua dividendos sem comprometer sua solvabilidade. Contudo, a continuidade dessa política dependerá do crescimento do EBITDA, da concorrência no setor logístico e das demandas futuras de investimento.

Em resumo, a política de remuneração dos sócios dos CTT demonstra a necessidade de equilibrar três objetivos principais: garantir uma remuneração atrativa para os acionistas, manter a estabilidade financeira e preservar a capacidade de investimento em um setor em

mudança. Para maximizar o valor da empresa a longo prazo, é fundamental que haja coerência entre a política de dividendos, a estrutura de capital e a estratégia empresarial.

6.7 Competitividade da Empresa na Atração de Capitais

A habilidade de uma empresa captar recursos, seja por meio de capital próprio ou dívida, está relacionada à sua percepção de risco, rentabilidade projetada, posicionamento estratégico e credibilidade perante os investidores. Para os CTT – Correios de Portugal, S.A., uma empresa cotada num mercado regulamentado, a competitividade na captação de recursos está diretamente ligada ao seu desempenho operacional, solidez financeira, estratégia de dividendos e perspectivas de expansão nos setores de logística e serviços financeiros.

De acordo com a teoria financeira, os investidores analisam as empresas com base na relação risco-rendimento. O custo do capital próprio é afetado pelo risco sistemático (beta), enquanto o custo da dívida é influenciado pelo risco de crédito percebido (Hamada, 1972; Brealey, Myers & Allen, 2020). Uma empresa que possui fluxos de caixa estáveis, alta cobertura de juros e uma estrutura de capital equilibrada geralmente beneficia de condições de financiamento mais favoráveis. No que diz respeito aos CTT, a alta cobertura de juros e a proximidade da estrutura ideal de capitais têm um impacto positivo na sua credibilidade financeira.

No entanto, a competitividade na captação de recursos não se baseia somente em indicadores financeiros internos. A posição competitiva no setor de logística e correios também é crucial. O setor de logística e encomendas expressas em Portugal é bastante competitivo, com grandes operadores internacionais, como DHL e DPD, dominando o mercado. Essas empresas beneficiam de economias de escala globais, redes internacionais consolidadas e robusta capacidade de investimento em tecnologia.

A DHL, parte do grupo Deutsche Post DHL, está entre os principais operadores logísticos do mundo, com atuação global e uma posição sólida nos setores de entrega expressa internacional e logística integrada. A sua dimensão e diversificação geográfica possibilitam a mitigação do risco operacional e o acesso a financiamentos em condições

vantajosas nos mercados internacionais (Deutsche Post DHL Group, 2023). A DPD, que faz parte do grupo francês GeoPost (La Poste Group), é um dos principais operadores europeus no setor de encomendas expresso, sendo reconhecida pelo seu foco em soluções digitais e sustentabilidade (GeoPost, 2023). A atuação dessas empresas no mercado português aumenta a competição e afeta as margens operacionais dos CTT, influenciando indiretamente a percepção de risco dos investidores.

Nesse cenário, a habilidade dos CTT em atrair investimentos depende tanto da sua estabilidade financeira quanto da sua habilidade de adaptação estratégica diante da concorrência global. Investidores geralmente valorizam empresas que mostram habilidade para inovar, eficiência nas operações e crescimento sustentável. Dessa forma, a capacidade de atrair investimentos de forma competitiva está diretamente relacionada à implementação estratégica da empresa e à sua posição no setor.

Em resumo, os CTT possuem bases financeiras que garantem a sua atratividade para os investidores, porém atuam num cenário competitivo desafiador, dominado por importantes operadores globais como DHL e DPD. Manter uma estrutura financeira estável, combinada com uma estratégia competitiva eficiente, será crucial para preservar e fortalecer a habilidade da empresa em obter financiamento em termos vantajosos.

6.8 Taxa de Crescimento da Empresa e dos seus Concorrentes

Um dos pressupostos essenciais na avaliação de empresas, especialmente ao utilizar o método dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF), é a taxa de crescimento, pois ela afeta diretamente a projeção dos fluxos futuros e o valor terminal. De acordo com Damodaran (2012), a projeção de crescimento deve ser fundamentada em informações históricas, adaptadas às perspectivas do setor e ao ciclo de vida da empresa.

Com base nos dados apurados para os CTT – Correios de Portugal, S.A., foi possível calcular a taxa média de crescimento anual entre 2020 e 2024 para os principais indicadores financeiros, permitindo avaliar a evolução do desempenho económico-financeiro da empresa (Tabela nº 7).

Tabela nº 7 -Taxa de Crescimento

	2020	2024	g*
Receitas	672 854 025	965 853 487	9,46%
Resultado líquido	16 766 534	47 033 435	29,42%
EBIT	24 531 034	58 128 736	24,07%
Dividendos	-12 750 000	-24 967 663	18,30%
Free Cash Flow (FCF)	130 701 548	289 156 109	21,96%

Fonte: Elaboração Própria

As receitas registaram um crescimento médio anual de aproximadamente 9,46%, refletindo a capacidade da CTT em adaptar o seu modelo de negócio e beneficiar do aumento da procura no segmento de encomendas. Este crescimento é consistente com a tendência do setor logístico, fortemente impulsionado pelo comércio eletrónico (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

Ao nível do resultado líquido, observa-se um crescimento mais expressivo, na ordem dos 29,42%, evidenciando uma melhoria significativa da rentabilidade da empresa ao longo do período em análise. Esta evolução poderá estar associada a ganhos de eficiência operacional, controlo de custos e maior contribuição de segmentos mais rentáveis. De acordo com Penman (2013), o crescimento do resultado líquido é um dos principais indicadores da criação de valor para os acionistas.

O EBIT apresentou igualmente uma evolução positiva, com uma taxa de crescimento de cerca de 24,07%, reforçando a ideia de que a empresa conseguiu melhorar o seu desempenho operacional. Este indicador é particularmente relevante na avaliação de empresas, na medida em que reflete a capacidade de geração de resultados antes do impacto da estrutura financeira (Brealey, Myers & Allen, 2020).

Relativamente aos dividendos, verifica-se um crescimento médio anual de aproximadamente 18,30%, o que sugere uma política de remuneração acionista relativamente consistente e alinhada com a evolução dos resultados. No entanto, importa referir que a distribuição de dividendos deve ser analisada de forma equilibrada, tendo em

conta as necessidades de reinvestimento e sustentabilidade financeira da empresa (Damodaran, 2012).

Por fim, o Free Cash Flow (FCF), indicador fundamental para a avaliação através do modelo de fluxos de caixa descontados, registou um crescimento de cerca de 21,96%. Este crescimento revela uma melhoria na capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa disponíveis para remunerar investidores e financiar a sua atividade. Segundo Damodaran (2012), o FCF constitui a base para a determinação do valor intrínseco de uma empresa, sendo, por isso, um dos indicadores mais relevantes no processo de avaliação.

No que respeita aos concorrentes, nomeadamente a DHL e a DPD, observa-se igualmente um crescimento significativo ao longo do mesmo período, impulsionado sobretudo pela expansão do comércio eletrónico e pela crescente procura de serviços de logística e distribuição. Estas empresas têm beneficiado de uma forte presença internacional, economias de escala e elevados níveis de investimento tecnológico, o que lhes permite sustentar taxas de crescimento consistentes e, em alguns casos, superiores às registadas por operadores de menor dimensão.

Comparativamente, a CTT apresenta taxas de crescimento relevantes, embora ligeiramente inferiores às dos principais operadores internacionais, refletindo a sua maior exposição ao mercado nacional e a segmentos tradicionais em declínio, como o correio. Ainda assim, a empresa tem demonstrado capacidade de adaptação, posicionando-se de forma competitiva nos segmentos com maior potencial de crescimento.

6.9 Previsão dos Fluxos de Caixa no Futuro

A análise do Free Cash Flow (FCF) permite avaliar a capacidade da CTT em gerar liquidez após o cumprimento de diversos compromissos operacionais e de investimento, ou seja, a projeção dos FCF para o período entre 2025 e 2029 fornece indicações relevantes sobre a evolução esperada do seu desempenho financeiro (Tabela nº 8).

Tabela nº 8 - *Previsão dos Fluxos de Caixa no Futuro*

Previsão dos FCF no futuro					
	2020	2021	2022	2023	2024
Free Cash Flow	130 701 548	203 506 199	87 497 923	145 832 690	289 156 109
	2025	2026	2027	2028	2029
Free Cash Flow Futuros	352 651 132	430 088 859	524 530 930	639 711 286	780 183 791

Fonte: Elaboração Própria

A projeção dos Fluxos de Caixa Livres (Free Cash Flow - FCF) é uma das fases fundamentais na avaliação de empresas, especialmente ao empregar o método dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF). Este indicador demonstra a habilidade da empresa em produzir liquidez disponível para pagar aos credores e acionistas, depois de atender às exigências operacionais e de investimento (Damodaran, 2012).

Com base nos dados históricos coletados para os CTT – Correios de Portugal, S.A. no período de 2020 a 2024, foi possível prever a evolução futura dos fluxos de caixa livres para o período de 2025 a 2029. A projeção foi baseada na taxa média de crescimento registada, além das perspetivas de desenvolvimento dos setores logístico e postal, que são caracterizados pela expansão do comércio eletrónico e pela reestruturação do modelo de negócios da empresa (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

Os valores históricos demonstram alguma volatilidade, explicada por fatores conjunturais e investimentos estratégicos realizados pela empresa. Ainda assim, observa-se uma trajetória de crescimento significativa, culminando num FCF de 289 156 105 euros em 2024.

Com base nestes elementos, foram projetados os fluxos de caixa para o período entre 2025 e 2029, assumindo uma trajetória de crescimento progressiva. Os valores estimados situam-se em aproximadamente 352 milhões de euros em 2025, 430 milhões em 2026, 524 milhões em 2027, 639 milhões em 2028 e cerca de 780 milhões de euros em 2029. Esta evolução traduz uma expectativa de reforço da capacidade operacional da empresa, suportada pelo crescimento do negócio de encomendas, ganhos de eficiência e consolidação da sua posição no mercado.

Importa salientar que estas projeções incorporam uma perspectiva de crescimento sustentado, mas não excessivamente otimista, procurando refletir um equilíbrio entre o potencial de expansão da empresa e os desafios estruturais do setor. De acordo com Damodaran (2012), a qualidade de uma avaliação depende, em grande medida, da consistência e realismo das projeções de fluxos de caixa, sendo preferível adotar pressupostos prudentes e fundamentados.

Adicionalmente, a evolução projetada dos fluxos de caixa está alinhada com as tendências observadas no setor logístico, nomeadamente o crescimento do comércio eletrónico e a necessidade crescente de soluções eficientes de distribuição. Neste contexto, a CTT encontra-se relativamente bem posicionada para beneficiar destas dinâmicas, embora continue exposta a fatores de risco, como a pressão concorrencial e a necessidade de investimento contínuo em tecnologia e infraestruturas.

Em termos metodológicos, a projeção dos fluxos de caixa seguiu uma abordagem incremental, tendo em consideração a taxa de crescimento média histórica e ajustamentos qualitativos relacionados com o contexto económico e setorial. Esta abordagem é amplamente utilizada na literatura de avaliação de empresas, sendo considerada adequada quando existe informação histórica relevante e consistente (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

6.10 Valor da Empresa e valor de cada uma das ações com base nos modelos de fluxos de caixa

Para calcular o valor da empresa e o valor de cada ação, aplicou-se o modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (DCF), utilizando Free Cash Flow to the Firm (FCFF) que estima o valor presente dos fluxos de caixa futuros gerados pela empresa. Teve-se em conta os dados financeiros fornecidos, uma taxa de crescimento de 2% (g) e o WACC previamente calculado (8%).

O FCFF representa os fluxos de caixa disponíveis para todos os investidores (acionistas e credores), após as necessidades de capital de exploração e investimentos. Foram projetados os seguintes valores (Tabela nº 9).

Tabela nº 9 - *Valor da Empresa*

Ano	FCFF	Valor Atual FCFF	Valor Terminal Atual
2025	352 651 132,01 €	326 065 432,83 €	536 449 360,04 €
2026	430 088 858,71 €	367 686 046,31 €	
2027	524 530 930,41 €	414 619 321,89 €	
2028	639 711 286,14 €	467 543 394,18 €	
2029	780 183 790,68 €	527 222 958,27 €	
Valor da Empresa		2 639 586 513,53 €	
Proporção Estrutura de Capitais	50%		
Equity Value	1 319 793 256,76 €		
Nº de ações no mercado (em milhares)	150000000		
Valor por ação	8,80 €		

Fonte: Elaboração Própria

Com base nas projeções de Free Cash Flow (FCF) para o período entre 2025 e 2029, procedeu-se ao desconto destes fluxos a uma taxa que reflete o custo médio ponderado do capital (WACC), permitindo assim determinar o valor atual dos mesmos. Os valores obtidos evidenciam uma trajetória crescente, refletindo a expectativa de melhoria da performance operacional da empresa. Em concreto, os fluxos de caixa atualizados situam-se em cerca de 326 milhões de euros em 2025, aumentando progressivamente até aproximadamente 527 milhões de euros em 2029.

Para além dos fluxos de caixa atualizados, foi igualmente considerado o valor terminal, que representa o valor da empresa após o período de projeção. Este foi calculado com base numa taxa de crescimento de longo prazo consistente com a maturidade do setor e com o crescimento esperado da economia, sendo posteriormente descontado para o momento presente. O valor terminal assume um peso significativo na avaliação, o que é habitual neste tipo de modelos, uma vez que reflete a continuidade da atividade da empresa para além do horizonte de projeção (Damodaran, 2012).

A soma dos fluxos de caixa atualizados e do valor terminal permite obter o valor da empresa (Enterprise Value), que, no presente caso, se situa em aproximadamente 2,64 mil milhões de euros. Este valor representa uma estimativa do valor total da empresa, independentemente da sua estrutura de financiamento.

Posteriormente, foi determinado o valor dos capitais próprios (Equity Value), ajustando o valor da empresa à posição financeira líquida. Com base neste valor e considerando um total de cerca de 150 milhões de ações em circulação, foi possível estimar o valor por ação. O resultado obtido aponta para um valor significativamente superior à cotação de mercado observada no final de 2024, sugerindo que a empresa poderá encontrar-se subavaliada.

Este diferencial entre o valor estimado e o valor de mercado pode ser interpretado como um potencial de valorização, refletindo expectativas de crescimento futuro e melhoria da rentabilidade que poderão ainda não estar totalmente incorporadas no preço da ação. No entanto, importa sublinhar que este resultado depende fortemente dos pressupostos adotados, nomeadamente ao nível das taxas de crescimento e do custo do capital. Pequenas variações nestes parâmetros podem ter impactos significativos no valor apurado, o que justifica a realização de análises de sensibilidade complementares (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

Em síntese, a aplicação do modelo de fluxos de caixa descontados à CTT permite obter uma estimativa fundamentada do valor da empresa e do valor por ação, evidenciando um potencial de valorização face ao mercado. Ainda assim, a interpretação destes resultados deve ser feita com prudência, tendo em conta a incerteza inerente às projeções e à evolução futura do setor.

A validação dos pressupostos utilizados na avaliação foi também suportada por dados adicionais. (Anexo nº3)

6.11 Análise de Sensibilidade

A análise de sensibilidade constitui uma etapa fundamental no processo de avaliação de empresas, na medida em que permite avaliar de que forma alterações nos principais pressupostos influenciam o valor estimado. No caso da CTT – Correios de Portugal, S.A., esta análise assume particular relevância, dado que o modelo de fluxos de caixa descontados depende fortemente de variáveis como o custo médio ponderado do capital (WACC) e a taxa de crescimento de longo prazo (g).

Com base nos resultados obtidos, foi construída uma matriz de sensibilidade que relaciona diferentes cenários de WACC, variando entre 4% e 9%, com diferentes taxas de crescimento terminal, situadas entre 1% e 4%. O objetivo desta análise consiste em perceber como pequenas variações nestes parâmetros podem afetar o valor por ação estimado.

Os resultados evidenciam uma relação clara entre estas variáveis e o valor da empresa. Por um lado, verifica-se que o aumento do WACC conduz a uma diminuição do valor por ação. Este comportamento é expectável, uma vez que uma taxa de desconto mais elevada reduz o valor atual dos fluxos de caixa futuros. Por outro lado, um aumento da taxa de crescimento terminal (g) traduz-se num aumento do valor estimado, refletindo a expectativa de geração de fluxos de caixa mais elevados no longo prazo. Este tipo de relação é amplamente reconhecido na literatura financeira (Damodaran, 2012).

No cenário base considerado, correspondente a um WACC de aproximadamente 8% e a uma taxa de crescimento de 2%, o valor por ação situa-se em torno dos 8,80€, valor que foi utilizado como referência na avaliação principal. No entanto, a análise de sensibilidade demonstra que este valor pode variar de forma significativa em função dos pressupostos adotados. Por exemplo, em cenários mais conservadores, com WACC mais elevado e crescimento mais reduzido, o valor por ação aproxima-se de níveis mais baixos. Em contrapartida, em cenários mais otimistas, com menor custo do capital e maior crescimento, o valor estimado aumenta de forma relevante (Tabela nº 10)

Esta variabilidade evidencia a importância de interpretar os resultados da avaliação com prudência. Pequenas alterações nos pressupostos podem ter impactos significativos no valor final, sobretudo tendo em conta o peso do valor terminal no modelo DCF. De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2020), a análise de sensibilidade é essencial para avaliar a robustez do modelo e compreender os principais fatores de risco associados à avaliação.

Para além disso, esta análise permite identificar os intervalos de valores plausíveis para a empresa, em vez de um único valor pontual, contribuindo para uma abordagem mais realista e fundamentada. No caso da CTT, os resultados sugerem que, mesmo considerando cenários mais conservadores, o valor estimado tende a situar-se próximo ou acima da cotação de mercado observada, reforçando a ideia de que a empresa poderá apresentar algum potencial de valorização.

Em síntese, a análise de sensibilidade confirma que o valor da CTT é particularmente sensível às variáveis WACC e taxa de crescimento terminal, sendo fundamental que estas sejam estimadas de forma rigorosa e consistente. Ao mesmo tempo, esta análise reforça a necessidade de complementar o modelo com uma avaliação crítica dos pressupostos, garantindo maior robustez e credibilidade aos resultados obtidos.

Tabela nº 10 - *Análise de sensibilidade*

		Wacc								
	Valor por ação									
	8,80 €	4%	4,5%	6%	6,5%	7%	7,5%	8%	8,5%	9,0%
g	1,0%	10,13	9,95	9,45	9,29	9,13	8,98	8,83	8,69	8,54
	1,3%	10,14	9,96	9,45	9,29	9,14	8,98	8,84	8,69	8,55
	1,7%	10,14	9,97	9,46	9,30	9,14	8,99	8,84	8,70	8,56
	1,9%	10,15	9,97	9,47	9,31	9,15	9,00	8,85	8,70	8,56
	2%	10,15	9,97	9,47	9,31	9,15	9,00	8,8	8,70	8,56
	2,5%	10,16	9,98	9,48	9,32	9,16	9,01	8,86	8,71	8,57
	3,0%	10,17	9,99	9,49	9,33	9,17	9,02	8,87	8,72	8,58
	3,5%	10,18	10,00	9,50	9,34	9,18	9,02	8,87	8,73	8,59
	4,0%	10,19	10,02	9,51	9,34	9,19	9,03	8,88	8,74	8,59

Fonte: Elaboração Própria

6.12 Valor da Empresa com base nos Métodos de Comparação

Neste ponto, para calcular o valor dos CTT, é importante utilizar métodos de comparação que refletem o setor de logística e as características da empresa.

Para complementar a avaliação absoluta feita por meio do modelo de Fluxos de Caixa Descontados, utilizaram-se métodos de avaliação relativa, fundamentados em múltiplos de mercado. Essa metodologia possibilita a avaliação do valor da empresa por meio da comparação com entidades similares que atuam no mesmo setor, partindo do pressuposto de que o mercado atribui valor de maneira consistente a empresas comparáveis (Damodaran, 2012; Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

No presente estudo foram utilizados como empresas de referência a DHL e a DPD, por apresentarem modelos de negócio, exposição ao setor logístico e posicionamento competitivo comparáveis aos CTT. Os múltiplos selecionados foram o EV/EBITDA, o EV/Receita e o P/L, por constituírem indicadores amplamente utilizados na avaliação de empresas de serviços e logística (Lie & Lie, 2002; Fernández, 2001).

A determinação dos intervalos de múltiplos utilizados (EV/EBITDA, EV/Receita e P/L) resultou da análise dos valores observados nestas empresas ao longo do período em estudo (2020–2024). Para cada múltiplo, foram considerados os valores anuais disponíveis para cada empresa, sendo posteriormente identificados intervalos representativos que refletem a valorização média do setor (Tabela nº 11)

No que respeita ao múltiplo EV/EBITDA, foram considerados intervalos entre 6x e 7x, refletindo os valores observados nas empresas comparáveis. Aplicando estes múltiplos ao EBITDA dos CTT (117 608 600 €), obteve-se um intervalo de valor empresarial compreendido entre 705 651 600 € e 823 260 200 €. Este múltiplo é particularmente relevante por permitir avaliar a empresa antes do impacto da estrutura de capital e das políticas fiscais, refletindo essencialmente a capacidade operacional de gerar resultados (Brealey, Myers & Allen, 2020).

Relativamente ao múltiplo EV/Receita, foram considerados valores entre 0,9x e 1x, aplicados à receita de 805 924 599,80 €. Os resultados apontam para um intervalo de valor empresarial entre 725 332 139,82 € e 805 924 599,80 €. Este indicador é frequentemente utilizado em setores com margens operacionais diferenciadas ou em fases de transformação estratégica, permitindo captar o valor associado ao volume de atividade (Damodaran, 2012).

Por sua vez, o múltiplo P/L (Price-to-Earnings) foi aplicado com intervalos entre 10x e 14x, incidindo sobre o resultado líquido de 39 835 179,40 €. O valor obtido situa-se entre 398 351 794,00 € e 557 692 511,60 €. Este múltiplo reflete diretamente a valorização atribuída pelo mercado à capacidade de gerar lucros para os acionistas, sendo particularmente sensível a expectativas de crescimento e risco percecionado (Penman, 2013).

A análise combinada dos três múltiplos revela intervalos de valorização diferentes, decorrentes das particularidades de cada indicador. O EV/EBITDA geralmente reflete de forma mais precisa o desempenho operacional, enquanto o EV/Receita representa o posicionamento comercial, e o P/L reflete a perspetiva do investidor acionista. O uso combinado desses métodos fortalece a solidez da avaliação, atenuando as limitações específicas de cada múltiplo (Koller et al., 2020).

Ao comparar os resultados da avaliação por fluxos de caixa descontados, nota-se uma discrepância considerável nos valores. Isso pode ser influenciado por elementos como previsões de crescimento futuro, eficiência operacional estimada ou possíveis subavaliações

de mercado. Essa discrepância destaca a relevância de empregar múltiplos como um método complementar, e não substitutivo, da avaliação fundamental (Damodaran, 2012).

Tabela nº 11 - Métodos de Comparação

Múltiplo EV/EBITDA			
	EV/EBITDA	EBITDA	EV
Intervalos de Valores	6	117 608 600,00 €	705 651 600,00 €
	7	117 608 600,00 €	823 260 200,00 €

Múltiplo EV/Receita			
	EV/Receita	Receita	EV
Intervalos de Valores	1	805 924 599,80 €	805 924 599,80 €
	0,9	805 924 599,80 €	725 332 139,82 €

Múltiplo P/L			
	P/L	Resultado Líquido (L)	EV
Intervalos de Valores	10	39 835 179,40 €	398 351 794,00 €
	14	39 835 179,40 €	557 692 511,60 €

Fonte: Elaboração Própria

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

7.1 Conclusões

O presente estudo teve como principal objetivo estimar o valor da CTT – Correios de Portugal, S.A., recorrendo a metodologias de avaliação amplamente reconhecidas na literatura financeira, com especial destaque para o modelo de fluxos de caixa descontados. Com base na análise realizada, foi possível obter uma estimativa fundamentada do valor da empresa e, consequentemente, do valor por ação.

Os resultados obtidos apontam para um valor por ação de aproximadamente 8,80 €, valor significativamente superior à cotação de mercado observada no final de 2024, situada em cerca de 5,40 €. Esta diferença traduz um potencial de valorização relevante, na ordem dos 60%, sugerindo que a empresa poderá encontrar-se subavaliada pelo mercado.

Esta subavaliação pode ser explicada por vários fatores. Por um lado, o mercado poderá ainda não estar a refletir plenamente o impacto positivo da transformação do modelo de negócio da CTT, nomeadamente o crescimento do segmento de encomendas e a diversificação das suas fontes de receita. Por outro lado, poderá também existir alguma perceção de risco associada à redução estrutural do correio tradicional e à crescente pressão concorrencial no setor logístico, o que poderá levar os investidores a adotarem uma postura mais conservadora na avaliação da empresa.

Importa, no entanto, salientar que o valor estimado resulta de um conjunto de pressupostos, nomeadamente ao nível das taxas de crescimento e do custo do capital. Como evidenciado na análise de sensibilidade, pequenas variações nestas variáveis podem ter impactos significativos no valor final apurado. Assim, embora os resultados apontem para um potencial de valorização, estes devem ser interpretados com prudência e enquadrados no contexto de incerteza inerente às projeções financeiras (Damodaran, 2012).

Do ponto de vista do investidor, os resultados obtidos permitem formular algumas recomendações. Em primeiro lugar, a diferença entre o valor estimado e o preço de mercado sugere que a ação poderá constituir uma oportunidade de investimento, particularmente para investidores com um horizonte de médio a longo prazo. A capacidade demonstrada pela empresa em melhorar a sua rentabilidade e gerar fluxos de caixa consistentes reforça esta perspetiva.

Contudo, esta recomendação deve ser acompanhada de uma análise cuidadosa dos riscos. A evolução futura da empresa dependerá, em grande medida, da sua capacidade de adaptação a um setor em rápida transformação, da eficácia das suas estratégias de crescimento e da sua posição face à concorrência de operadores internacionais. De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2020), a criação de valor sustentável está diretamente ligada à capacidade da empresa em manter vantagens competitivas e gerar rendimentos superiores ao custo do capital.

Neste sentido, uma abordagem prudente poderá passar por considerar a ação como um investimento com potencial, mas que exige acompanhamento contínuo, nomeadamente ao nível da evolução dos fluxos de caixa, da estratégia empresarial e das condições de mercado.

7.2 Limitações do Trabalho de Projeto

Apesar do esforço desenvolvido ao longo do presente trabalho, importa reconhecer que a avaliação da CTT – Correios de Portugal, S.A. está sujeita a um conjunto de limitações que devem ser consideradas na interpretação dos resultados obtidos.

Em primeiro lugar, uma das principais limitações prende-se com a dependência de pressupostos. A avaliação através do modelo de fluxos de caixa descontados implica a definição de variáveis como a taxa de crescimento, o custo do capital (WACC) e a evolução futura dos fluxos de caixa. Embora estes pressupostos tenham sido definidos com base em dados históricos e enquadramento teórico, não deixam de incorporar um grau significativo de subjetividade. Como refere Damodaran (2012), pequenas alterações nestas variáveis podem originar variações relevantes no valor estimado, o que reforça a necessidade de interpretar os resultados com prudência.

Em segundo lugar, destaca-se a incerteza associada às projeções financeiras. A estimativa dos fluxos de caixa futuros baseia-se em tendências passadas e expectativas sobre o desempenho da empresa, que podem não se concretizar. Fatores como alterações no contexto económico, mudanças no comportamento dos consumidores ou decisões

estratégicas da empresa podem influenciar significativamente os resultados futuros. Neste sentido, as projeções devem ser entendidas como aproximações e não como previsões exatas (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

Outra limitação relevante relaciona-se com o contexto de transformação do setor em que a CTT opera. A redução do correio tradicional e o crescimento do comércio eletrônico criam um ambiente de incerteza e exigem uma adaptação constante por parte da empresa. A dificuldade em antecipar a velocidade e o impacto destas mudanças constitui um desafio adicional à avaliação, podendo afetar a fiabilidade das estimativas realizadas.

Adicionalmente, importa referir a limitação associada à utilização de dados históricos. Embora estes dados sejam fundamentais para identificar tendências e fundamentar projeções, não garantem que o comportamento futuro da empresa siga o mesmo padrão. A evolução dos resultados pode ser influenciada por fatores não observáveis no passado, como alterações regulatórias, inovação tecnológica ou mudanças na concorrência.

Por outro lado, a análise comparativa com empresas concorrentes apresenta também algumas restrições. A utilização de múltiplos pressupõe a existência de empresas comparáveis, o que nem sempre é totalmente verificável, sobretudo quando se comparam empresas com diferentes dimensões, geografias ou modelos de negócio. Como refere Fernández (2001), a validade da avaliação por múltiplos depende fortemente da comparabilidade entre as empresas analisadas.

Por fim, importa referir que o trabalho foi desenvolvido com base em informação pública disponível, o que constitui outra limitação. A ausência de acesso a informação interna mais detalhada pode restringir a profundidade da análise e a precisão de algumas estimativas.

Em síntese, embora o presente estudo procure fornecer uma avaliação rigorosa e fundamentada da CTT, os resultados obtidos devem ser interpretados tendo em conta as limitações identificadas. O reconhecimento destas limitações não invalida a utilidade do trabalho, mas contribui para uma leitura mais crítica e consciente dos resultados apresentados.

7.3 Futuros Desenvolvimentos do Projeto

Apesar de o presente trabalho ter permitido obter uma avaliação fundamentada da CTT – Correios de Portugal, S.A., existem vários aspetos que poderão ser aprofundados em estudos futuros, contribuindo para uma análise ainda mais completa e rigorosa.

Uma das principais linhas de investigação prende-se com o aprofundamento das projeções financeiras, nomeadamente através da construção de diferentes cenários macroeconómicos. A incorporação de cenários alternativos, como contextos de crescimento económico mais lento, aumento das taxas de juro ou alterações no consumo, permitiria avaliar de forma mais robusta o impacto dessas variáveis no valor da empresa. Segundo Damodaran (2012), a análise por cenários é uma ferramenta essencial para lidar com a incerteza associada às avaliações financeiras.

Outra área relevante para investigação futura seria a integração de fatores ESG (Environmental, Social and Governance) na avaliação da empresa. Cada vez mais, os investidores consideram critérios de sustentabilidade e responsabilidade social nas suas decisões, sendo estes fatores capazes de influenciar o risco e o valor das empresas no longo prazo. No caso da CTT, aspetos como a pegada ambiental da sua atividade logística ou as práticas de governação poderiam ser analisados de forma mais aprofundada (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014).

Adicionalmente, seria interessante explorar uma análise mais detalhada da estrutura de custos e da eficiência operacional, nomeadamente através da comparação com empresas do mesmo setor em diferentes mercados. Esta abordagem permitiria identificar áreas de melhoria e avaliar de forma mais precisa o posicionamento competitivo da empresa.

Outra possível extensão deste trabalho passa pela utilização de metodologias alternativas de avaliação, como modelos baseados em rendimento residual ou opções reais. Estas abordagens podem complementar o modelo de fluxos de caixa descontados, oferecendo uma perspetiva diferente sobre o valor da empresa, especialmente em contextos de maior incerteza ou transformação estratégica (Penman, 2013).

Por fim, uma linha de investigação particularmente relevante seria o acompanhamento da evolução futura da empresa, através de uma análise longitudinal. A comparação entre os valores estimados neste trabalho e o desempenho real da empresa nos anos seguintes permitiria avaliar a precisão das projeções realizadas e ajustar metodologias futuras.

Em síntese, embora o presente estudo forneça uma base sólida para a avaliação da CTT, existem diversas oportunidades para aprofundar a análise, incorporando novas metodologias, variáveis e perspectivas. Estas extensões poderão contribuir para uma compreensão mais abrangente do valor da empresa e dos fatores que o determinam.

8. BIBLIOGRAFIA

ANACOM. (2024). *Serviços postais e mercado postal em Portugal*. ANACOM.

Banco de Portugal. (2024). *Estatísticas e enquadramento do sistema financeiro português*. Banco de Portugal.

Banco de Portugal. (2024). *Relatórios e enquadramento prudencial do setor financeiro*. Banco de Portugal.

Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053–1128.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270.

Bhojraj, S., & Lee, C. M. C. (2002). Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 407–439.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill.

Carroll, A. B., & Brown, J. A. (2018). Corporate social responsibility: A review of current concepts, research, and issues. *Business & Society*, 57(1), 7–28.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. (2024). *Código de governo das sociedades*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Crew, M. A., & Kleindorfer, P. R. (2012). *The economics of postal service*. Springer.

Crew, M. A., Kleindorfer, P. R., & Campbell, J. I. (2020). Regulation, competition, and universal service in the postal sector. *Journal of Regulatory Economics*, 57(1), 1–22.

CTT – Correios de Portugal, S.A. (2021). *Relatório e contas 2020*. CTT – Correios de Portugal, S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A. (2022). *Relatório e contas 2021*. CTT – Correios de Portugal, S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A. (2023). *Relatório e contas 2022*. CTT – Correios de Portugal, S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A. (2024). *Estrutura acionista*. <https://www.ctt.pt/grupo-ctt/investidores/estrutura-acionista>

CTT – Correios de Portugal, S.A. (2024). *Relatório e contas 2023*. CTT – Correios de Portugal, S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A. (2025). *Relatório e contas 2024*. CTT – Correios de Portugal, S.A.

CTT – Correios de Portugal, S.A. (s.d.-a). *Cotação da ação CTT*. <https://www.ctt.pt/grupo-ctt/investidores/acao-ctt/cotacao>

CTT – Correios de Portugal, S.A. (s.d.-b). *Estrutura acionista*. <https://www.ctt.pt/grupo-ctt/investidores/estrutura-acionista>

CTT – Correios de Portugal, S.A. (s.d.-c). *Remuneração ao acionista*. <https://www.ctt.pt/grupo-ctt/investidores/acao-ctt/remuneracao-acionista>

CTT – Correios de Portugal, S.A. (s.d.-d). *Princípios, políticas e outros normativos de sustentabilidade*. <https://www.ctt.pt/grupo-ctt/sustentabilidade/estrategia-e-principios/principios-politicas-e-outros-normativos>

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.

Damodaran, A. (2015). *Applied corporate finance* (4th ed.). John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2025). Historical data: Country risk premiums, dividend yields, default spreads, and more. Stern School of Business, New York University. https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.html

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227–254.

Deloitte. (2023). *Tendências no setor postal e logístico*. Deloitte.

Deutsche Post DHL Group. (2020). *Annual report 2020*. Deutsche Post DHL Group.

Deutsche Post DHL Group. (2021). *Annual report 2021*. Deutsche Post DHL Group.

Deutsche Post DHL Group. (2022). *Annual report 2022*. Deutsche Post DHL Group.

Deutsche Post DHL Group. (2023). *Annual report 2023*. Deutsche Post DHL Group.

Dieke, A. K., Hillebrand, A., Niederprüm, A., & Thiele, A. (2013). *The future of the postal universal service in Europe*. WIK-Consult.

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.

Esper, T. L., Ellinger, A. E., Stank, T. P., Flint, D. J., & Moon, M. (2010). Demand and supply integration: A conceptual framework of value creation through knowledge management. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 38(1), 5–18.

Euronext. (2024). *CTT – Market information (ticker: CTT)*. Euronext Lisbon.

European Commission. (2020). *Postal services and the digital transformation*. Publications Office of the European Union.

European Commission. (2023). *Postal services: Market and regulatory developments*. Publications Office of the European Union.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.

Fernandes, N. (2015). *Finance for executives: A practical guide for managers*. NPV Publishing.

Fernández, P. (2001). Valuation using multiples: How do analysts reach their conclusions? *Journal of Applied Finance*, 11(1), 6–13.

Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533.

Fitch Ratings. (2025). *Fitch upgrades Portugal's rating to A*. Fitch Ratings.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.

GeoPost. (2020). *Annual report 2020*. GeoPost.

GeoPost. (2021). *Annual report 2021*. GeoPost.

GeoPost. (2022). *Annual report 2022*. GeoPost.

GeoPost. (2023). *Annual report 2023*. GeoPost.

Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4–22.

Global Reporting Initiative. (2022). *GRI standards: Sustainability reporting guidelines*. Global Reporting Initiative.

Gov.pt. (2025). *Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC) em Portugal*. Governo da República Portuguesa.

Hamada, R. S. (1972). The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. *Journal of Finance*, 27(2), 435–452.

Haucap, J., Heimeshoff, U., & Klein, G. J. (2014). Competition in the postal sector. *Review of Network Economics*, 13(2), 129–158.

Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2012). *Strategic management: An integrated approach*. Houghton Mifflin.

Investing.com. (s.d.). *Portugal 10-year bond yield — Historical data*. <https://pt.investing.com/rates-bonds/portugal-10-year-bond-yield-historical-data>

Investing.com. (2025). *Market data and financial ratios*. <https://www.investing.com>

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7th ed.). John Wiley & Sons.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911–922.

Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples used to estimate corporate value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44–54.

Lim, S. F. W. T., Jin, X., & Srai, J. S. (2018). Consumer-driven e-commerce: A literature review, design framework, and research agenda on last-mile logistics models. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 48(3), 308–332.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97–113.

Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135–172.

Lundholm, R., & Sloan, R. (2016). *Equity valuation and analysis* (4th ed.). Pearson.

- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Meggison, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- OECD. (2015). *OECD guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*. OECD Publishing.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors*. Free Press.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–77.

Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2014). *Cost of capital: Applications and examples* (5th ed.). John Wiley & Sons.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2022). *Fundamentals of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.

Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783.

Stewart, G. B. (1991). *The quest for value*. Harper Business.

Trading Economics. (2024). *Portugal credit rating*. Trading Economics.

United Nations. (2015). *Transforming our world: The 2030 agenda for sustainable development*. United Nations.

Universal Postal Union. (2023). *Postal development report*. Universal Postal Union.

WIK-Consult. (2021). *Developments in the European postal sector*. WIK Wissenschaftliches Institut für Infrastruktur und Kommunikationsdienste.

Yahoo! Finance. (2024). *CTT.LS historical data*.
<https://finance.yahoo.com/quote/CTT.LS/history/>

Yahoo! Finance. (2024). *PSI20.LS historical data*.
<https://finance.yahoo.com/quote/PSI20.LS/history/>

APÊNDICES

Apêndice nº 1 – Demonstração de Resultados CTT

Demonstração de Resultados					
	2020	2021	2022	2023	2024
+ Vendas e serviços prestados	672 854 025	757 727 347	788 581 734	844 606 406	965 853 487
+ Margem financeira	44 636 907	55 776 365	74 357 291	98 791 460	97 984 706
+ Ganhos/perdas imputados de subsid., assoc. e emp.. Conj.	-1 741 529	-2 557 449	-186 962	-458	-3 179
± Variação nos inventários da produção					
+ Ganhos/Perdas com alienação de ativos	451 469	956 539	3 568 276	187 206	512 095
+ Ganhos/perdas com o desreconhecimento de ativos e passivos ao custo amortizado		17 776 526		-44 730	
- CMV	19 218 064	26 214 696	46 905 936	14 245 311	8 376 727
- Fornecimento e serviços externos	256 144 789	330 550 693	343 216 032	394 021 022	503 657 073
- Marketing e Publicidade					
- Serviços de Suporte					
- Gastos com o pessoal	342 488 107	358 012 815	358 237 092	365 020 038	408 574 321
- Impostos Indiretos					
- Imparidade de inventários (perdas/reversões)					
- Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	5 613 098	2 614 663	3 892 122	3 626 435	1 175 286
- Provisões (aumentos/reduções)	853 298	-3 886 116	-448 929	1 108 602	2 057 598
- Imparidade de investimentos não depreciáveis/amort.		2 193 233			
- Outras imparidades (perdas/reversões)	8 916 969	14 050 228	24 772 102	24 986 597	12 657 389
+ Aumentos/reduções de justo valor	380 000	1 101 005	11 108 539	1 034 098	-471 606
+ Outros rendimentos e ganhos	27 779 403	47 167 990	43 685 870	50 750 072	43 299 779
- Outros gastos e perdas	21 701 093	18 075 662	29 986 087	39 874 904	33 713 053
= EBITDA	89 424 857	94 569 397	114 554 306	152 530 605	136 963 835
- Gastos/reversões de depreciação e amortização	62 135 823	58 006 442	68 413 148	65 735 145	75 173 099
- Custos/ (Ganhos) não recorrentes	2 758 000	-14 490 000	-858 000	25 062 000	3 662 000
= EBIT (Resultado Operacional)	24 531 034	51 052 955	46 999 158	61 733 460	58 128 736
+ Juros e rendimentos similares obtidos	37 358	38 198	147 988	2 362 479	1 284 043
- Juros e gastos similares suportados	1 442 885	283 653	433 312	2 557 800	3 072 344
= RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	23 125 507	50 807 500	46 713 834	61 538 139	56 340 435
- Imposto sobre o rendimento do período	6 358 973	12 216 197	10 371 649	1 095 699	9 307 000
= RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	16 766 534	38 591 303	36 342 185	60 442 440	47 033 435
ATRIBUÍVEL A					
Detentores do Capital da Empresa-mãe	16 669 309	38 404 113	36 406 519	60 511 368	45 536 317
Interesses que não controlam	97225	187190			

Fonte: Elaboração Própria

Apêndice nº 2 – Demonstração de Fluxos de Caixa CTT

Demonstração de fluxos de caixa					
	2020	2021	2022	2023	2024
Atividades Operacionais					
+ Recebimentos de clientes	663 468 181	740 511 910	822 216 311	861 167 090	1 030 292 803
- Pagamentos a fornecedores	-309 560 288	-383 512 671	-442 640 303	-432 065 542	-590 025 014
- Pagamentos ao pessoal	-317 791 162	-325 606 922	-333 526 412	-361 411 760	-389 429 522
= Caixa gerada pelas operações	36 116 731	31 392 317	46 049 596	67 689 788	50 838 267
+ Depósitos de clientes bancários	405 180 295	433 108 515	123 738 597	833 574 737	940 922 284
- Crédito a clientes bancários	-208 132 405	-448 171 549	-242 912 761	203 606 686	-135 686 178
± Pagamento/recebimento do imposto sobre o rendimento	-8 969 035	-3 620 588	-16 360 094	-1 582 874	-12 530 800
± Outros recebimentos/pagamentos	58 790 609	40 599 751	249 493 641	-96 516 278	88 372 306
= Fluxos de caixa das atividades operacionais (A)	282 986 195	53 308 446	160 008 979	1 006 772 059	931 915 879
Atividades de Investimento					
Pagamentos respeitantes a:					
- Ativos fixos tangíveis	-25 397 586	-16 778 472	-16 059 208	-14 832 739	-20 745 310
- Ativos intangíveis	-12 431 219	-14 342 965	-17 821 957	-16 008 105	-17 234 372
- Investimentos em títulos ao justo valor através de outro rendimento integral	-61 991 546		-1 146 911		
- Investimentos em títulos ao custo amortizado	-245 340 540	-262 409 425	-661 922 859	-405 659 071	-2 577 928 966
- Investimentos em títulos ao justo valor através de resultados		-24 999 973			
- Depósitos no banco de Portugal		-4 142 200	-3 248 100	-5 439 600	-11 821 800
- Aplicações no banco de Portugal			-450 200 000	-809 457 000	
- Investimentos financeiros	-2 678 381	-15 662 872	-650 000	-2 249 180	-2 030 706
- Outros activos	-43 000 000	-1 750 000	-4 800 000	-36 750 000	-68 200 000
Recebimentos provenientes de:					
+ Ativos fixos tangíveis	870 185	2 172 110	233 440	13 440	256 538
+ Investimentos em títulos ao justo valor através de outro rendimento integral	43 425 171	13 242 636	7 193 951		
+ Investimentos em títulos ao custo amortizado	198 208 406	429 477 883	452 081 491	210 961 600	1 291 500 000
+ Propriedades de investimento	55 000		181 100		
+ Investimentos em títulos ao justo valor através de resultados				27 468 531	
+ Depósitos no banco de Portugal	10 128 434				
+ Aplicações no banco central					615 350 000
+ Investimentos financeiros	2 401 250		292		32 447 343
+ Outros activos	36 190 000	26 895 000	8 625 000	34 720 000	23 310 000
+ Subsídios ao investimento				103 028	2 479
+ Juros e rendimentos similares	37 358	38 198	147 988	2 362 479	1 284 043
+ Dividendos					
= Fluxos de caixa das actividades de investimento (B)	-99 523 468	131 739 920	-687 385 773	-1 014 766 617	-733 810 751
Atividades de Financiamento					
Recebimentos provenientes de:					
+ Financiamentos obtidos	21 293 090	100 261 411	51 533	94 757 177	49 576 223
+ Realizações de capital e de outros instrum. de capital próprio		34 000	867 000	408 000	25 000 000
+ Depósitos de outras instituições de crédito	250 000		1 084 308	1 000 000	434 847 351
+ Cobertura de prejuízos					
+ Títulos de dívida emitidos			201 500 000		
+ Dividendos					
+ Outras operações de financiamento		251 500 000			
Pagamentos respeitantes a:					
- Financiamentos obtidos	-21 405 813	-110 777 850	-15 812 839	-16 964 205	-134 175 881
- Depósitos de outras instituições de crédito	-38 131 082		-1 084 308	-1 000 000	-434 847 351
- Juros e gastos similares	-1 442 885	-283 653	-433 312	-2 557 800	-3 072 344
- Passivos de locação	-28 528 597	-30 343 081	-33 708 341	-37 045 659	-40 271 961
- Contracting		-2 938 473			
- Dividendos		-12 750 000	-17 656 441	-17 888 170	-24 967 663
- Títulos de dívida emitidos			-32 015 401	-98 130 907	-94 522 445
- Aquisição de Ações Próprias		-6 404 954	-21 573 976	-10 153 539	-20 717 148
- Outras operações de financiamento	-31 536 230	-20 130 815			
= Fluxos de caixa das actividades de financiamento (C)	-99 501 517	168 166 585	81 218 223	-87 575 103	-243 151 219
Variação de caixa e seus equivalentes (A+B+C)	83 961 210	353 214 951	-446 158 571	-95 569 661	-45 046 091
Alteração do perímetro de consolidação op		4 915 814			
Caixa e seus equivalentes no início do período	414 865 569	498 826 779	856 957 544	410 798 973	315 229 312
Caixa e seus equivalentes no fim do período	498 826 779	856 957 544	410 798 973	315 229 312	270 183 221
Descobertos Bancários					
	-19 353 392	-20 915 152	-45 670 325	-36 380 322	-45 728 925

Fonte: Elaboração Própria

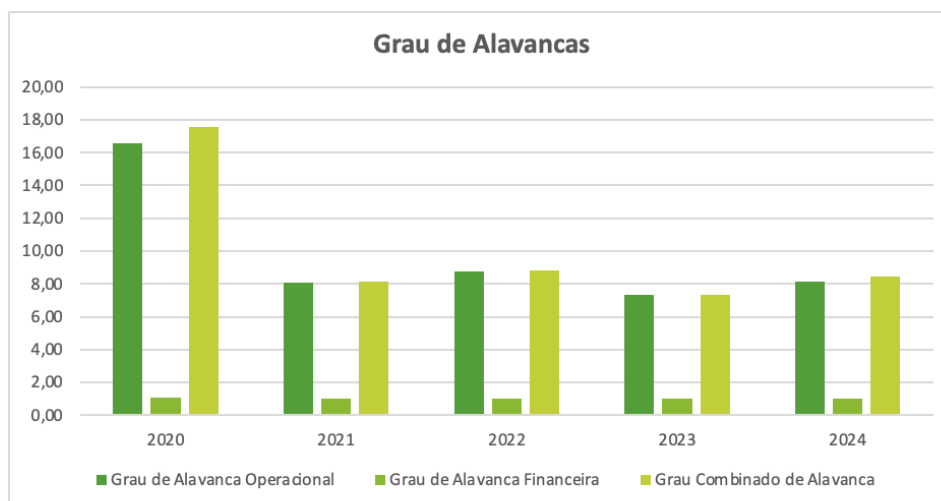
Apêndice nº 3 – Saldos Intermédios de Gestão CTT

milhares de Euros					
Saldos Intermédios de Gestão					
	2020	2021	2022	2023	2024
+ Vendas de Mercadorias	22 162 723	26 350 255	43 185 532	12 727 147	7 728 349
- Custo das Mercadorias Vendidas	9 020 686	12 105 375	24 951 570	3 732 082	1 430 843
= Margem Comercial	13 142 037	14 244 880	18 233 962	8 995 065	6 297 507
+ Outras Receitas	25 053 709	30 712 324	37 998 050	35 852 216	37 516 512
± Variação nos inventários da produção	0	0	0	0	0
+ Margem Financeira	44 636 907	55 776 365	74 357 291	98 791 460	97 984 706
- Custo das Matérias Consumidas	10 197 378	14 109 321	21 954 366	10 513 229	6 945 884
+ Ganhos/perdas com alienação de ativos	451 469	956 539	3 568 276	187 206	512 095
= Produção do exercício	59 944 708	73 335 907	93 969 250	124 317 653	129 067 429
+ Prestação de Serviços	625 637 593	700 664 768	707 398 152	796 027 043	920 608 626
= Margem Bruta	698 724 337	788 245 555	819 601 365	929 339 761	1 055 973 561
- Ganhos/perdas com o desreconhecimento de ativos e passivos ao custo amortizado	0	17 776 526	0	-44 730	0
- FSE	256 144 789	330 550 693	343 216 032	394 021 022	503 657 073
- Marketing e Publicidade	0	0	0	0	0
- Serviços de Suporte	0	0	0	0	0
- Impostos Indiretos	0	0	0	0	0
= Valor Acrescentado Bruto	442 579 548	439 918 336	476 385 333	535 363 469	552 316 488
- Gastos com o pessoal	342 488 107	358 012 815	358 237 092	365 020 038	408 574 321
+ Ganhos/perdas imputados de subsid., assoc. e emp.. Conj.	-1 741 529	-2 557 449	-186 962	-458	-3 179
+ Outros rendimentos e ganhos	27 779 403	47 167 990	43 685 870	50 750 072	43 299 779
- Outros gastos e perdas	21 701 093	18 075 662	29 986 087	39 874 904	33 713 053
= Excedente Bruto de Exploração	104 428 222	108 440 400	131 661 062	181 218 141	153 325 714
- Imparidade de inventários (perdas/reversões)	0	0	0	0	0
- Imparidade de dívidas a receber (perdas/reversões)	5 613 098	2 614 663	3 892 122	3 626 435	1 175 286
- Provisões (aumentos/reduções)	853 298	-3 886 116	-448 929	1 108 602	2 057 598
- Imparidade de investimentos não depreciáveis/amort.	0	2 193 233	0	0	0
- Outras imparidades (perdas/reversões)	8 916 969	14 050 228	24 772 102	24 986 597	12 657 389
+ Aumentos/reduções de justo valor	380 000	1 101 005	11 108 539	1 034 098	-471 606
= EBITDA	89 424 857	94 569 397	114 554 306	152 530 605	136 963 835
- Gastos/reversões de depreciação e amortização	62 135 823	58 006 442	68 413 148	65 735 145	75 173 099
- Custos/ (Ganhos) não recorrentes	2 758 000	-14 490 000	-858 000	25 062 000	3 662 000
= EBIT (Resultado Operacional)	24 531 034	51 052 955	46 999 158	61 733 460	58 128 736
+ Juros e rendimentos similares obtidos	37 358	38 198	147 988	2 362 479	1 284 043
- Juros e gastos similares suportados	1 442 885	283 653	433 312	2 557 800	3 072 344
= RESULTADO ANTES DE IMPOSTOS	23 125 507	50 807 500	46 713 834	61 538 139	56 340 435
- Imposto sobre o rendimento do período	6 358 973	12 216 197	10 371 649	1 095 699	9 307 000
= RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO	16 766 534	38 591 303	36 342 185	60 442 440	47 033 435
ATRIBUÍVEL A					
Detentores do Capital da Empresa-mãe	16 669 309	38 404 113	36 406 519	60 511 368	45 536 317
Interesses que não controlam	97 225	187 190	0	0	0

Fonte: Elaboração Própria

Apêndice nº 4 – Risco CTT

	Análise do Risco				
	2020	2021	2022	2023	2024
INDICADORES DE RISCO NEGÓCIO					
Margem de Contribuição	406 430 625,14	412 266 791,70	413 183 733,77	452 297 924,39	474 570 358,41
Grau de Alavanca Operacional	16,57	8,08	8,79	7,33	8,16
Grau de Alavanca Financeira	1,06	1,00	1,01	1,00	1,03
Grau Combinado de Alavanca	17,57	8,11	8,84	7,35	8,42



Fonte: Elaboração Própria

CTT-Correios de Portugal S.A.								
	2020							
	Capital	Outras variações no Capital	Ações Próprias, Descontos e Prémios	Reservas	Resultados Transitados	Resultado Líquido	Interesses que não controlam	Total
Saldo a 1 de Janeiro	75 000 000	-49 744 144	-8	65 852 595	10 867 301	29 196 933	242 255	131 414 933
Diminuições de Capital								0
Aplicação do Resultado líquido Anterior					29 196 933	-29 196 933		0
Distribuição de Dividendos								0
Aquisição de ações próprias								0
Atribuição de ações próprias								0
Alienação de participações								0
Aquisição de participações								0
Plano de ações								0
Outros movimentos					-86 009		-15 806	-101 815
Ganhos/Perdas atuais - Custados de Saúde, Líquidos de impostos diferidos		2 143 908						2 143 908
Variações nas reservas de justo valor				67 340				67 340
Ajustamento decorrente da aplicação do método de equivalência patrimonial					-15806			-15806
Resultado líquido do período						16669309	97225	16766534
Subscrição de aumento de capital social em subsidiárias por terceiros		2 143 908	0	67 340	-101 815	16 669 309	81 419	18 860 161
Resultado integral do período	0	2 143 908	0	67 340	-101 815	16 669 309	81 419	18 860 161
Saldo a 31 de dezembro	75 000 000	-47 600 236	-8	65 919 935	39 962 419	16 869 309	323 674	150 275 093

2021							
Capital	Outras variações no Capital	Ações Próprias, Descontos e Prêmios	Reservas	Resultados Transitados	Resultado Líquido	Interesses que não controlam	Total
75 000 000	-47 600 236	-8	65 919 935	39 962 419	16 669 309	323 674	150 275 093
							0
				16 669 309	-16 669 309		0
				-12 750 000			-12 750 000
		-6 404 954					-6 404 954
							0
							0
			1 215 000				1 215 000
						52 242	52 242
	3 601 623						3 601 623
			-56 584				-56 584
				22345			22345
					38404113		38591303
						187190	187190
							0
0	3 601 623	0	1 158 416	22 345	38 404 113	239 432	43 425 929
75 000 000	-43 998 613	-6 404 962	67 078 351	43 904 073	38 404 113	563 106	174 546 068

Demonstração Consolidada das Alterações no Capital Próprio							
2022							
Capital	Outras variações no Capital	Ações Próprias, Descontos e Prêmios	Reservas	Resultados Transitados	Resultado Líquido	Interesses que não controlam	Total
75 000 000	-43 998 613	-6 404 962	67 078 351	43 904 073	38 404 113	563 106	174 548 088
-2 325 000		17 152 548	-14 827 548				0
				38 404 113	-38 404 113		0
				-17 656 441			-17 656 441
		-21 573 976					-21 573 976
							0
							0
			1 620 000				1 620 000
						827 244	827 244
	50 855 819						50 855 819
			-26 746				-26 746
				-4678			-4678
					36406519	-64334	36342185
							0
0	50 855 819	0	1 593 254	-4 678	36 406 519	762 910	89 613 824
72 675 000	6 857 206	-10 826 390	53 844 057	64 647 067	36 406 519	1 326 016	224 929 475

2023							
Capital	Outras variações no Capital	Ações Próprias, Descontos e Prêmios	Reservas	Resultados Transitados	Resultado Líquido	Interesses que não controlam	Total
72 675 000	6 857 206	-10 826 390	53 844 057	64 647 067	36 406 519	1 326 016	224 929 475
-717 500		5 293 313	-4 575 813				0
				36 406 519	-36 406 519		0
				-17 817 109			-17 817 109
		-10 541 092					-10 541 092
	705463	449 537	-1 155 000				0
							0
							0
						367 093	367 093
	-4 160 631						-4 160 631
							0
				32674			32674
					60511368	-68929	60442439
							0
0	-4 160 631	0	0	32 674	60 511 368	298 164	56 681 575
71 957 500	3 402 038	-15 624 632	48 113 244	83 269 151	60 511 368	1 624 180	253 252 849

2024							
Capital	Outras variações no Capital	Ações Próprias, Descontos e Prêmios	Reservas	Resultados Transitados	Resultado Líquido	Interesses que não controlam	Total
71 957 500	3 402 038	-15 624 632	48 113 244	83 269 151	60 511 368	1 624 180	253 252 849
-2 737 500		20111920	-17374420				0
				60 511 368	-60 511 368		0
				-23 315 758		-1 622 403	-24 938 161
		-20648165					-20 648 165
	512 156	329 492	-841 648				0
						32 952 531	32 952 531
				-504 747		-934 253	-1 439 000
			2 095 860				2 095 860
	-505 194					10 131	-495 063
	-4 591 100						-4 591 100
							0
				40087			40087
					45536317	1497118	47033435
				-2153204		27153204	25000000
0	-5 096 294	0	2 095 860	-2 113 117	45 536 317	28 660 453	69 083 219
69 220 000	-1 182 100	-15 831 385	31 993 036	117 846 897	45 536 317	60 680 508	308 263 273

Fonte: Elaboração Própria

ANEXOS

Anexo nº 1 – Balanços CTT (2020-2024)

	NOTAS	Grupo		Empresa	
		31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020
ATIVO					
Ativo não corrente					
Ativos fixos tangíveis	5	263.443.040	294.989.377	226.480.627	243.270.945
Propriedades de investimento	7	7.653.000	7.075.908	7.653.000	7.075.908
Ativos intangíveis	6	62.012.644	58.016.961	27.640.021	22.270.219
Goodwill	9	70.201.828	70.201.828	-	-
Investimentos em subsidiárias	10	-	-	233.475.030	235.531.801
Investimentos em associadas	11	293.434	481	292.953	-
Investimentos em entidades conjuntamente controladas	12	2.723.803	2.925.100	2.723.803	2.925.100
Outros investimentos	13	1.379.137	6.394	1.379.137	6.394
Títulos de dívida	14	424.851.179	465.364.074	-	-
Acionistas	50	-	-	15.058.000	31.930.000
Contas a receber	18	-	-	661.287	495.932
Outros ativos não correntes	23	1.543.308	1.063.789	1.237.070	635.508
Crédito a clientes bancários	19	792.469.611	985.355.687	-	-
Outros ativos financeiros bancários	15	18.764.049	11.422.884	-	-
Ativos por impostos diferidos	49	89.329.806	87.891.868	85.539.541	84.780.644
Total do ativo não corrente		1.734.664.839	1.984.314.351	602.140.469	628.922.453
Ativo corrente					
Inventários	17	5.860.069	6.601.999	5.491.844	6.259.585
Contas a receber	18	146.471.712	153.616.009	112.842.210	111.665.473
Crédito a clientes bancários	19	93.350.959	107.925.845	-	-
Acionistas	50	-	-	1.689.268	2.814.465
Diferimentos	20	7.305.261	6.498.759	5.384.781	4.603.214
Títulos de dívida	14	31.560.152	52.441.330	-	-
Outros ativos correntes	23	35.766.227	33.728.584	26.939.374	29.731.071
Outros ativos financeiros bancários	15	14.660.286	29.456.513	-	-
Caixa e equivalentes de caixa	22	442.995.724	518.180.171	261.591.807	268.113.910
Ativos não correntes detidos para venda	21	777.970.390	908.449.210	413.939.283	423.187.718
		805.675	2.139.065	-	1.173.231
Total do ativo corrente		778.776.065	910.588.275	413.939.283	424.360.949
Total do ativo		2.513.440.904	2.894.902.626	1.016.079.752	1.053.283.402
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital Próprio					
Capital	25	75.000.000	75.000.000	75.000.000	75.000.000
Ações próprias	26	(8)	(8)	(8)	(8)
Reservas	26	65.852.595	65.919.935	65.836.605	65.836.605
Resultados transitados	26	10.867.301	39.962.419	10.679.731	39.900.355
Outras variações no capital próprio	26	(49.744.144)	(47.600.236)	(49.540.583)	(47.454.842)
Resultado líquido do período		29.196.933	16.669.309	29.196.933	16.720.995
Capital próprio atribuível a acionistas		131.172.677	149.951.419	131.172.677	150.003.105
Interesses não controlados	29	242.255	323.675	-	-
Total do capital próprio		131.414.932	150.275.094	131.172.677	150.003.105
Passivo					
Passivo não corrente					
Contas a pagar	33	-	-	309.007	309.007
Financiamentos obtidos	30	148.597.934	164.034.127	127.316.593	135.302.537
Benefícios aos empregados	31	267.286.679	264.369.292	265.431.555	262.426.248
Provisões	32	17.635.379	17.416.354	12.847.350	12.369.072
Diferimentos	20	294.490	283.289	294.490	283.289
Outros passivos financeiros bancários	15	76.060.295	44.506.988	-	-
Passivos por impostos diferidos	49	2.958.115	2.793.698	2.855.318	2.639.362
Total do passivo não corrente		512.832.892	493.403.748	409.054.313	413.329.515
Passivo corrente					
Contas a pagar	33	373.790.665	375.562.902	344.227.004	342.809.432
Depósitos de clientes bancários e outros empréstimos	34	1.321.418.042	1.688.465.160	-	-
Acionistas	50	-	-	22.109.176	25.403.386
Benefícios aos empregados	31	19.416.212	18.630.568	19.383.977	18.599.613
Imposto a pagar	36	5.958.753	1.340.420	1.948.562	2.439.808
Financiamentos obtidos	30	26.813.567	42.832.626	12.898.704	27.245.348
Diferimentos	20	3.454.477	3.412.059	2.624.716	2.446.754
Outros passivos correntes	35	100.353.646	99.493.397	72.660.624	71.006.442
Outros passivos financeiros bancários	15	17.987.719	21.486.652	-	-
Total do passivo corrente		1.869.193.080	2.251.223.784	475.852.762	489.950.782
Total do passivo		2.382.025.972	2.744.627.532	884.907.075	903.280.297
Total do capital próprio e passivo		2.513.440.904	2.894.902.626	1.016.079.752	1.053.283.402

Ativo	NOTAS	Grupo		Empresa	
		31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022
Ativo não corrente					
Ativos fixos tangíveis	5	296 287 578	303 205 780	223 537 166	211 273 202
Propriedades de investimento	7	6 327 424	6 183 979	6 327 424	6 183 979
Ativos intangíveis	6	63 507 247	69 408 609	28 252 438	33 238 829
Goodwill	9	81 471 314	80 256 739	—	—
Investimentos em subsidiárias	10	—	—	271 702 900	295 250 006
Investimentos em associadas	11	481	481	—	—
Investimentos em entidades conjuntamente controladas	12	17 992	—	—	—
Outros investimentos	13	311 684	961 394	6 394	6 394
Empresas do Grupo	53	—	—	52 530 000	50 430 000
Contas a receber	19	—	—	587 308	617 421
Ativos financeiros ao justo valor através de resultados	15	2 261 947	26 219 905	—	—
Investimento em títulos ao justo valor através de outro rendimento integral	14	4 906 841	—	—	—
Investimento em títulos ao custo amortizado	14	294 986 658	409 388 745	—	—
Outros ativos não correntes	24	1 772 136	1 177 648	1 144 290	463 657
Crédito a clientes bancários	20	1 125 984 322	1 287 676 223	—	—
Outros ativos financeiros bancários	16	5 237 710	961 446	—	—
Ativos por impostos diferidos	52	87 255 087	67 823 608	83 416 006	62 844 558
Total do ativo não corrente		1 970 328 421	2 253 264 557	667 503 928	660 308 046
Ativo corrente					
Inventários	18	6 872 274	8 040 976	6 445 041	6 963 458
Contas a receber	19	160 930 050	147 130 876	112 775 176	98 063 438
Crédito a clientes bancários	20	415 924 171	489 888 789	—	—
Empresas do Grupo	53	—	—	7 437 805	305 671
Imposto a receber	38	8 268	1 102 700	—	2 244 123
Diferimentos	21	8 725 934	9 011 875	4 764 138	4 346 353
Ativos financeiros ao justo valor através de resultados	15	24 999 138	26 478 525	—	—
Investimento em títulos ao justo valor através de outro rendimento integral	14	1 188 069	—	—	—
Investimento em títulos ao custo amortizado	14	39 173 861	128 391 899	—	—
Outros ativos correntes	24	68 848 382	76 482 423	47 365 141	33 100 526
Outros ativos financeiros bancários	16	9 721 536	461 226 081	—	—
Caixa e equivalentes de caixa	23	877 872 696	456 469 298	189 794 106	330 100 458
		1 614 264 379	1 804 223 442	368 581 407	475 124 026
Ativos não correntes detidos para venda	22	605 798	200	—	—
Total do ativo corrente		1 614 870 177	1 804 223 642	368 581 407	475 124 026
Total do ativo		3 585 198 598	4 057 488 199	1 036 085 335	1 135 432 072
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital Próprio					
Capital	26	75 000 000	72 675 000	75 000 000	72 675 000
Ações próprias	27	(6 404 963)	(10 826 390)	(6 404 963)	(10 826 390)
Reservas	27	67 078 351	53 844 057	67 051 605	53 844 057
Resultados transitados	27	43 904 074	64 647 067	43 926 574	64 452 619
Outras variações no capital próprio	27	(43 998 612)	6 857 207	(43 942 681)	6 379 500
Resultado líquido do período		38 404 113	36 406 519	37 680 272	37 307 258
Capital próprio atribuível a acionistas		173 982 963	223 603 460	173 310 807	223 832 044
Interesses não controlados	30	563 106	1 326 016	—	—
Total do capital próprio		174 546 069	224 929 476	173 310 807	223 832 044
Passivo					
Passivo não corrente					
Contas a pagar	34	—	—	309 007	309 007
Financiamentos obtidos	31	149 336 438	136 197 923	112 714 883	85 259 168
Benefícios aos empregados	32	260 805 742	185 257 617	258 892 489	183 936 635
Provisões	33	14 679 520	12 632 267	10 469 392	5 716 377
Títulos de dívida emitidos ao custo amortizado	35	277 760 616	445 226 206	—	—
Diferimentos	21	272 087	260 886	272 088	260 885
Passivos por impostos diferidos	52	2 427 513	9 847 476	2 342 255	2 150 912
Total do passivo não corrente		705 281 916	789 422 375	385 000 114	277 632 984
Passivo corrente					
Contas a pagar	34	350 304 332	525 211 751	312 508 476	483 771 541
Depósitos de clientes bancários e outros empréstimos	36	2 121 511 345	2 245 329 918	—	—
Empresas do Grupo	53	—	—	23 551 847	13 244 406
Benefícios aos empregados	32	21 090 144	22 091 681	21 062 563	22 064 174
Imposto a pagar	38	11 611 897	—	9 705 744	—
Financiamentos obtidos	31	51 783 012	59 756 744	34 942 393	42 948 290
Passivos financeiros ao justo valor através de resultados	15	—	26 344 517	—	—
Títulos de dívida emitidos ao custo amortizado	35	35 137	351 654	—	—
Diferimentos	21	3 452 240	3 678 140	2 520 645	3 071 642
Outros passivos correntes	37	118 594 781	114 161 276	73 482 746	68 866 991
Outros passivos financeiros bancários	16	26 987 725	46 210 667	—	—
Total do passivo corrente		2 705 370 613	3 043 136 348	477 774 414	633 967 044
Total do passivo		3 410 652 529	3 832 558 723	862 774 528	911 600 028
Total do capital próprio e passivo		3 585 198 598	4 057 488 199	1 036 085 335	1 135 432 072

NOTAS	Grupo		Empresa		
	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	
ATIVO					
Ativo não corrente					
Ativos fixos tangíveis	5	296 994 666	338 723 263	176 432 707	186 738 030
Propriedades de investimento	7	5 975 987	5 173 925	1 440 356	1 043 782
Ativos intangíveis	6	70 639 785	73 446 787	33 842 415	32 428 686
Goodwill	9	80 256 739	80 256 739	—	—
Investimentos em subsidiárias	10	—	—	488 885 561	500 318 462
Investimentos em associadas	11	481	481	—	—
Investimentos em entidades conjuntamente controladas	12	22 174	18 995	—	—
Outros investimentos	13	3 200 797	3 280 828	6 394	6 394
Empresas do Grupo	52	—	—	11 980 000	19 280 000
Contas a receber	19	—	—	596 036	617 000
Diferimentos	21	—	3 417 674	—	980 732
Ativos financeiros ao justo valor através de resultados	15	13 532 000	6 283 361	—	—
Investimento em títulos ao custo amortizado	14	364 706 177	357 983 106	—	—
Outros ativos não correntes	23	3 533 009	3 760 479	2 764 552	3 026 075
Crédito a clientes bancários	20	1 444 412 021	1 573 398 545	—	—
Ativos por impostos diferidos	51	71 395 868	74 153 787	66 134 899	59 713 958
Total do ativo não corrente		2 354 669 703	2 519 897 970	782 082 919	804 153 120
Ativo corrente					
Inventários	18	6 663 470	6 518 678	6 116 951	5 598 406
Contas a receber	19	153 061 555	188 399 079	77 599 554	110 167 044
Crédito a clientes bancários	20	148 801 874	168 148 789	—	—
Empresas do Grupo	52	—	—	4 207 339	17 001 281
Imposto a receber	37	8 268	—	—	—
Diferimentos	21	9 946 772	10 984 102	4 821 962	6 148 400
Investimento em títulos ao custo amortizado	14	364 759 821	1 701 153 508	—	—
Outros ativos correntes	23	92 545 537	94 075 485	46 108 082	49 908 418
Outros ativos financeiros bancários	16	1 274 575 121	703 709 006	—	—
Caixa e equivalentes de caixa	22	351 609 634	315 912 146	221 989 472	140 212 683
		2 401 972 052	3 188 900 792	360 843 360	329 036 233
Ativos não correntes detidos para venda		200	—	—	—
Total do ativo corrente		2 401 972 251	3 188 900 792	360 843 361	329 036 233
Total do ativo		4 756 641 954	5 708 798 762	1 142 926 281	1 133 189 353
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
Capital Próprio					
Capital	25	71 957 500	69 220 000	71 957 500	69 220 000
Ações próprias	26	(15 624 632)	(15 831 386)	(15 624 632)	(15 831 386)
Reservas	26	48 113 244	31 993 036	48 113 244	31 993 036
Resultados transitados	26	83 269 152	117 846 899	74 330 434	119 189 667
Outras variações no capital próprio	26	3 402 039	(1 182 098)	2 971 088	(1 457 081)
Resultado líquido do período		60 511 368	45 536 317	70 805 389	45 488 951
Capital próprio atribuível a acionistas		251 628 671	247 582 768	252 553 022	248 603 188
Interesses que não controlam	29	1 624 181	60 680 510	—	—
Total do capital próprio		253 252 852	308 263 277	252 553 022	248 603 188
Passivo					
Passivo não corrente					
Contas a pagar	33	—	—	309 007	309 007
Financiamentos obtidos	30	161 080 105	176 378 401	195 121 779	189 300 674
Benefícios aos empregados	31	149 740 115	159 255 264	148 302 105	157 046 388
Provisões	32	26 338 865	12 075 945	19 365 000	7 351 961
Títulos de dívida emitidos ao custo amortizado	34	347 131 609	252 641 611	—	—
Diferimentos	21	671 689	976 301	656 216	960 827
Passivos por impostos diferidos	51	4 670 707	2 571 698	768 975	668 871
Total do passivo não corrente		689 633 090	603 899 219	364 523 082	355 637 728
Passivo corrente					
Contas a pagar	33	373 961 102	478 987 413	307 348 732	375 401 056
Depósitos de clientes bancários e outros empréstimos	35	3 090 962 551	4 043 717 816	—	—
Empresas do Grupo	52	—	—	7 639 356	3 957 522
Benefícios aos empregados	31	22 049 283	23 593 264	21 994 957	23 566 551
Imposto a pagar	37	6 666 412	6 527 689	5 047 516	4 183 856
Financiamentos obtidos	30	107 934 852	49 874 003	92 554 629	39 837 232
Passivos financeiros ao justo valor através de resultados	15	13 744 154	6 408 818	—	—
Títulos de dívida emitidos ao custo amortizado	34	243 468	251 012	—	—
Diferimentos	21	5 110 098	8 294 793	2 376 096	2 275 233
Outros passivos correntes	36	145 324 271	147 104 317	88 888 890	79 726 986
Outros passivos financeiros bancários	16	47 759 822	31 877 142	—	—
Total do passivo corrente		3 813 756 012	4 796 636 266	525 850 176	528 948 436
Total do passivo		4 503 389 101	5 400 535 485	890 373 258	884 586 165
Total do capital próprio e passivo		4 756 641 954	5 708 798 762	1 142 926 281	1 133 189 353

Fonte: Relatório e Contas CTT (2020, 2022, 2024)

Anexo nº 2 – Demonstrações de Resultados CTT (2020-2024)

NOTAS	Grupo				Empresa				
	Doze meses findos em		Três meses findos em		Doze meses findos em		Três meses findos em		
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020	
Vendas e serviços prestados	4/39	688.021.669	672.854.025	181.631.937	188.951.581	522.297.559	468.833.332	135.789.227	124.632.891
Margem Financeira	40	29.315.856	44.636.907	10.421.070	11.814.868	-	-	-	-
Outros rendimentos e ganhos operacionais	41	22.948.405	27.749.423	8.862.378	10.211.951	40.541.244	44.710.790	12.527.182	14.952.111
		740.285.940	745.240.355	200.725.385	210.978.400	562.838.803	513.544.122	148.316.409	139.585.002
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	17	(14.261.450)	(19.218.064)	(4.805.042)	(5.897.765)	(13.588.474)	(18.607.910)	(4.620.763)	(5.736.872)
Fornecimentos e serviços externos	42	(242.775.529)	(256.144.789)	(64.942.708)	(74.338.907)	(121.086.644)	(111.195.328)	(31.306.271)	(30.260.487)
Gastos com o pessoal	43	(260.004.369)	(240.488.107)	(63.866.310)	(91.046.599)	(310.863.878)	(293.351.088)	(81.201.296)	(78.115.122)
Imparidade de contas a receber (perdas/reversões)	44	(7.800.406)	(5.613.098)	(3.603.244)	(901.621)	(1.905.382)	(2.794.597)	(1.247.811)	(429.035)
Imparidade de outros ativos financeiros bancários	44	(3.065.636)	(8.916.968)	(1.408.457)	(1.333.741)	-	-	-	-
Provisões (aumentos/reversões)	32	695.250	(893.268)	393.879	69.332	1.367.746	(83.122)	669.800	(209.822)
Depreciações / amortizações e imparidade de investimentos (perdas/reversões)	45	(54.223.229)	(62.135.823)	(14.760.277)	(16.080.957)	(41.077.288)	(46.597.825)	(11.242.369)	(12.024.269)
Resultados de outros ativos e passivos financeiros bancários	46	(16.233.140)	(16.194.526)	(4.730.526)	(4.437.048)	(8.833.425)	(8.752.418)	(2.383.682)	(2.638.063)
Outros gastos e perdas operacionais	47	488.912	451.489	34.690	(155.309)	452.776	678.502	28.900	63.944
Ganhos/perdas com alienação de ativos		(693.030.585)	(710.733.255)	(187.690.903)	(193.742.415)	(495.556.578)	(480.683.786)	(131.306.721)	(129.369.826)
		47.285.345	34.897.130	13.944.485	17.235.985	67.282.225	32.860.338	17.098.699	10.215.175
Gastos e perdas financeiros	48	(10.421.170)	(9.860.185)	(2.920.986)	(2.350.307)	(9.094.660)	(8.366.012)	(2.567.708)	(2.033.491)
Rendimentos financeiros	48	63.609	20.091	(133.293)	9.336	391.179	625.238	(46.674)	164.195
Ganhos/perdas em subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	10/11/12	(1.403.621)	(1.743.529)	(788.869)	(658.854)	(12.795.844)	(958.448)	(3.259.162)	(6.095.223)
		(11.758.182)	(11.381.623)	(3.843.118)	(2.999.835)	(21.539.329)	(8.799.222)	(5.913.544)	(4.225.927)
Resultado antes de impostos		35.527.163	23.125.507	9.201.367	14.236.190	45.742.896	34.061.113	11.096.154	14.441.102
Imposto sobre o rendimento do período	49	6.242.463	16.398.973	2.798.067	(1.885.225)	(16.885.945)	(7.246.118)	(4.734.454)	(2.112.219)
Resultado líquido do período		29.284.700	16.786.534	6.403.300	12.350.917	29.196.933	16.720.995	6.344.751	12.328.887
Resultado líquido do período atribuível a:									
Detentores de capital		29.196.933	16.699.309	6.344.751	12.339.831	-	-	-	-
Interesses não controlados	29	87.767	87.225	58.549	11.087	0.19	0.11	0.19	0.11
Resultado por ação:	29	0.19	0.11	0.04	0.08	0.19	0.11	0.19	0.11

NOTAS	Grupo				Empresa				
	Doze meses findos em		Três meses findos em		Doze meses findos em		Três meses findos em		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022	
Vendas e serviços prestados	4/41	757 727 347	788 581 734	209 241 453	209 276 291	475 056 506	466 029 627	124 330 222	123 644 627
Margem Financeira	42	55 776 365	74 357 391	15 329 231	20 857 337	—	—	—	—
Outros rendimentos e ganhos operacionais	43	34 366 502	43 685 870	10 413 590	13 700 924	51 729 627	52 980 104	13 831 497	14 634 458
		847 870 214	906 624 995	234 984 274	243 834 552	526 786 133	519 009 731	138 161 719	138 279 085
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	18	(26 214 696)	(46 905 936)	(12 345 420)	(11 358 795)	(19 955 770)	(18 434 842)	(6 479 027)	(5 714 808)
Fornecimentos e serviços externos	44	(330 550 693)	(343 216 032)	(92 715 390)	(92 099 588)	(133 173 920)	(136 950 803)	(37 457 769)	(35 846 440)
Gastos com o pessoal	45	(358 012 815)	(358 237 092)	(90 330 540)	(92 104 291)	(298 137 445)	(286 335 789)	(74 006 304)	(72 919 915)
Imparidade de contas a receber (perdas/reversões)	46	(2 614 663)	(3 892 122)	(915 923)	(1 101 068)	(1 115 625)	(1 237 446)	(227 952)	(528 634)
Imparidade de ativos não depreciáveis	12	(2 193 233)	—	(2 193 233)	—	(2 193 233)	—	(2 193 233)	—
Imparidade de outros ativos financeiros bancários	46	(14 050 228)	(24 772 102)	(4 283 833)	(7 607 607)	—	—	—	—
Provisões (aumentos/reversões)	33	3 886 116	448 929	2 589 065	(2 147 921)	3 039 668	3 063 907	1 782 974	(213 857)
Depreciações / amortizações e imparidade de investimentos (perdas/reversões)	47	(58 006 442)	(68 413 148)	(14 792 627)	(20 339 956)	(39 516 410)	(44 433 236)	(9 771 655)	(13 663 996)
Resultados de ativos e passivos ao justo valor através de resultados	15/48	1 101 005	11 110 025	1 101 005	(1 161 505)	—	—	—	—
Resultados de outros ativos financeiros ao justo valor por contrapartida de outro rendimento integral	48	—	(1 486)	—	(1 486)	—	—	—	—
Ganhos / (perdas) com o desreconhecimento de ativos e passivos financeiros ao custo amortizado	48	17 776 526	—	—	—	—	—	—	—
Outros gastos e perdas operacionais	49	(18 075 662)	(20 187 292)	(4 762 991)	(5 095 301)	(9 648 982)	(10 604 283)	(2 798 222)	(2 879 088)
Ganhos/perdas com alienação/ remensuração de ativos	50	956 539	3 568 276	50 661	2 292 192	987 331	3 700 990	30 290	2 279 037
		(785 998 246)	(850 497 980)	(218 599 226)	(230 725 326)	(499 714 386)	(491 231 503)	(131 120 898)	(129 487 701)
		61 871 968	56 127 015	16 385 048	13 109 226	27 071 746	27 778 228	7 040 821	8 791 385
Gastos e perdas financeiros	51	(8 532 413)	(9 256 346)	(2 145 911)	(2 324 492)	(7 167 982)	(7 456 104)	(1 790 091)	(1 810 926)
Rendimentos financeiros	51	25 394	30 127	10 301	16 213	852 226	1 337 480	263 582	523 630
Ganhos/perdas em subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	10/11/12	(2 557 449)	(186 962)	(878 612)	10 860	22 068 979	18 791 995	6 509 158	2 784 731
		(11 064 468)	(9 413 181)	(3 014 222)	(2 297 419)	15 753 223	12 673 372	4 982 649	1 497 435
Resultado antes de impostos		50 807 500	46 713 834	13 370 827	10 811 807	42 824 969	40 451 600	12 023 472	10 288 820
Imposto sobre o rendimento do período	52	(12 216 197)	(10 371 649)	(1 217 133)	(2 751 515)	(5 144 697)	(3 144 342)	(890 126)	(2 193 381)
Resultado líquido do período		38 591 303	36 342 185	12 153 694	8 060 292	37 680 272	37 307 258	11 133 346	8 095 439
Resultado líquido do período atribuível a:									
Detentores de capital		38 404 113	36 406 519	12 095 451	8 100 659	—	—	—	—
Interesses não controlados	30	187 190	(64 334)	58 243	(40 367)	—	—	—	—
Resultado por ação:	29	0,26	0,25	0,08	0,06	0,25	0,25	0,07	0,06

	NOTAS	Grupo				Empresa			
		Doze meses findos em		Três meses findos em		Doze meses findos em		Três meses findos em	
		31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024
Vendas e serviços prestados	4/40	844 606 406	965 853 487	230 478 529	277 729 219	466 669 945	441 721 768	109 182 780	116 660 506
Margem Financeira	41	98 791 460	97 984 706	26 695 755	24 903 335	—	—	—	—
Outros rendimentos e ganhos operacionais	42	41 821 459	43 299 779	12 622 802	12 297 935	60 025 506	67 601 319	18 999 247	18 260 183
		985 219 324	1 107 137 972	269 797 086	314 930 489	526 695 450	509 323 087	128 182 027	134 920 689
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	18	(14 245 311)	(8 376 727)	(3 363 774)	(3 085 851)	(12 122 329)	(6 972 801)	(2 868 623)	(2 581 608)
Fornecimentos e serviços externos	43	(394 021 022)	(503 657 073)	(121 039 603)	(151 518 844)	(132 533 993)	(137 788 759)	(34 721 931)	(36 657 313)
Gastos com o pessoal	44	(365 020 038)	(408 574 321)	(77 659 960)	(106 979 415)	(276 297 899)	(298 014 995)	(53 356 899)	(77 324 402)
Imparidade de contas a receber (perdas/reversões)	45	(3 626 435)	(1 175 286)	(2 154 526)	595 763	845 007	182 151	333 813	495 501
Imparidade de outros ativos financeiros bancários	45	(24 986 597)	(12 657 389)	(6 903 191)	(2 238 408)	—	—	—	—
Aumentos / reduções de justo valor	13	181 827	(511 672)	181 827	38 328	—	—	—	—
Provisões (aumentos/reversões)	32	(1 108 602)	(2 057 598)	(88 866)	(856 262)	(355 424)	(1 241 044)	(362 346)	(439 289)
Depreciações / amortizações e imparidade de investimentos (perdas/reversões)	46	(65 735 145)	(75 173 099)	(13 824 557)	(19 227 663)	(38 830 229)	(44 442 976)	(4 928 510)	(10 910 768)
Resultados de ativos e passivos ao justo valor através de resultados	15/47	852 271	40 283	358 687	82 647	—	—	—	—
Resultados de outros ativos financeiros ao justo valor por contrapartida de outro rendimento integral		—	(217)	—	(635)	—	—	—	—
Ganhos / (perdas) com o desreconhecimento de ativos e passivos financeiros ao custo amortizado	47	(44 730)	—	(44 730)	—	—	—	—	—
Outros gastos e perdas operacionais	48	(39 874 904)	(21 723 995)	(24 698 304)	(6 372 396)	(18 816 808)	(10 430 103)	(11 494 791)	(3 449 985)
Ganhos/perdas com alienação/remensuração de ativos	49	187 206	512 095	132 039	444 561	139 776	(224 153)	121 407	(282 925)
		(907 441 480)	(1 033 354 998)	(249 104 958)	(289 118 175)	(477 971 898)	(498 932 679)	(107 277 880)	(131 150 789)
		77 777 844	73 782 974	20 692 128	25 812 314	48 723 552	10 390 408	20 904 147	3 769 900
Gastos e perdas financeiros	50	(16 869 829)	(17 864 054)	(4 582 693)	(4 499 446)	(15 178 822)	(21 103 642)	(4 532 247)	(5 322 165)
Rendimentos financeiros	50	630 582	424 695	(19 577)	193 679	3 776 298	774 612	687 015	256 584
Ganhos/perdas em subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos	10/11/12	(458)	(3 179)	(452)	(2 548)	29 650 816	55 839 658	10 298 216	19 835 855
		(16 239 706)	(17 442 539)	(4 602 722)	(4 308 315)	18 248 292	35 510 628	6 452 984	14 770 274
Resultado antes de impostos		61 538 139	56 340 435	16 089 406	21 503 999	66 971 844	45 901 036	27 357 130	18 540 174
Imposto sobre o rendimento do período	51	(1 095 699)	(9 307 000)	8 854 402	(2 875 319)	3 833 545	(412 085)	7 952 011	(768 716)
Resultado líquido do período		60 442 439	47 033 435	24 943 808	18 628 680	70 805 389	45 488 951	35 309 141	17 771 458
Resultado líquido do período atribuível a:									
Detentores de capital		60 511 368	45 536 317	24 983 983	17 784 716	—	—	—	—
Interesses que não controlam	29	(68 929)	1 497 118	(40 175)	843 964	—	—	—	—
Resultado por ação:	28	0,43	0,33	0,18	0,13	0,50	0,33	0,25	0,13

Fonte: Relatório e Contas CTT (2020,2022,2024)

Anexo nº 3 – Demonstrações dos Fluxos de Caixa CTT (2020-2024)

NOTAS	Grupo		Empresa	
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2020
Fluxos de caixa das atividades operacionais				
Recebimentos de clientes	664.480.523	663.468.181	513.563.811	481.420.564
Pagamentos a fornecedores	(285.307.181)	(309.560.288)	(146.419.908)	(140.242.245)
Pagamentos ao pessoal	(327.850.919)	(317.791.162)	(284.771.784)	(270.321.582)
Depósitos de clientes bancários	399.332.735	405.180.295	-	-
Crédito a clientes bancários	(232.863.958)	(208.132.405)	-	-
Caixa gerada pelas operações	217.791.199	233.164.621	82.372.119	70.856.737
Pagamento/ recebimento do imposto sobre o rendimento	2.229.383	(8.969.035)	7.398.903	(2.381.639)
Outros recebimentos/ pagamentos	86.121.283	58.790.609	44.278.369	1.831.743
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	306.141.865	282.986.196	134.049.391	70.306.840
Fluxos de caixa das atividades de investimento				
Recebimentos provenientes de:				
Ativos fixos tangíveis	152.580	870.185	152.580	870.185
Propriedades de investimento	1.113.700	55.000	1.113.700	55.000
Ativos não correntes detidos para venda	-	-	-	-
Investimentos financeiros	-	2.401.250	-	2.401.250
11/ 13	-	-	-	-
14	54.365.867	241.633.577	-	-
Depósitos no Banco de Portugal	-	10.128.434	-	-
Outros ativos financeiros bancários	15	116.865.000	-	-
Juros e rendimentos similares	86.258	37.358	67.343	22.621
Dividendos	-	-	250.000	-
Empréstimos concedidos	50	-	1.350.000	4.008.000
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis	(18.752.159)	(25.397.586)	(16.380.784)	(16.699.452)
Ativos intangíveis	(17.514.480)	(12.431.219)	(10.021.028)	(5.344.548)
Investimentos financeiros	8	(114.407.523)	(135.125.523)	(3.928.381)
14	(63.920.455)	(307.332.086)	-	-
Depósitos no Banco de Portugal	(19.706.616)	-	-	-
Outros ativos financeiros bancários	15	(34.499.849)	-	-
Empréstimos concedidos	50	-	(6.100.000)	(22.230.000)
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	(96.217.678)	(99.523.465)	(164.693.711)	(40.845.325)
Fluxos de caixa das atividades de financiamento				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos	73.196.336	21.293.090	57.500.000	-
Depósitos de outras instituições de crédito	202.340.829	250.000	-	-
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos	(43.647.903)	(21.405.813)	(521.875)	(95.000)
Depósitos de outras instituições de crédito	(183.459.746)	(38.131.082)	-	-
Juros e gastos similares	(878.610)	(1.442.885)	(822.771)	(1.389.153)
30	(26.991.454)	(28.528.597)	(20.672.669)	(21.455.288)
Passivos de locação	-	-	-	-
Aquisição de ações próprias	-	-	-	-
Outros passivos financeiros bancários	15	(222.288.337)	(31.536.230)	-
Dividendos	27	(15.000.000)	(15.000.000)	-
Fluxos de caixa das atividades de financiamento (3)	(216.728.885)	(99.501.518)	20.482.685	(22.939.441)
Variação de caixa e seus equivalentes (1+2+3)	(6.804.698)	83.961.213	(10.161.636)	6.522.074
Alteração do perímetro de consolidação	6.823.653	-	-	-
Caixa e seus equivalentes no início do período	414.846.614	414.865.569	271.770.284	261.608.648
Caixa e seus equivalentes no fim do período	22	414.865.569	498.826.782	268.130.723
Caixa e seus equivalentes no fim do período				
Depósitos à ordem no Banco de Portugal	25.924.034	15.795.600	261.608.648	268.130.723
Cheques a cobrar do Banco CTT/ Compensação de cheques do Banco CTT	2.226.045	3.575.300	-	-
Imparidade de depósitos e aplicações bancárias	(19.925)	(17.510)	(16.842)	(16.813)
Caixa e seus equivalentes (Balanço)	442.995.724	518.180.171	261.591.807	268.113.910

NOTAS	Grupo		Empresa	
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2022
Fluxos de caixa das atividades operacionais				
Recebimentos de clientes	740 511 910	822 216 311	494 878 809	506 671 718
Pagamentos a fornecedores	(383 512 671)	(442 640 303)	(162 322 601)	(165 685 663)
Pagamentos ao pessoal	(325 606 922)	(333 526 412)	(268 424 363)	(264 486 791)
Depósitos de clientes bancários	433 108 515	123 738 597	—	—
Crédito a clientes bancários	(448 171 549)	(242 912 761)	—	—
Caixa gerada pelas operações	16 329 283	(73 124 568)	64 131 845	76 499 264
Pagamento/recebimento do imposto sobre o rendimento	(3 620 588)	(16 360 094)	99 398	(13 290 780)
Outros recebimentos/pagamentos	40 599 751	249 493 640	(45 828 328)	166 974 469
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	53 308 446	160 008 978	18 402 915	230 182 953
Fluxos de caixa das atividades de Investimento				
Recebimentos provenientes de:				
Ativos fixos tangíveis	2 172 110	233 440	2 172 110	6 873 440
Propriedades de investimento	—	181 100	—	181 100
Investimentos financeiros	—	292	—	25 502
Investimento em títulos ao justo valor através de outro rendimento integral	14	13 242 636	7 193 951	—
Investimento em títulos ao custo amortizado	14	429 477 883	452 081 491	—
Outros ativos financeiros bancários	16	26 895 000	8 625 000	—
Juros e rendimentos similares	—	38 198	147 988	11 633
Dividendos	—	—	—	56 478
Empréstimos concedidos	53	—	—	1 150 000
—	—	—	3 400 000	6 542 000
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis	(16 778 472)	(16 059 208)	(8 550 467)	(8 524 682)
Ativos intangíveis	(14 342 965)	(17 821 957)	(5 986 334)	(8 563 602)
Investimentos financeiros	8	(15 662 872)	(650 000)	(14 065 028)
—	—	(650 000)	(7 200 000)	—
Investimento em títulos ao justo valor através de outro rendimento integral	14	—	(1 146 911)	—
Investimento em títulos ao custo amortizado	14	(262 409 425)	(661 922 859)	—
Investimento em títulos ao justo valor através de resultados	15	(24 999 973)	—	—
Depósitos no Banco de Portugal	—	(4 142 200)	(3 248 100)	—
Aplicações no Banco Central	—	—	(450 200 000)	—
Outros ativos financeiros bancários	—	(1 750 000)	(4 800 000)	—
Empréstimos concedidos	53	—	—	(23 300 000)
—	—	—	—	(2 442 000)
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	131 739 920	(687 385 773)	(46 318 086)	(11 901 764)
Fluxos de caixa das atividades de financiamento				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos	31	100 261 411	104 856 928	—
Realizações de capital e de outros instrumentos de capital próprio	—	34 000	867 000	—
Depósitos de outras instituições de crédito	—	—	1 084 308	—
Títulos de dívida emitidos	16	251 500 000	201 500 000	—
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos	31	(110 777 850)	(120 618 233)	(8 447 942)
Depósitos de outras instituições de crédito	—	—	(1 084 308)	(15 364 146)
Juros e gastos similares	—	(283 653)	(433 312)	—
Confirming	31	(2 938 473)	—	(189 159)
Passivos de locação	31	(30 343 081)	(33 708 341)	(246 678)
Aquisição de ações próprias	—	(6 404 954)	(21 573 976)	(22 604 891)
Títulos de dívida emitidos	16	(20 130 815)	(32 015 401)	(6 404 954)
Dividendos	28	(12 750 000)	(17 656 441)	(21 573 976)
—	—	—	(12 750 000)	(17 656 441)
Fluxos de caixa das atividades de financiamento (3)	168 166 585	81 218 224	(50 396 946)	(77 991 639)
Variação de caixa e seus equivalentes (1+2+3)	353 214 950	(446 158 571)	(78 312 116)	140 289 550
Alteração do perímetro de consolidação	4 915 814	—	—	—
Caixa e seus equivalentes no início do período	498 826 782	856 957 546	—	189 818 607
Caixa e seus equivalentes no fim do período	23	856 957 546	410 798 975	330 108 157
Caixa e seus equivalentes no fim do período	856 957 546	410 798 975	189 818 607	330 108 157
Depósitos à ordem no Banco de Portugal	—	19 937 800	23 185 900	—
Cheques a cobrar do Banco CTT / Compensação de cheques do Banco CTT	—	1 002 263	22 492 340	—
Imparidade de depósitos e aplicações bancárias	—	(24 913)	(7 917)	(24 501)
—	—	(7 917)	—	(7 699)
Caixa e seus equivalentes (Balanço)	877 872 696	456 469 298	189 794 106	330 100 458

NOTAS	Grupo		Empresa	
	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2024
Fluxos de caixa das atividades operacionais				
Recebimentos de clientes	861 167 090	1 030 292 803	534 966 290	527 279 973
Pagamentos a fornecedores	(432 065 542)	(590 025 014)	(158 279 950)	(181 129 016)
Pagamentos ao pessoal	(361 411 760)	(389 429 522)	(275 825 335)	(283 936 584)
Depósitos de clientes bancários	833 574 737	940 922 284	—	—
Crédito a clientes bancários	203 606 686	(135 686 178)	—	—
Caixa gerada pelas operações	1 104 871 210	856 074 374	100 861 005	62 214 373
Pagamento/recebimento do imposto sobre o rendimento	(1 582 874)	(12 530 800)	747 740	(8 963 365)
Outros recebimentos/pagamentos	(96 516 278)	88 372 306	(197 744 279)	2 950 315
Fluxos de caixa das atividades operacionais (1)	1 006 772 058	931 915 880	(96 135 534)	56 201 323
Fluxos de caixa das atividades de investimento				
Recebimentos provenientes de:				
Ativos fixos tangíveis	13 440	256 538	461 152	212 538
Propriedades de investimento	—	—	1 102 538	—
Subsídios ao investimento	103 028	2 479	87 555	2 479
Investimentos financeiros 8	—	32 447 343	—	32 447 343
Investimento em títulos ao custo amortizado 14	210 961 600	1 291 500 000	—	—
Investimento em títulos ao justo valor através de resultados	27 468 531	—	—	—
Aplicações no Banco Central	—	615 350 000	—	—
Outros ativos financeiros bancários 16	34 720 000	23 310 000	—	—
Juros e rendimentos similares	2 362 479	1 284 043	2 143 231	628 699
Dividendos	—	—	62 620	7 844 394
Empréstimos concedidos	—	—	12 000 000	6 592 148
Pagamentos respeitantes a:				
Ativos fixos tangíveis	(14 832 739)	(20 745 310)	(9 290 065)	(8 565 865)
Ativos intangíveis	(16 008 104)	(17 234 372)	(7 859 712)	(6 832 143)
Investimentos financeiros 8	(2 249 180)	(2 030 706)	(29 212 146)	—
Investimento em títulos ao custo amortizado 14	(405 659 071)	(2 577 928 966)	—	—
Depósitos no Banco de Portugal	(5 439 600)	(11 821 800)	—	—
Aplicações no Banco Central	(809 457 000)	—	—	—
Outros ativos financeiros bancários	(36 750 000)	(68 200 000)	—	—
Empréstimos concedidos 52	—	—	(3 550 000)	(13 510 000)
Fluxos de caixa das atividades de investimento (2)	(1 014 766 616)	(733 810 750)	(34 054 827)	18 819 593
Fluxos de caixa das atividades de financiamento				
Recebimentos provenientes de:				
Financiamentos obtidos 30	94 757 177	49 576 223	94 686 630	49 486 223
Realizações de capital e de outros instrumentos de capital próprio	408 000	25 000 000	—	—
Depósitos de outras instituições de crédito	1 000 000	434 847 351	—	—
Pagamentos respeitantes a:				
Financiamentos obtidos 30	(16 964 205)	(134 175 881)	(16 641 983)	(125 987 105)
Depósitos de outras instituições de crédito	(1 000 000)	(434 847 351)	—	—
Juros e gastos similares	(2 557 800)	(3 072 344)	(2 731 931)	(2 885 115)
Passivos de locação 30	(37 045 659)	(40 271 961)	(25 266 623)	(33 382 085)
Aquisição de ações próprias 26	(10 153 539)	(20 717 148)	(10 153 539)	(20 717 148)
Titulos de dívida emitidos 34	(98 130 907)	(94 522 445)	—	—
Dividendos 27	(17 888 170)	(24 967 663)	(17 817 109)	(23 315 758)
Fluxos de caixa das atividades de financiamento (3)	(87 575 103)	(243 151 220)	22 075 445	(156 800 988)
Variação de caixa e seus equivalentes (1+2+3)	(95 569 661)	(45 046 090)	(108 114 915)	(81 780 072)
Caixa e seus equivalentes no início do período	410 798 975	315 229 314	330 108 157	221 993 241
Caixa e seus equivalentes no fim do período	315 229 314	270 183 224	221 993 241	140 213 168
Caixa e seus equivalentes no fim do período				
Depósitos à ordem no Banco de Portugal	28 625 500	40 447 300	—	—
Cheques a cobrar do Banco CTT / Compensação de cheques do Banco CTT	7 758 807	5 283 468	—	—
Imparidade de depósitos e aplicações bancárias	(3 988)	(1 846)	(3 768)	(485)
Caixa e seus equivalentes (Balanço)	351 609 634	315 912 146	221 989 472	140 212 683

Fonte: Relatório e Contas CTT (2020,2022,2024)