

*Exercício transversal de revisão
das imparidades dos créditos
concedidos a certos grupos
económicos*

Grupo Espírito Santo (não financeiro)

Banco Participante:

ESFG

14 de março de 2014



Carta de acompanhamento

Ao Conselho de Administração do
Banco-Espírito Santo
Avenida da Liberdade, 195
1250-142 Lisboa

c/c
Departamento de Supervisão Prudencial
Banco de Portugal
Av. Almirante Reis, 71
1150-012 Lisboa

14 de março de 2014

Exmos. Senhores,

Exercício transversal de revisão das imparidades dos créditos concedidos a certos grupos económicos – Grupo Espírito Santo (não financeiro)

A PricewaterhouseCoopers & Associados – SROC, Lda. (“PwC”) preparou este relatório (“Relatório”) relativo ao Grupo Espírito Santo (não financeiro) (“GES” ou “Grupo”) no contexto do Exercício transversal de revisão das imparidades dos créditos concedidos a certos grupos económicos (“Exercício” ou “ETRICC GE”), pelos oito principais grupos bancários a operar em Portugal (“Bancos Participantes”); conforme requerido pelo Banco de Portugal no âmbito das suas funções de supervisão.

*PricewaterhouseCoopers & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda.
Sede: Palácio Sottomayor, Rua Sousa Martins, 1 - 3º, 1069-316 Lisboa, Portugal
Tel +351 213 599 000, Fax +351 213 599 999, www.pwc.pt
Matriculada na CRC sob o NUPC 506 628 752, Capital Social Euros 314.000
Inscrita na lista das Sociedades de Revisores Oficiais de Contas sob o nº 183 e na CMVM sob o nº 9077*

PricewaterhouseCoopers & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda. pertence à rede de entidades que são membros da PricewaterhouseCoopers International Limited, cada uma das quais é uma entidade legal autónoma e independente.

Índice

<i>Carta de acompanhamento</i>	<i>2</i>
<i>1 Sumário executivo</i>	<i>7</i>
<i>1.1 Introdução e âmbito do trabalho</i>	<i>7</i>
<i>1.2 Limitações à análise efetuada</i>	<i>10</i>
<i>1.3 Principais conclusões</i>	<i>11</i>
<i>2 Análise metodológica</i>	<i>30</i>
<i>3 Avaliação das imparidades</i>	<i>32</i>
<i>4 Análise ao Grupo económico – Grupo Espírito Santo (não financeiro)</i>	<i>36</i>
<i>4.1 Enquadramento</i>	<i>36</i>
<i>4.2 Plano de Negócios da ESI</i>	<i>37</i>
<i>4.3 Análise ao Plano de Negócios da Rioforte</i>	<i>43</i>
<i>4.4 Análise ao Plano de Negócios da Opway</i>	<i>108</i>
<i>4.5 Plano de Negócios consolidado</i>	<i>118</i>
<i>4.6 Conclusão</i>	<i>120</i>
<i>5 Plano de acompanhamento aos Grupos económicos</i>	<i>141</i>
<i>6 Plano de acompanhamento pelo ESFG</i>	<i>143</i>
<i>Anexo A – Informação complementar</i>	<i>144</i>
<i>Anexo B – Carta de prestação de serviços</i>	<i>152</i>

O relatório resultante do nosso trabalho sobre os restantes Grupos económicos abrangidos pelo Exercício foi emitido em 23 de janeiro de 2014 e deve ser lido em conjunto com este Relatório de modo a obter-se uma visão global sobre as nossas conclusões.

~~De acordo com o referido na carta de prestação de serviços, que se inclui no Anexo B, era objetivo do Banco de Portugal desenvolver procedimentos de auditoria focalizados na avaliação da adequação do nível de imparidades alocado às exposições de crédito concedidas pelo Grupo Espírito Santo Financial Group, SA ("Banco ou ESFG") e pelos restantes Bancos Participantes a um conjunto selecionado de grupos económicos ("Grupos económicos"), com referência a 30 de setembro de 2013.~~

Âmbito e natureza do nosso trabalho

O nosso trabalho, conforme requerido pelo Banco de Portugal, abrangeu os seguintes principais aspetos:

- i. Análise crítica da metodologia de apuramento das imparidades relativas às exposições de crédito dos Grupos económicos em análise; e
- ii. Análise da adequação de tais imparidades por referência à data de 30 de setembro de 2013.

Para o efeito, realizámos os seguintes procedimentos:

- i. Analisámos, no pressuposto da continuidade das operações, os modelos económico-financeiros elaborados ou obtidos pelos Bancos Participantes, relativos aos Grupos económicos e/ou entidades desses Grupos económicos, conforme aplicável, no sentido de aferir sobre se são adequados para a estimação dos *cash flows* a libertar para assegurar o pagamento dos compromissos assumidos em matéria de financiamento (bancário/emissão de dívida/outros);
- ii. Apreciámos a robustez e adequação da informação de suporte aos referidos modelos, bem como a razoabilidade dos principais pressupostos utilizados;
- iii. Desenvolvemos, na extensão possível, análises de sensibilidade aos resultados, usando para o efeito, sempre que necessário, pressupostos alternativos aos utilizados pelos Bancos Participantes, considerados adequados nas circunstâncias; e
- iv. Tendo em conta a informação obtida e os resultados das análises mencionadas acima, bem como, quando tal se justificou, os colaterais existentes, apreciamos criticamente os montantes de imparidade determinada pelo Banco Espírito Santo, relativas às exposições dos Grupos económicos em análise, com referência a 30 de setembro de 2013, usando como referencial para o efeito a metodologia aplicada no anterior exercício designado por ETRICC, recentemente concluído.

As nossas conclusões e as situações identificadas são específicas e relevantes apenas nas circunstâncias descritas e não deverão ser extrapoladas para outros Grupos económicos.

~~Adicionalmente, salientamos que as nossas conclusões foram baseadas na totalidade da informação disponibilizada pelos 8 Bancos Participantes, pelo que a avaliação da imparidade relativa às exposições de cada Grupo económico poderá tomar em consideração informação que não se encontra disponível para cada um dos Bancos Participantes.~~

O nosso trabalho de campo relativo ao GES iniciou-se no dia 14 de outubro de 2013 e concluiu-se no dia 10 de fevereiro de 2014, pelo que este Relatório não incorpora quaisquer factos ocorridos após essa data.

Grupos económicos incluídos no âmbito do nosso trabalho

Os Grupos económicos incluídos no âmbito do presente exercício apresentam-se como segue:

<i>Grupo económico</i>	<i>Grupo económico</i>
Artlant	Ongoing
Controlinveste	Prisa
Efacec	Promovalor →
Espírito Santo (não financeiro)	Sacyr Vallehermoso
Impresa	SGC
Lena	Soares da Costa

Limitações do nosso trabalho

Na análise das conclusões do nosso trabalho devem ser tidas em consideração as seguintes limitações/restrições:

- **Restrições de informação:** o nosso trabalho, conforme referido no capítulo 1.1 deste Relatório (“Introdução e âmbito do trabalho”), incluiu a apreciação de informação e esclarecimentos fornecidos pelos Bancos Participantes com exposição de crédito concedido ao conjunto dos Grupos económicos em análise;
- **Qualidade da informação e sua correção:** para efeitos da nossa análise foi-nos prestado um conjunto de informação escrita, oral e em formato eletrónico relacionada com os Grupos económicos. Tomámos em consideração esta informação para efeitos da formulação das nossas conclusões e preparação deste Relatório, não tendo sido efetuada uma verificação independente da sua veracidade e completude. Assim, não aceitamos qualquer responsabilidade pela informação prestada por terceiros e assumimos que a mesma é fiável para efeitos da formação das nossas conclusões;

- **Informação financeira prospetiva:** a informação financeira e os *cash flows* prospetivos apresentados pelos Bancos Participantes, como suporte aos modelos económicos relativos aos Grupos económicos e/ou entidades desses Grupos económicos, baseiam-se em julgamentos e pressupostos que são de total responsabilidade dos Bancos Participantes e/ou dos órgãos de gestão dos Grupos económicos.

Adicionalmente, chamamos a atenção para uma explicação mais detalhada do âmbito do trabalho e das limitações ao mesmo relativamente ao Grupo económico analisado neste Relatório, a qual é apresentada no capítulo 1 (“Sumário executivo”) deste Relatório.

Responsabilidades

É da responsabilidade da Comissão Executiva do Conselho de Administração (“CE”) e dos Conselhos de Administração de cada Banco Participante incluído no perímetro desta análise, garantir a fiabilidade e rigor de toda a informação fornecida no âmbito deste Exercício.

É ainda da responsabilidade da CE e do Conselho de Administração do Banco Espírito Santo, a manutenção de critérios de avaliação e sistemas de controlo interno apropriados que permitam gerir a exposição associada aos Grupos económicos e a avaliação e quantificação do risco de crédito associado.

Objetivo e uso deste Relatório

Este Relatório foi preparado no âmbito dos termos específicos definidos pelo Banco de Portugal apenas para efeitos do Exercício e não deve ser utilizado ou tido em consideração para nenhum outro fim.

O nosso trabalho foi desenvolvido exclusivamente para ir ao encontro dos objetivos definidos pelo Banco de Portugal.

Divulgação do Relatório

Este Relatório é emitido somente para apresentação ao Banco de Portugal no âmbito do Exercício, pelo que não pode ser utilizado para qualquer outra finalidade nem distribuído a terceiros sem a nossa prévia autorização por escrito.

Desta forma, não aceitamos qualquer responsabilidade para com terceiros, que não o Banco de Portugal e o Banco Espírito Santo ou qualquer entidade que tenha aceite por escrito as limitações associadas a este Relatório, que decidam utilizar algum dos conteúdos do nosso Relatório para outros fins.

Outros assuntos

Os procedimentos executados no âmbito deste Exercício não constituem uma auditoria ou uma revisão limitada efetuada de acordo com as Normas Internacionais de Auditoria ou as Normas Internacionais sobre Trabalhos de Exames Simplificados, respetivamente, pelo que não será expressa qualquer segurança.

Caso tivéssemos executado procedimentos adicionais ou realizado uma auditoria ou um exame simplificado de acordo com as Normas Internacionais de Auditoria ou Normas Internacionais sobre Exames Simplificados, outras matérias poderiam ter chegado ao nosso conhecimento que teriam sido relatadas a V. Exas.

~~Quaisquer opiniões emitidas fora do contexto deste Relatório foram ou são emitidas apenas no contexto específico dos termos e condições que regulam o trabalho que lhes deu origem. Em particular, os termos deste Relatório e qualquer utilização que se lhe dê, estão estritamente limitados ao âmbito e objetivo deste trabalho e não atribuem ou alteram quaisquer outros direitos que qualquer entidade possa ter obtido contratualmente. Exceto quando devidamente referido neste Relatório, não aceitamos quaisquer responsabilidades para com terceiros para além das assumidas perante aqueles a quem o nosso Relatório foi endereçado na data da respetiva emissão.~~

Este Relatório só deve ser utilizado em relação aos assuntos nele referidos e com referência à data da sua emissão. Na aceitação deste Relatório, V. Exas. reconhecem que não temos qualquer responsabilidade nem iremos efetuar qualquer trabalho após a data deste Relatório, nem considerar, monitorizar, comunicar ou reportar quaisquer eventos ou circunstâncias subsequentes que possam vir a ocorrer ou chegar ao nosso conhecimento após tal data.

Este Relatório está exclusivamente relacionado com o âmbito descrito na carta de prestação de serviços oportunamente formalizada com o Banco, não sendo aplicável às demonstrações financeiras individuais ou consolidadas.

De V. Exas.
Atentamente

PricewaterhouseCoopers & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda
representada por:



José Manuel Henriques Bernardo

1 Sumário executivo

1.1 Introdução e âmbito do trabalho

Devido à existência nas carteiras dos Bancos Participantes de exposições significativas a certos grupos económicos que apresentam risco de crédito, cuja recuperabilidade está fortemente dependente da sua capacidade futura de geração de *cash flows*, e na sequência das conclusões do exercício designado por ETRICC, foi requerido pelo Banco de Portugal a realização de um exercício transversal de apreciação da adequação do nível de imparidades alocado às referidas exposições pelos oito maiores grupos bancários a operar no sistema financeiro em Portugal, com referência a 30 de setembro de 2013. Neste âmbito, o nosso trabalho centrou-se na:

- (i) Análise, no pressuposto da continuidade das operações, dos modelos económico-financeiros elaborados ou obtidos pelos Bancos Participantes, relativos aos Grupos económicos selecionados e/ou entidades desses Grupos económicos, conforme aplicável, no sentido de aferir sobre se são adequados para a estimação dos *cash flows* a libertar para assegurar o pagamento dos compromissos assumidos em matéria de financiamento (bancário/emissão de dívida/outros);
- (ii) Apreciação da robustez e adequação da informação de suporte aos referidos modelos, bem como a razoabilidade dos principais pressupostos utilizados. No caso da informação de base não ser considerada adequada, apreciamos com o Banco de Portugal os procedimentos alternativos considerados apropriados nas circunstâncias;
- (iii) Análise de sensibilidade aos resultados, usando para o efeito, sempre que necessário, pressupostos alternativos aos utilizados pelos Bancos Participantes, que fossem considerados adequados nas circunstâncias; e
- (iv) Tendo em conta a informação obtida e os resultados das análises mencionadas acima, bem como, quando tal se justifica, os colaterais existentes, apreciamos criticamente os montantes de imparidade determinados pelos Bancos Participantes, relativos às exposições dos Grupos económicos em análise, com referência a 30 de setembro de 2013, usando como referencial para o efeito a metodologia aplicada no ETRICC, recentemente concluído.

Os Grupos económicos abrangidos pelo presente Exercício são os seguintes:

Grupo económico
Artlant
Controlinveste
Efacec
Espírito Santo (não financeiro)
Impresa
Lena

Grupo económico
Ongoing
Prisa
Promovalor
Sacyr Vallehermoso
SGC
Soares da Costa

Este relatório corresponde exclusivamente à análise efetuada ao GES, tendo os resultados da análise efetuada aos restantes Grupos económicos sido apresentados no relatório que emitimos no passado dia 23 de janeiro de 2014.

Conforme referido no parágrafo 12 da carta de prestação de serviços emitida no âmbito deste Exercício, foi da responsabilidade de cada Banco Participante assegurar a correta e completa agregação das entidades pertencentes a cada Grupo económico para efeitos do nosso trabalho.

Datas de referência

O exercício teve como data de referência 30 de setembro de 2013.

Sumário da exposição total e imparidade do Grupo Espírito Santo (não financeiro)

Resume-se no quadro abaixo o valor total das exposições e imparidades no Grupo Espírito Santo (não financeiro), bem como a percentagem de cobertura da amostra selecionada para análise neste Exercício:

<i>(em milhares de euros)</i>								
<i>Bancos</i>	<i>Exposição ao Grupo económico</i>	<i>Imparidade registada</i>	<i>Imparidade em % da exposição total</i>	<i>Exposição ao GE da amostra</i>	<i>Imparidade registada para a amostra</i>	<i>Imparidade em % da amostra total</i>	<i>% de cobertura exposição</i>	<i>% de cobertura imparidade</i>
ESFG	1.226.337	1.991	0%	1.146.354	1.702	0%	93%	85%

Abrangência deste Relatório

O presente relatório apresenta as nossas conclusões sobre o GES. Conforme acima referido, os resultados da análise efetuada aos restantes Grupos económicos foi apresentada em relatório autónomo, emitido no passado dia 23 de janeiro de 2014.

Finalidades do Relatório

Este relatório visa documentar as nossas conclusões sobre o trabalho efetuado. As nossas conclusões devem ser analisadas no contexto dos procedimentos limitados que desenvolvemos e tendo em consideração o documento como um todo, não podendo ser extrapoladas para quaisquer outros grupos económicos, empresas ou bancos.

Fontes de informação

O nosso trabalho sobre o GES foi efetuado, essencialmente, com base na informação fornecida pelo Espírito Santo Financial Group. As nossas fontes principais de informação variaram de Banco para Banco e incluíram as seguintes:

- Plano de Negócios por ativo/atividade relevante do Grupo económico em que a recuperação do financiamento será efetuada via o *cash flow* dos projetos/negócios associados aos financiamentos;
- Modelos financeiros de suporte aos planos de negócio, com a identificação clara dos pressupostos utilizados;
- Memorando descritivo da forma como o grupo bancário prevê efetuar a recuperação das exposições relativas a cada um dos Grupos económicos em análise;
- Modelo de apuramento da imparidade das exposições do Grupo económico com identificação clara dos pressupostos relevantes;

- Dossiers de análise do risco de crédito do Grupo económico incluindo a seguinte informação:
 - Contratos de financiamento e responsabilidades por garantias prestadas;
 - Demonstrações financeiras atualizadas das *holdings* e outras entidades mais relevantes do Grupo económico;
 - Relatórios de *rating*/risco;
 - Relatório de imparidade;
 - Certidões do registo predial relativas aos colaterais imobiliários;
 - Avaliações de colaterais (imóveis, ações, equipamentos, etc.);
 - Contratos subjacentes às emissões de papel comercial;
 - Contratos de derivados; e
 - Fichas técnicas dos títulos detidos em carteira própria.

- Outra informação relevante de acordo com a natureza de cada exposição em análise.

1.2 Limitações à análise efetuada

Resumimos como segue as principais limitações ao trabalho por nós realizado no GES no contexto deste Exercício:

- Não tivemos acesso à gestão de todas as entidades consideradas relevantes do Grupo económico nem a todos os pressupostos e modelos de negócios que suportam os Planos de Negócios facultados e que podem ter impactos significativos na capacidade de o Grupo económico gerar *cash flows* e consequentemente na apreciação dos níveis de imparidade;
- Os Planos de Negócios contemplam pressupostos que nem sempre se encontram devidamente suportados ou para os quais não foram disponibilizados os respetivos suportes;
- Tendo em consideração a complexidade e dimensão do Grupo Económico, procedemos à análise dos Planos de Negócios que nos foram disponibilizados, não tendo sido efetuados procedimentos no sentido de identificar outras entidades com (i) dívida para além da reportada e (ii) relevantes atividades operacionais;
- Para as entidades do Grupo económico para as quais não nos foram disponibilizados cenários de sensibilidade, solicitamos a realização de testes de sensibilidade em algumas variáveis críticas; contudo, os resultados obtidos poderão estar limitados por eventuais efeitos ou interações que possam não ter sido considerados/detetados dado não conhecermos em detalhe as funcionalidades dos modelos;
- As carteiras de obras reportadas pelas diversas entidades do Grupo económico foram consideradas válidas, não tendo sido efetuados procedimentos destinados a confirmar a veracidade e completude da informação obtida; e
- Os Planos de Negócios disponibilizados não refletem o serviço da dívida contratualizada, assumindo o pressuposto de que a dívida será refinanciada e os bancos, bem como outros detentores da dívida, continuarão a apoiar o Grupo económico.

1.3 Principais conclusões

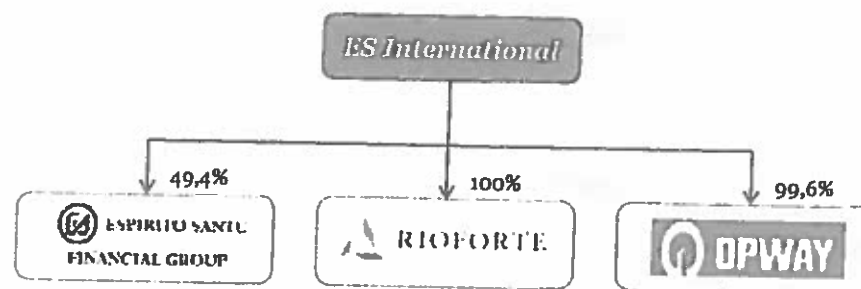
1.3.1 Introdução

Nesta secção resumimos a nossa análise aos Planos de Negócios apresentados pelo Espírito Santo Financial Group relativamente ao GES, no sentido de aferir sobre se são adequados para estimação dos *cash flows* a libertar para assegurar o pagamento dos compromissos assumidos em matéria de financiamento. Efetuamos igualmente nesta secção o resumo dos resultados das análises de sensibilidade efetuadas aos referidos Planos de Negócios, usando para o efeito pressupostos alternativos considerados adequados nas circunstâncias e das conclusões decorrentes da nossa apreciação crítica da imparidade registada pelos Bancos Participantes, relativamente às exposições do GES.

1.3.2 Resumo dos Planos de Negócios

Foram-nos apresentados Planos de Negócios para o período temporal de setembro de 2013 a 2023 repartidos pelas seguintes *holdings*:

1. Espírito Santo International ("ESI") – *holding* de gestão do GES;
2. Rioforte – *holding* vocacionada para administrar os ativos não financeiros do GES;
3. Opway – Entidade que agrega um conjunto de empresas que atuam fundamentalmente nas áreas da construção, imobiliário, indústria e concessões; e
4. Espírito Santo Financial Group ("ESFG") – *holding* do GES para os serviços financeiros.



A 30 de setembro de 2013 o ESFG era detido em 36,15% pela ESI e em 10,03% pela ES Irmãos, acionistas que, em conjunto, detinham uma participação de 46,18% no ESFG. No 4º trimestre de 2013 foi adquirida uma participação de 3,23%, elevando a percentagem de capital direta e indiretamente detido pela ESI no ESFG para 49,41% em 31 de dezembro de 2013.

O Plano de Negócios da ESI, apresentado no início do nosso trabalho, foi diversas vezes atualizado, tendo inclusivamente sido apresentadas versões nos dias 6, 10 e 17 de dezembro de 2013. Um plano suplementar de ações adicionais foi-nos apresentado em 17 de janeiro de 2014 e a versão final do Plano de Negócios foi-nos apresentada em 29 de janeiro de 2014. A nossa análise e conclusões incidem sobre esta última versão do Plano de Negócios.

Plano de Negócios ESI

De forma a simplificar a análise ao GES, o Plano de Negócios da ESI apresenta todos os ativos e passivos das restantes entidades do GES, expeto os que já se encontram incluídos no perímetro da Rioforte, Opway e ESFG. De seguida resumimos a análise efetuada ao Plano de Negócios da ESI em dois horizontes temporais (i) de setembro de 2013 a dezembro de 2013 e (ii) de 2014 a 2023.

Plano de Negócios ESI: Setembro de 2013 a dezembro de 2013

A 30 de setembro de 2013, a dívida líquida da ESI ascendia 6.241 milhões de euros. Entre setembro e dezembro de 2013 o Plano de Negócios estimava uma diminuição dessa dívida no montante de 527 milhões de euros. Esta diminuição encontra-se essencialmente justificada pelos *cash flows* detalhados na tabela abaixo:

Entidade	Montante (milhões de euros)	(*) Risco	Comentários PwC
SODIM	30	●	Transferência de 30 milhões de euros, referentes à alienação da SODIM, a qual foi concretizada.
Fundo Eurofin	320	●	Foram obtidos 317 milhões de euros, do saldo previsto obter com a alienação de fundos.
ESCOM	57	●	A alienação da ESCOM ainda não se concretizou, mas é expectável que a mesma se venha a concretizar a curto prazo. De acordo com o contrato (não assinado) que nos foi disponibilizado, a operação irá ser concretizada por 128 milhões de USD, sendo que destes 50 milhões de USD estão previstos em cláusulas de <i>profit sharing</i> e <i>claw-back</i> e, por prudência, não estão a ser consideradas no Plano de Negócios.
Aumentos de Capital	120	●	Foram concretizados aumentos de capital no montante de 76 milhões de euros, dos quais 71 milhões de euros foram realizados em 9 de janeiro de 2014 e 5 milhões de euros em 21 de janeiro de 2014.
Total	527		

(*) Ver A.3 – Definição dos graus de risco

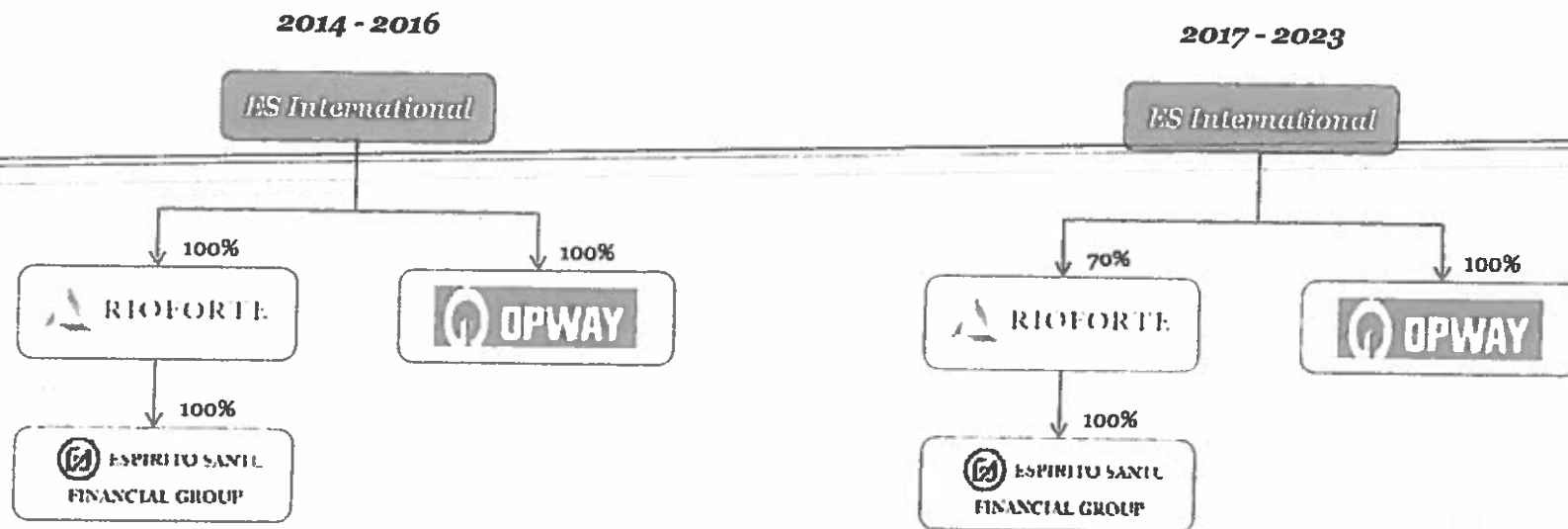
Plano de Negócios ESI: 2014 a 2023

Alteração da estrutura do grupo

O Plano de Negócios prevê uma alteração significativa na estrutura do GES em 2014, sendo de salientar:

1. A aquisição em 22 de janeiro de 2014 pela ES Irmãos de ações equivalentes a 39,23% do capital do ESFG, que à referida data já detinha uma participação no ESFG de 10,03%. A ES Irmãos continua a ser 100% detida, diretamente pela Rioforte e indiretamente pela ESI. Com esta operação a ESI continua a deter, indiretamente, 49,26% do ESFG e a Rioforte passa a deter, também indiretamente, 49,26% do ESFG. Esta operação foi comunicada pelo ESFG à CMVM no passado dia 23 de janeiro de 2014. Salienta-se que em 2014, previamente a esta operação, a ESI alienou a outros acionistas 317.000 ações do ESFG correspondentes a 0,15 do capital;
2. OPA/OPT ao ESFG correspondente à totalidade do capital não detido (50,74%) por 600 milhões de euros. O Plano de Negócios estima que esta operação se concretize tendo em consideração um valor por ação de cerca de 6 euros; ou seja tem implícito um prémio de 20% face ao valor de cotação atual; e
3. A Rioforte emite VMOCs no valor de 1.100 milhões de euros, dos quais 500 milhões de euros são convertíveis em capital ao final de 3 anos. O rácio de conversão previsto no Plano de Negócios é de 30%.

Decorrente da projetada alteração na estrutura acima descrita, o organograma das principais *holdings* passa a ser apresentado no horizonte temporal 2014-2023, tendo em consideração as restantes operações previstas no Plano de Negócios, como se segue:

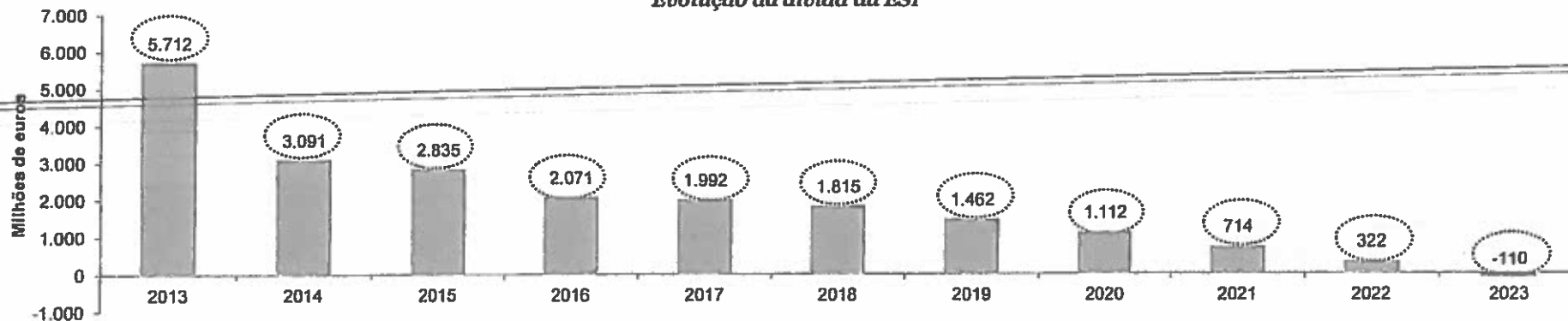


As operações acima mencionadas têm um impacto significativo no Plano de Negócios analisado, sendo de salientar que o montante considerado no Plano de Negócios para aquisição pela Rioforte, através da sua participada ES Irmãos, dos 50,74% não detidos do ESFG ascende a 600 milhões de euros. O montante de dividendos estimados distribuir pelo ESFG à Rioforte no período de 2014 a 2023 referentes aos 50,74% adquiridos do ESFG, descontados para 2014 à taxa *all in* do Plano de Negócios, ascende a 1.553 milhões de euros, gerando um benefício de 953 milhões de euros.

Evolução da dívida

Entre dezembro de 2013 e dezembro de 2023 o Plano de Negócios reflete uma estimativa de diminuição da dívida líquida no montante de 5.822 milhões de euros. A dívida líquida estimada para 2023 ascende a -110 milhões de euros.

Evolução da dívida da ESI



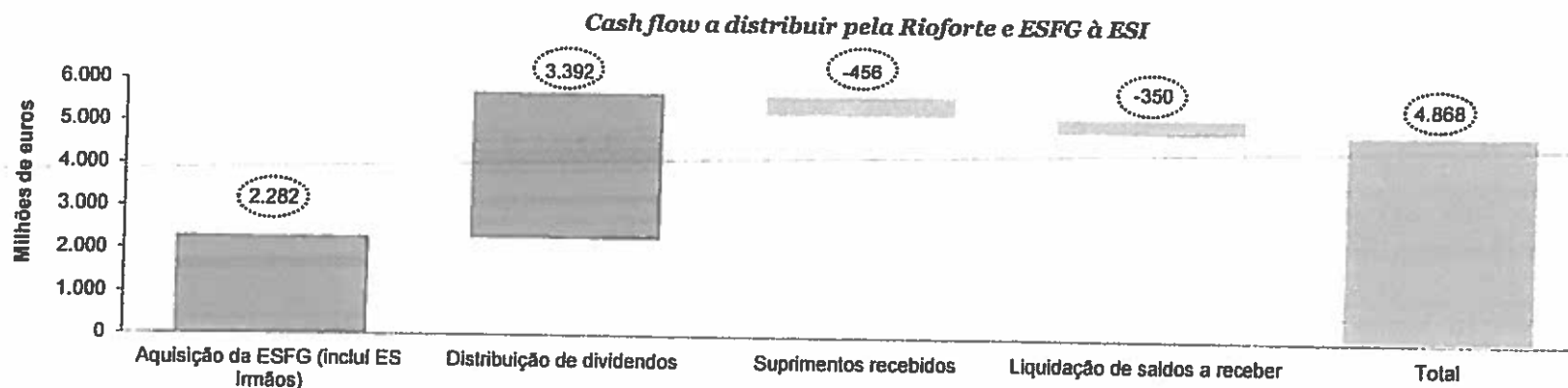
Esta diminuição é justificada pelos fluxos estimados no Plano de Negócios nos próximos 10 anos e que se podem resumir da seguinte forma:

Entidade	Cash flow distribuído à ESI (milhões de euros)	(-) Risco	Comentários PwC
Rioforte e ESFG	4.868	●	Os Planos de Negócios destas entidades são analisados na secção "Plano de Negócios Rioforte". O cash flow encontra-se apresentado no gráfico abaixo, "Cash flow a distribuir pela Rioforte e ESFG à ESI"
ES Plaza	150	●	Alienação da ES Plaza estimada para 2014. Valor de alienação estimado está de acordo com uma avaliação independente de dezembro de 2013.
ZON	80	●	O GES detém uma participação de 3% na ZON. O Plano de Negócios prevê a alienação da participação na ZON em 2014 por 80 milhões de euros. O valor de venda foi estabelecido com base no valor de mercado das ações a 18 de novembro de 2013 (5,105 euros). Em 31 de dezembro de 2013 a cotação de fecho das ações da ZON era de 5,400 euros. Esta operação foi concretizada no passado dia 23 de janeiro de 2014 através de um processo de <i>accelerated book building</i> , tendo rendido 75,7 milhões de euros.
IPO ES Saúde	85	●	Está prevista a alienação de 48% da ES Saúde no início de 2014 através de um Oferta Pública de Distribuição por 166 milhões de euros. O valor de alienação está em linha com a avaliação do BESI de junho de 2013 de 336 milhões de euros. A ESI detém 24,6% da ES Saúde pelo que o valor de alienação previsto é de 85 milhões de euros. Este montante está em linha com a média dos preços estabelecidos para a operação que se encontra a decorrer, a qual estabelece um valor por ação entre 3,20 euros e 3,90 euros, o que avalia a ES Saúde entre 305 milhões de euros e 372 milhões de euros, respetivamente.
Fundos Eurofin	322	●	No Plano de Negócios está estimada uma receita com a alienação de fundos de 642 milhões de euros, sendo que 320 milhões de euros já foram recebidos em 2013 e 322 milhões de euros encontram-se previstos receber em 2014. Para este último montante confirmamos

Entidade	Cash flow distribuído à ESI (milhões de euros)	(-) Risco	Comentários PwC
Opway	258	●	a existência de uma carta do GES a solicitar o reembolso dos fundos e uma resposta do respetivo gestor a confirmar que o reembolso deverá ocorrer no primeiro quadrimestre de 2014 por um valor que deverá atingir o montante previsto no Plano de Negócios.
Aumentos de capital	800	●	O Plano de Negócios da Opway é analisado na secção "Plano de Negócios Opway". Estimados aumentos de capital de 800 milhões de euros a realizar em 2014 e 2015, nos montantes de 500 milhões de euros e 300 milhões de euros, respetivamente.
Fluxos operacionais ESI	-741	●	Roi-nos disponibilizado uma carta da ES Control (acionista da ESI) a confirmar a intenção dos acionistas realizarem este aumento de capital. Adicionalmente, tomámos conhecimento de uma comunicação do fundo soberano da Venezuela, manifestando a sua intenção em avaliar a entrada no capital da ESI, com um montante de 500 milhões de euros. Contudo, tendo em consideração (i) o elevado volume de capital previsto captar em 2014 e 2015, (ii) a emissão de VMOCs por parte da Rioforte em 2014 e (iii) que em 2013 e janeiro de 2014 apenas se concretizaram 76 milhões de euros de aumentos de capital, quando inicialmente se estimavam aumentos de capital no montante de 200 milhões de euros, consideramos existir risco elevado deste pressuposto se concretizar pela sua totalidade.
Total	5.822		Fluxos provenientes, na sua maioria, de custos de dívida. Consideramos que os <i>spreads</i> estimados no Plano de Negócios têm um risco de execução relevante, uma vez que (i) se estima uma redução, entre 2013 e 2019, de 3 pontos percentuais (de 4,5% para 1,5%) e (ii) a partir de 2019 até 2023, se estima uma manutenção do <i>spread</i> em 1,5%.

(*) Ver A.3 – Definição dos graus de risco

Os *cash flows* estimados gerar pela Rioforte e ESFG são posteriormente distribuídos aos acionistas, fundamentalmente à ESI. Esta distribuição de dividendos aliados à compra por parte da Rioforte da ESFG (que inclui a compra da ES Irmãos) compõem a maioria dos fluxos entre a Rioforte e a ESI, conforme podemos constatar pelo gráfico abaixo apresentados e que totaliza 4.868 milhões de euros.

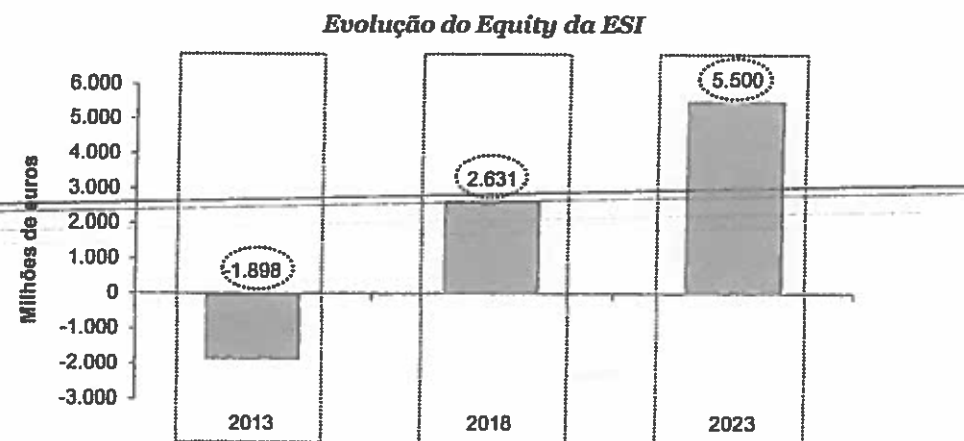


Evolução do Equity da ESI

Conforme podemos verificar nos gráficos apresentados, o equity da ESI tem uma evolução positiva ao longo do período do Plano de Negócios, fundamentalmente justificada com a "apropriação" de valor no ESFG.

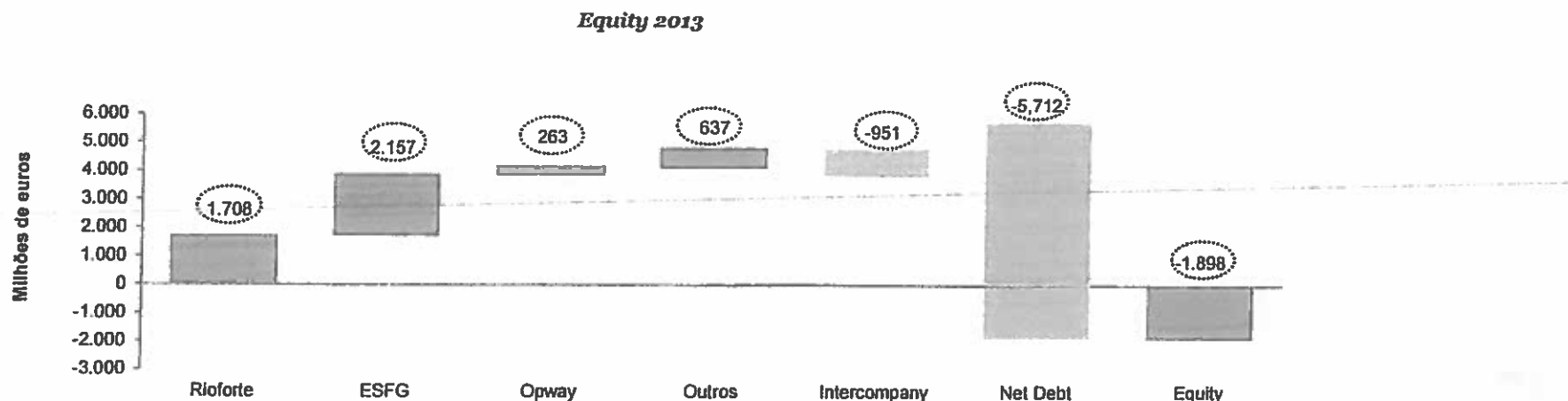
O impacto do valor gerado por esta entidade no equity da ESI pode ser decomposto entre:

- (i) **Impacto de dividendos recebidos** - durante o período de 2014 a 2023, assume-se que o ESFG distribui 3.977 milhões de euros de dividendos. Saliente-se contudo que apesar desta distribuição de dividendos, em 2013 as ações desta entidade estão valorizadas a 21 euros cada, enquanto em 2023 estão valorizadas a 24 euros por ação; e
- (ii) **Impacto da OPA** - a OPA ao ESFG, a concretizar-se por um valor estimado de 6 euros por ação, quando em 2023 esta entidade é valorizada a 24 euros por ação, tem um impacto significativo na determinação do equity da ESI. Saliente-se que durante este período se estima proceder à alienação da Tranquilidade por 700 milhões de euros.

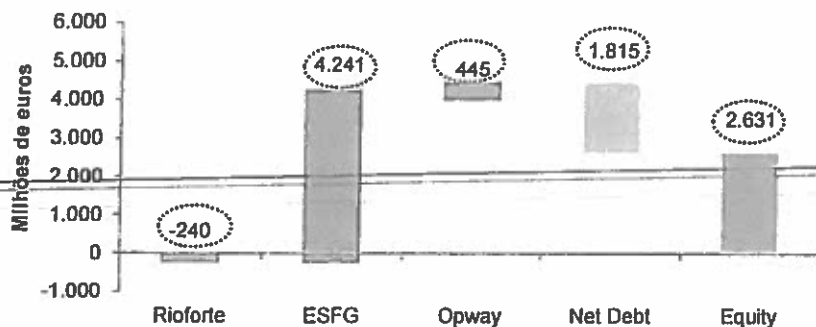


As subsidiárias (não financeiras) da Rioforte têm também um impacto relevante, ainda que menos significativo do que o ESFG. Distribuem à holding Rioforte 1.546 milhões de euros em dividendos entre 2014 e 2023, o que permite reduzir significativamente a dívida da ESI (via distribuição de dividendos da Rioforte à ESI). De notar que em 2014 o equity da Rioforte é negativo, fundamentalmente devido à compra do ESFG à ESI em 2014 (operação dentro do grupo e sem impacto ao nível consolidado).

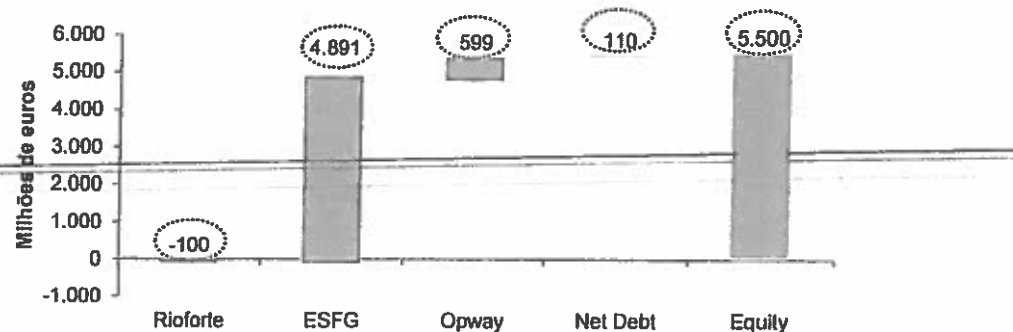
De seguida apresentam-se gráficos ilustrando a decomposição do equity da ESI em 2013, 2018 e 2023.



Equity 2018



Equity 2023

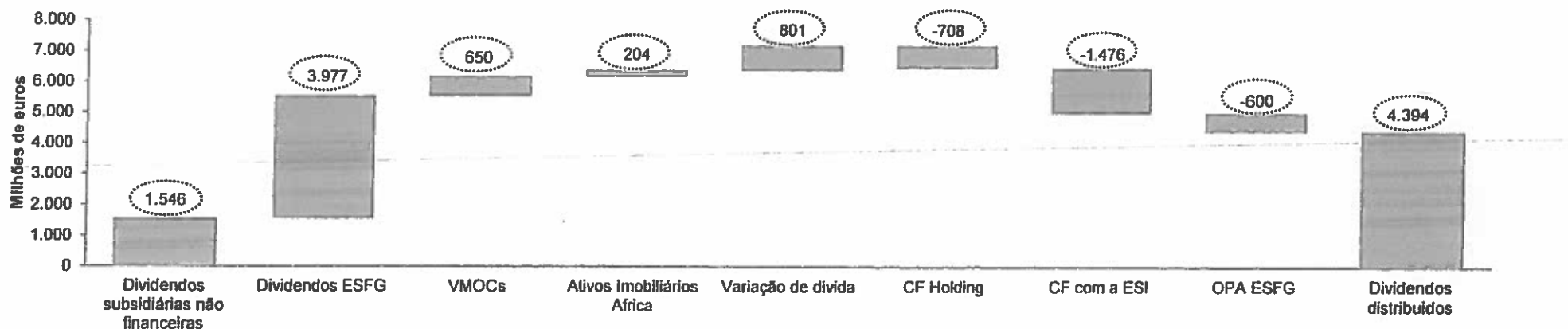


Plano de Negócios Rioforte

A Rioforte representa cerca de 74% dos *cash flows* recebidos pela ESI pelo que é a entidade mais relevante no contexto de redução de dívida estimada no Plano de Negócios da ESI, entre 2013 e 2023.

No gráfico abaixo podemos constatar que o *cash flow* estimado a libertar pela Rioforte para a ESI, no montante total de 4.394 milhões de euros, advém fundamentalmente do ESFG e das subsidiárias não financeiras da Rioforte.

Cash flow Rioforte 2014-2023



Rioforte – Setor não financeiro

Na tabela abaixo apresentamos por setor de atividade os *cash flows* que se estimam distribuir à Rioforte no período 2014-2023, bem como o nosso *assessment* de risco relativamente aos seus Planos de Negócios.

Setor de atividade	Cash flow distribuído à RFI (milhões de euros)	(*) Risco	Comentários PwC
Imobiliário	480	●	<ul style="list-style-type: none"> Atividade desenvolvida fundamentalmente em Portugal pela ESPART e no Brasil pela Espírito Santo Property Brasil ("ESPB"); Alienação de 2 fundos imobiliários em Portugal por 131 milhões de euros: valor estimado pelo Valor Global Líquido dos Fundos (VGLF) + suprimentos. A ESPART tem tido dificuldades em comercializar os imóveis detidos pelos fundos pelo que consideramos que o valor de alienação estimada pelo valor de mercado no período de um ano apresenta risco de execução; ESPART - Desenvolvimento da atividade em Portugal suportada por um conjunto de projetos identificados, mas que não se encontram em carteira nem, na sua maioria, em fase avançada de negociação. Os volumes de negócios estimados para estes projetos são elevados (CAGR entre 2023 e 2014 de 19%) e taxas de rentabilidade dos projetos relevantes (acima de 20%). Tendo em consideração o exposto, consideramos que a execução do Plano de Negócios da ESPART apresenta um risco de execução elevado; e ESPB - Desenvolvimento da atividade no Brasil com um crescimento do volume de negócios e EBITDA elevado (CAGR de 14%). Contudo, no Brasil os projetos a desenvolver encontram-se identificados e o Plano de Negócios foi estruturado com base em avaliação de uma entidade independente (embora solicitada pela gestão da ESPB). Consideramos que o risco de execução do Plano de Negócios é médio.
Agropecuária	241	●	<ul style="list-style-type: none"> A Rioforte está presente no setor da agropecuária fundamentalmente no Brasil e no Paraguai; A estratégia apresentada no Plano de Negócios passa por alienar todas as entidades do Brasil e parte da Payco (entidade deste setor no Paraguai). Os valores de alienação foram estimados, na sua maioria, por avaliações de 2013 capitalizados a taxas que consideramos prudentes.
Saúde	132	●	<ul style="list-style-type: none"> <i>Cash flow</i> dos dividendos estimados com a participação de 28,4% na ES Saúde; e A ES Saúde tem vindo a apresentar uma evolução positiva dos resultados e capacidade de geração de <i>cash flow</i>, pelo que se estima tenha capacidade para vir a amortizar significativamente a sua dívida. Consideramos que o Plano de Negócios assenta em pressupostos prudentes.
Energia	459	●	<ul style="list-style-type: none"> A Rioforte está presente no setor da energia fundamentalmente no Brasil; A estratégia passa pela alienação de todas as entidades no médio prazo, fundamentalmente entre 2019 e 2021; Os valores de alienação foram, na sua maioria, estimados tendo por base o valor de entrada de novos investidores em 2012/2013, capitalizados a taxas que variam entre os 10% e 20%; A existência de novos investidores evidência que os projetos são atrativos. No entanto, as taxas de capitalização utilizadas e o fato dos projetos estarem na sua fase inicial fazem com que exista algum risco de execução; e Adicionalmente, existe a perspetiva de continuar a atividade, e por isso, o Plano de Negócios da Rioforte neste setor, contempla a criação de uma nova entidade, para desenvolver o projeto denominado Luzboa II, que se estima que venha a ter

Setor de atividade	Cash flow distribuído à RFI (milhões de euros)	(*) Risco	Comentários PwC
			rentabilidade superior aos projetos anteriormente realizados.
Turismo	252	●	<ul style="list-style-type: none"> O Plano de Negócios da Rioforte estima a alienação dos Hotéis Tivoli Brasil (66 milhões de euros) e Hotéis Tivoli Portugal (100 milhões de euros) em 2014. Existem atualmente propostas que suportam os montantes de alienação estimados; Adicionalmente, está prevista a alienação da ES Viagens por 40 milhões de euros em 2014. Esta entidade tem sido alvo de reestruturação e em 2013 recebeu suprimentos de 40 milhões de euros, tendo liquidade toda a sua dívida; O setor do turismo engloba também a Herdade da Comporta onde está previsto o desenvolvimento da atividade agrícola e, fundamentalmente, o desenvolvimento e comercialização do projeto Comporta Dunes. Consideramos que este projeto apresenta algum risco de execução face à sua dimensão.
Outros	-18	●	<ul style="list-style-type: none"> O Plano de Negócios da Rioforte estima a alienação das participações na MASA (remanescente) e BHG, pelos montantes de 68 milhões de euros e 13 milhões de euros, respetivamente. O valor de alienação da MASA foi estimado pela média entre o seu valor de mercado (ações sem liquidez) e o valor de mercado das suas principais subsidiárias (cujas ações apresentam liquidez). No valor estimado para alienação da BHG foi considerado, por prudência, um preço por ação abaixo da cotação de mercado. Adicionalmente, estão incluídos neste setor "Outros" os <i>cash flows</i> estimados das <i>holdings</i> intermédias que, por não terem atividade operacional, são negativos por via dos custos de financiamento (- 99 milhões de euros).
Total	1.546		

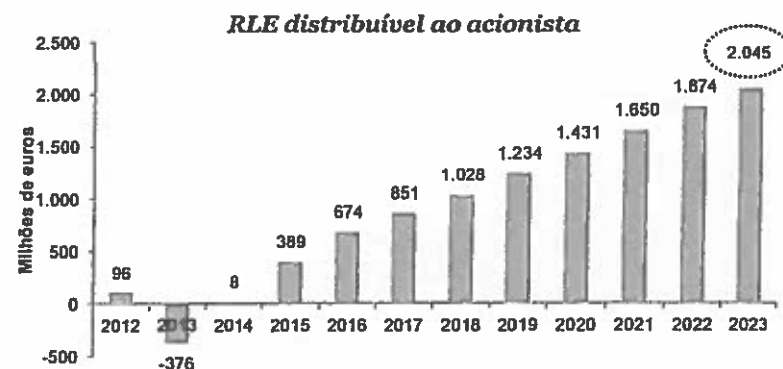
(*) Ver A.3 – Definição dos graus de risco

ESFG

As participações mais relevantes no ESFG são:

- **Tranquilidade:** De acordo com uma avaliação do BESI, com referência a 31 de dezembro de 2012, o justo valor da Tranquilidade é de 839 milhões de euros. Por prudência, o Plano de Negócios estima um valor de alienação em 2016, de 700 milhões de euros, o qual nos parece razoável (ver secção 4.3.3.5).
- **BES:** A 30 de junho de 2013 o BESI avaliou o Banco a 2,72 euros por ação. Esta avaliação estima uma evolução significativa dos resultados do Banco entre 2013 e 2023 (conforme podemos constatar no gráfico que se apresenta ao lado) e que é sustentada nos seguintes pressupostos:

- Melhoria significativa das margens entre *spreads* de crédito e depósitos na atividade doméstica e internacional. Esta evolução é justificada pela perspectiva de diminuição dos custos de financiamento ao mesmo tempo que se espera uma diminuição do rácio de transformação de 147% para 125%;
- Aumento relevante da atividade em Angola, sustentado por um crescimento do volume anual médio do crédito concedido e dos depósitos em cerca de 12% e 15%, respetivamente. Este aumento é justificado (i) pela perspectiva de bancarização prevista para o mercado Angolano e (ii) pela estratégia do BES em aumentar a sua atividade na banca de retalho; e
- Diminuição dos rácios *cost to income* de 57,3% em 2013 para 38,9% em 2023. Esta diminuição é justificada no Plano de Negócios pelas medidas de contenção de custos que estão a ser aplicadas fundamentalmente em Portugal.



Consideramos que o Plano de Negócios do BES apresenta riscos de execução elevados uma vez que a sua concretização está dependente de, entre outros fatores, 10 anos de crescimentos elevados e consecutivos dos resultados do Banco (CAGR entre 2014 e 2023 de 40%). O *Return On Equity* estimado para 2023 é de 16,3%.

Plano de Negócios Opway

A Opway apresentou nos últimos anos uma situação deficitária, com a atividade em Portugal e Espanha a apresentar resultados negativos e a internacionalização para Angola a não ser bem-sucedida.

No período de 2014 a 2023 o Plano de Negócios estima uma necessidade da ESI realizar 40 milhões de suprimentos à Opway e de receber (entre suprimentos e dividendos) 298 milhões de euros o que totaliza um *cash flow* líquido de 258 milhões de euros.

É no entanto importante referir que neste período o Plano de Negócios da Opway estima uma redução da sua dívida financeira de 51 milhões de euros e que os fluxos de caixa estimados a serem libertados em 2023 (53 milhões de euros que compararam com um fluxo de caixa negativo em 2013 de 84 milhões de euros) têm um impacto significativo no cálculo do *equity* da Opway uma vez que este é determinado pelo modelo de *discounted cash flows* com uma taxa de crescimento de 2,5% e um WACC de 10%.

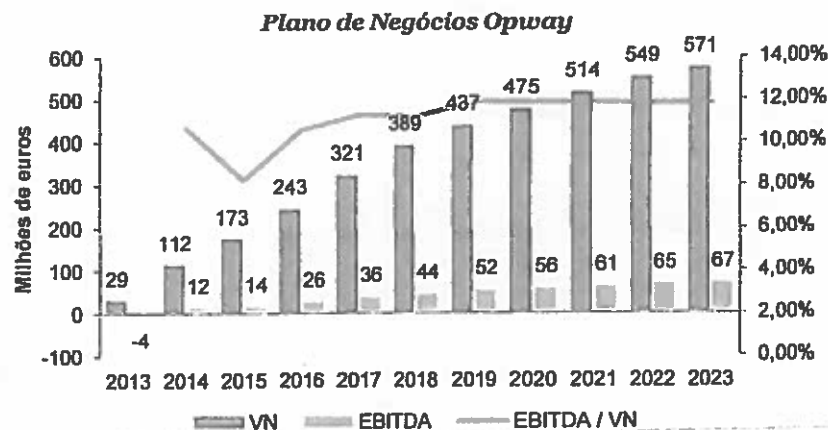
A estratégia para os próximos anos passa, fundamentalmente, pela internacionalização para Moçambique, Gana, Argélia e Brasil – nos dois últimos países desenvolvendo atividade industrial e no setor da construção.

A Opway está presente em Moçambique desde 1991, tendo iniciado um processo de reestruturação da sua atividade nesse país em 2010. No Gana existe a possibilidade de se concretizar uma parceria com uma entidade local que não tem capacidade para fazer face ao volume de obras que tem em carteira. Na Argélia, a Opway está a constituir uma subsidiária, tendo contratado um responsável com bons conhecimentos do país, tentando por esta via angariar novas obras. No Brasil, a Opway está presente com a Pavi-Brasil na atividade industrial, estando previsto no Plano de Negócios que se inicie atividade no setor da construção a partir de 2015 aproveitando potenciais sinergias com outras entidades do GES.

Destes mercados, em 2012 a Opway apenas estava presente em Moçambique (no setor da construção) e no Brasil (na atividade industrial) com um volume de negócios de 20 milhões de euros e um EBITDA próximo de zero. A carteira de obras firmes em Moçambique e Brasil ascendia a cerca de 37 milhões de euros em novembro de 2013, estimando-se que no final do ano o volume de negócios atinja os 29 milhões de euros, que o EBITDA seja negativo em 4 milhões de euros e que nos restantes mercados não exista ainda atividade.

A partir de 2014 e até 2023, inclusive, o Plano de Negócios estima, para todas estas geografias, um volume de negócios de 3.784 milhões de euros (420 milhões de euros de média anual) e EBITDA de 432 milhões de euros (48 milhões de euros de média anual).

Entendemos que o risco de execução do Plano de Negócios da Opway é elevado.



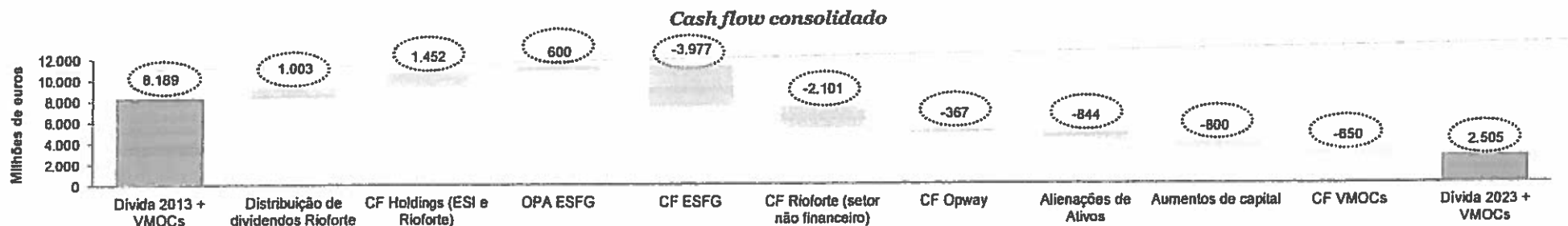
Plano de Negócios Consolidado

Na tabela abaixo apresentamos os fluxos dos Planos de Negócios consolidados das entidades acima referidas:

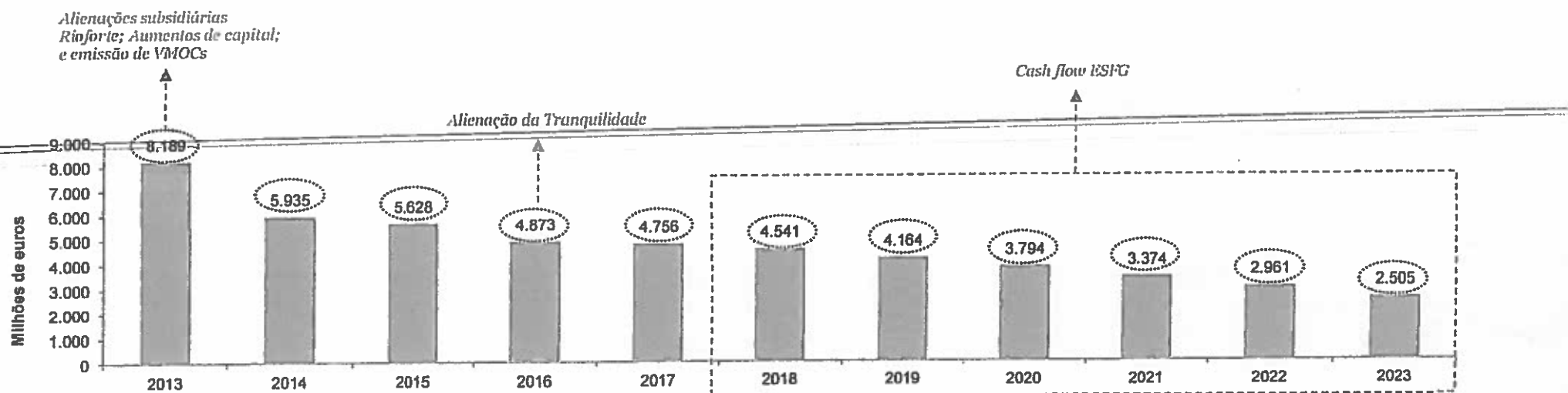
(em milhões de euros)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Cash flow holding Rioforte	-53	-64	-60	-66	-71	-69	-75	-80	-84	-88	-710
Cash flow holding ESI	-135	-107	-92	-84	-85	-73	-64	-51	-35	-16	-742
Cash flow Opway	46	1	21	28	35	40	45	47	51	53	367
Cash flow ESFG	3	103	854	286	329	328	427	480	536	581	3.977
Cash flow Rioforte (não financeira)	446	118	138	29	88	198	159	180	93	97	1.546
Cash flow Rioforte (não financeira) - não distribuído à holding	376	22	11	58	38	19	10	10	5	6	555
Distribuição de dividendos Rioforte	0	0	0	-49	-97	-168	-163	-180	-168	-178	-1.003
OPA ESFG	-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-600
VMOCs	1.034	-66	-66	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	650
Alienações	637	0	0	0	0	0	0	0	0	0	637
Desenvolvimentos do Real Estate Africa	0	0	-51	-49	14	88	67	50	51	37	207
Aumentos de Capital	500	300	0	0	0	0	0	0	0	0	800
Total de Cash flows	2.254	307	755	117	215	377	370	420	413	456	5.684
Variação dívida holding Rioforte	801	0	0	0	0	0	0	0	0	0	801
Variação dívida subsidiárias Rioforte	-376	-22	-11	-58	-38	-19	-10	-10	-5	-6	-555
Variação de dívida ESI	-2.621	-256	-763	-79	-177	-353	-350	-398	-392	-432	-5.821
Variação de dívida Opway	-58	-29	19	20	0	-5	-10	-12	-16	-18	-109
Variação de dívida Total	-2.254	-307	-755	-117	-215	-377	-370	-420	-413	-456	-5.684
Dívida	5.935	5.628	4.873	4.756	4.541	4.164	3.794	3.374	2.961	2.505	

A diminuição da dívida está fundamentalmente dependente dos *cash flows* que se estimam sejam gerados pelas entidades não financeiras da Rioforte e pelo ESFG. Contudo, a emissão de VMOCs e alienação de ativos previstos para 2014 são fundamentais para a diminuição da dívida no curto prazo.



Evolução da dívida (com VMOCs)



1.3.3 Conclusão

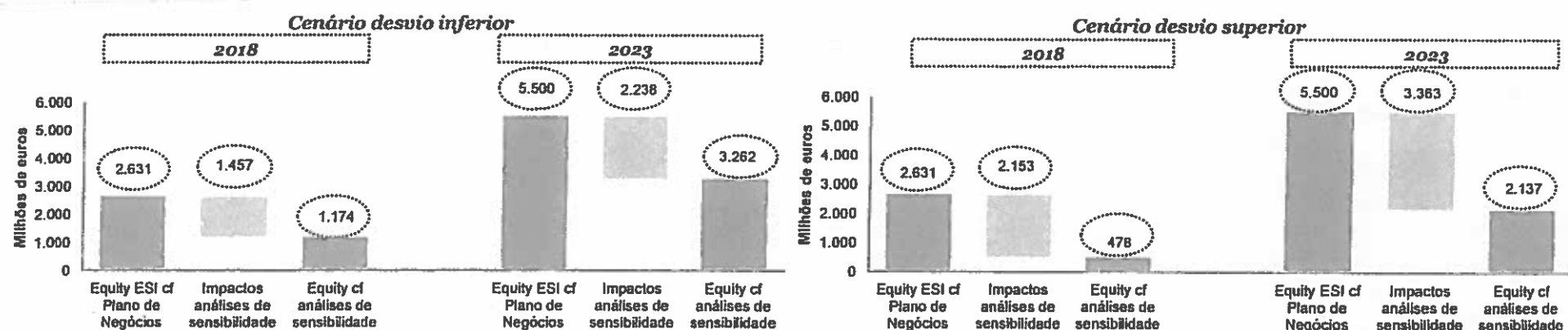
Em resultado da nossa análise aos Planos de Negócios, solicitámos as seguintes análises de sensibilidade:

#	Entidade / Projeto	Cenário Desvio Inferior	Cenário Desvio Superior
1	Rioforte e ESI		
1.1	Imobiliário PT (Expansão)	Desconsiderar 50% do <i>Cash flow</i> gerado pelo imobiliário PT (em todos os anos)	Desconsiderar o Plano de Negócios.
1.2	Fimes UM e Fimes II	-	<i>Haircut</i> de 20% no valor de alienação
1.3	ESPB	Considerar um VN para os anos de 2022 e 2023 igual à média do volume de negócios entre 2017 e 2021	Considerar um VN para os anos de 2022 e 2023 igual à média do volume de negócios entre 2017 e 2021
1.4	ESPM	Considerar que a Rioforte apenas detém 30% e 25% da ESPM A e ESPM B, respetivamente	Considerar que a Rioforte apenas detém 30% e 25% da ESPM A e ESPM B, respetivamente
1.5	Luzboa II	Desconsiderar 50% do <i>Cash flow</i> gerado pelo projeto Luzboa II (em todos os anos)	Desconsiderar o Plano de Negócios
1.6	Taxa de Câmbio EUR BRL	Considerar 50% no seu valor de alienação Considerar uma taxa de câmbio EUR BRL de 3,171 - O impacto desta análise de sensibilidade deve igualmente considerar os efeitos das restantes análises de sensibilidade	Considerar uma taxa de câmbio EUR BRL de 3,171 - O impacto desta análise de sensibilidade deve igualmente considerar os efeitos das restantes análises de sensibilidade
1.7	<i>Spread</i> de Funding Rioforte e ESI	Considerar os <i>spreads</i> apresentados na "Tabela <i>spreads</i> de funding"	Considerar os <i>spreads</i> apresentados na "Tabela <i>spreads</i> de funding"
1.8	Aumentos de capital	Considerar um aumento de capital em 2014 de 250 milhões de euros e 150 milhões de euros em 2015	Considerar um aumento de capital em 2014 de 250 milhões de euros
2	Opway		
2.1	Moçambique	<i>Haircut</i> de 10% no volume de negócios	<i>Haircut</i> de 30% no volume de negócios
2.2	Argélia	<i>Haircut</i> de 25% no volume de negócios	<i>Haircut</i> de 50% no volume de negócios
2.3	Gana	<i>Haircut</i> de 40% no volume de negócios	<i>Haircut</i> de 60% no volume de negócios
2.4	Brasil – Construção	<i>Haircut</i> de 40% no volume de negócios	<i>Haircut</i> de 60% no volume de negócios
2.5	Brasil – Pavi-Brasil	<i>Haircut</i> de 10% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive	<i>Haircut</i> de 20% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive
3	ESFG		
3.1	Margem atividade doméstica	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 2,5%	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 2,25%
3.2	Margem atividade internacional	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 4%	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 4%
3.3	Taxa crescimento de crédito em Angola	Considerar uma taxa de crescimento do crédito em Angola a partir de 2017 (inclusive) de 10%	Considerar uma taxa de crescimento do crédito em Angola a partir de 2017 (inclusive) de 7,5%

Tabela de *spreads* de *funding* da ESI:

Spread	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sensibilidade desvio inferior	3,50%	3,00%	2,50%	2,25%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Sensibilidade desvio superior	4,00%	3,50%	3,25%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%

Nos gráficos abaixo apresentamos o resumo do impacto das análises de sensibilidade efetuadas no *Equity* da ESI em 2018 e 2023, nos cenários de desvio inferior e superior:



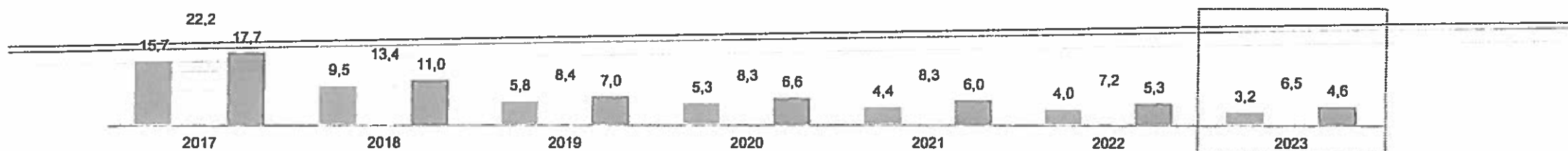
No Anexo A.2 apresenta-se o detalhe dos impactos das análises de sensibilidade efetuadas em 2018 (Anexo A.2.1) e em 2023 (Anexo A.2.2).

Mesmo considerando o cenário de desvio superior, o *equity* da ESI em 2018 e 2023 continua a ser positivo, fundamentalmente devido à valorização do ESFG.

Contudo, apesar do *equity* ser positivo, entendemos ser relevante analisar a evolução prevista da dívida ao longo dos anos, assim como do rácio *Net Debt / EBITDA* consolidado, apresentados no gráfico abaixo:

Rácios *Net Debt / EBITDA*

■ Plano de Negócios Cenário desvio superior □ Cenário desvio inferior



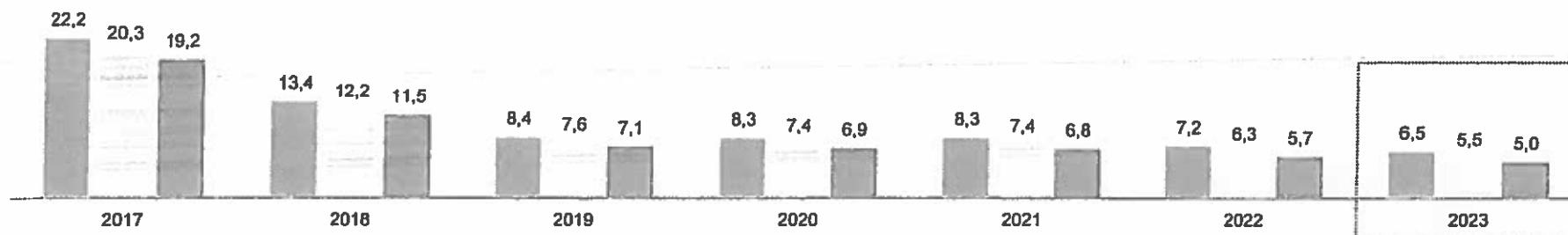
Os rácios *Net Debt / EBITDA* em 2023 do Plano de Negócios - cenário base e do Plano de Negócios - cenário desvio inferior são de 3,2x e 4,6x respetivamente, rácios que consideramos não causarem preocupação relevante.

O rácio *Net Debt / EBITDA* em 2023 do Plano de Negócios no cenário desvio superior é de 6,5x, o que consideramos elevado e indiciador de potenciais dificuldades do Grupo em assegurar o serviço da dívida. Consequentemente, solicitámos as seguintes análises de sensibilidade adicionais:

1. *Haircut* na dívida do Grupo Espírito Santo (não financeiro) em dezembro de 2013 de 5%; e
2. *Haircut* na dívida do Grupo Espírito Santo (não financeiro) em dezembro de 2013 de 8%.

Rácios *Net Debt / EBITDA*

■ Cenário desvio superior Cenário desvio superior + 5% hair cut □ Cenário desvio superior + 8% hair cut



Na sequência das análises de sensibilidade acima descritas, assumindo como nível de endividamento razoável aquele que permite obter um rácio *Net Debt*/EBITDA inferior a 5x em 2023 e tendo presente todas as incertezas atuais inerentes aos diversos setores de atividade e geografias em que o Grupo desenvolve a sua atividade, consideramos razoável definir como:

- Limite inferior do intervalo de imparidade: tendo em consideração que no cenário de sensibilidade PwC - desvio inferior, em 2023 o rácio *Net Debt*/EBITDA se situa nos 4,6x concluímos pela não necessidade de registar qualquer imparidade. Adicionalmente, em 2018 e em 2023 o *equity* da ESI no (i) cenário de sensibilidade PwC desvio inferior e no (ii) cenário de sensibilidade PwC desvio superior são positivos;
- Limite superior do intervalo de imparidade: ajustar o nível de dívida, no cenário de sensibilidade PwC - desvio superior, para que em 2023 o rácio ~~*Net Debt*/EBITDA não ultrapasse 5x.~~

Tendo em consideração os diversos Planos de Negócios analisados, bem como o resultado das análises de sensibilidade efetuadas no cenário desvio superior, a imparidade a registar no Banco Participante deve ser repartida da seguinte forma pelos diversos setores de atividade:

- **Grupo Opway**

As demonstrações financeiras e o Plano de Negócios apresentados pelo Grupo Opway mostram que o grupo não tem tido capacidade para gerar *cash flow* suficiente para pagar o serviço da dívida. Nos últimos 3 anos, o grupo obteve mais de 310 milhões de euros de suprimentos do seu acionista para compensar a sua incapacidade de gerar *cash flow* positivo. O Plano de Negócios apresentado pela Opway mostra que nos próximos anos serão necessários mais de 80 milhões de euros de suprimentos. Esta incapacidade de gerar *cash flow* é comprovada pelo facto de alguns dos prazos de amortização da dívida terem vindo a ser sucessivamente prorrogados.

Nestas circunstâncias, consideramos que a liquidação da dívida está dependente da capacidade dos acionistas (em última instância da ES International) continuarem a apoiar o Grupo Opway, pelo que deve ser registada uma imparidade relativamente às exposições destas entidades no montante mínimo entre (i) 8% sobre as exposições em balanço ou (ii) 100% da exposição em balanço líquida de colaterais.

- **Setor do Turismo**

As demonstrações financeiras dos Hóteis Tivoli evidenciam que nos últimos anos tem existido alguma dificuldade em gerar *cash flow* para liquidar o serviço da dívida. Esta dificuldade tem sido compensada por suprimentos dos acionistas os quais permitiram (i) reduzir a dívida e consequentemente os custos financeiros e (ii) proceder a diversas reestruturações adequando os custos operacionais ao volume de atividade. Estes factos aliados aos investimentos previstos para os anos de 2014, 2015 e 2016 permitirão, de acordo com o Plano de Negócios disponibilizado, gerar *cash flow* suficiente para fazer face ao serviço da dívida. Ainda a realçar o facto de durante o ano de 2013 se terem assistido a ligeiras melhorias nas taxas de ocupação dos hotéis.

Tendo igualmente em consideração a perspectiva de alienação pelo GES dos Hotéis Tivoli no curto prazo, consideramos não existirem de momento razões que justifiquem o registo de qualquer imparidade sobre as entidades deste setor.

Relativamente à Herdade da Comporta, consideramos que o risco dos fluxos gerados não serem suficientes para liquidar a dívida é baixo.

- **Setor da Saúde**

No que respeita ao setor da saúde, as análises aos Planos de Negócios e demonstrações financeiras da generalidade das entidades demonstram que as mesmas possuem capacidade de gerar *cash flow* suficiente para cumprir com o serviço da dívida contratada, pelo que não apurámos a necessidade de registo de qualquer imparidade sobre as entidades deste setor operacional de atividade.

- **Rioforte Investments**

No que se refere à Rioforte Investments, através da análise ao Plano de Negócios e tendo em consideração a reorganização em curso no Grupo Económico, concluímos que a atividade operacional das suas subsidiárias gera *cash flows* que lhe permitem atingir em 2023 um nível de endividamento aceitável, que corresponde a um rácio *Net Debt*/EBITDA de 3,5x, o qual no cenário de sensibilidade PwC desvio inferior passa para 3,6x e no cenário de sensibilidade PwC desvio superior para 4,0x. Face ao exposto, consideramos não existir necessidade de registar qualquer imparidade nesta entidade.

- **Holdings não operacionais**

A análise aos Planos de Negócios das *holdings* não operacionais (essencialmente a ESI, ES Resources e Gestres) demonstra que a capacidade de cumprir com o serviço da dívida dependerá dos *cash flows* a gerar pelas suas subsidiárias. Assim, tendo em conta os resultados das análises de sensibilidade efetuadas aos respetivos Planos de Negócios, não se perspetiva no curto/médio prazos a redução da sua dívida para níveis razoáveis, pelo que concluímos se justifica o reconhecimento de imparidade relativamente às exposições destas entidades no montante mínimo entre (i) 10% sobre as exposições em balanço ou (ii) 100% da exposição em balanço líquida de colaterais. A percentagem de imparidade atribuída às *holdings* não operacionais tem em consideração que, com exceção da Opway, não será registada imparidade nas entidades operacionais, na medida em que os *cash flows* a gerar por essas entidades serão em primeira instância utilizados para reduzir a sua dívida para níveis sustentáveis.

- **Outros setores**

Saliente-se que o Banco Participante não tem qualquer exposição a entidades dos setores da energia e agropecuária.

- **Exposições extrapatrimoniais do GES**

Considerando (i) a natureza dessas exposições extrapatrimoniais (ii) que o GES apresenta condições para continuar a sua atividade e cumprir com os compromissos já assumidos e (iii) que, de acordo com as informações prestadas pelo Banco Participante, não existe histórico da execução de garantias prestadas, em nosso entender não existem indícios que conduzam à necessidade de constituição de imparidade para as responsabilidades registadas fora de balanço.

Os eventos subsequentes a 30 de setembro de 2013 relevantes para o apuramento dos desvios de imparidade foram considerados nos cálculos, nomeadamente amortizações, liquidações ou constituição de colaterais.

O quadro resumo dos desvios de imparidade apurados para o ESFG (em milhares de euros):

Banco	Exposição entidades sujeitas a haircut	Exposição entidades não sujeitas a haircut	Exposição em balanço	Desvio inferior	Desvio Superior
ESFG	1.080.973	14.449	1.095.422	-	106.274

Dados os riscos inerentes a alguns dos Planos de Negócios analisados, consideramos que o limite superior dos desvios das imparidades apresentados corresponde à nossa melhor estimativa dos níveis de ajustamento requeridos.

Entendemos que caso o ESFG assuma nas suas demonstrações financeiras o registo de uma provisão relacionada com o risco associado ao elevado nível de endividamento do GES, por um montante superior ao apurado pela nossa análise, não será necessário registar qualquer montante adicional de imparidade de crédito.

Adicionalmente, e até ao ano de 2023, consideramos que existe um risco de refinanciamento da dívida do Grupo Espírito Santo, na sua generalidade de curto prazo, pelos seguintes fatores:

- **Alienação dos ativos**

A maioria dos ativos do Grupo económico facilmente transacionáveis serão alienados até 2016. Com a exceção da 28,4% da ES Saúde, de 50% da Payco e do BES, consideramos que os ativos em carteira depois de 2016 apresentam riscos, na medida que se tratam (i) de projetos com início previsto em 2017 ou nos anos seguintes ou (ii) entidades que nos últimos anos têm apresentado atividades deficitárias.

~~Apesar da alienação destes ativos, a dívida consolidada estimada do Grupo em 2017 é de 4.755 milhões de euros no Plano de Negócios sem análises de sensibilidade, 5.241 milhões de euros no Plano de Negócios com as análises de sensibilidade - desvio inferior e de 5.574 milhões de euros no Plano de Negócios com as análises de sensibilidade - desvio superior. Os rácios *Net Debt/ EBITDA* neste ano são respetivamente de 15,7x, 17,7x e 22,2x, ou seja ainda em níveis muito acima do considerado razoável.~~

Assim, a diminuição da dívida a partir de 2017 fica fundamentalmente dependente (i) da execução do Plano de Negócios do BES, que consideramos que apresenta um risco de execução elevado, e (ii) da alienação dos projetos no setor da energia que, na sua maioria, se iniciaram em 2013.

- **OPA/OPT, emissão das VMOCs e aumentos de capital**

Outro dos pontos que consideramos apresenta risco de concretização nos moldes, ainda que preliminares, atualmente previstos é a OPA/OPT e emissão pela Rioforte de VMOCs.

No que diz respeito à OPA/OPT, consideramos que o risco de o Grupo não conseguir concretizar esta operação é elevado na medida em que os ativos do Grupo no momento desta operação são a Rioforte (com um *equity value*, sem análises de sensibilidade, negativo em 945 milhões de euros) e o ESFG (cujas ações serão trocadas por parte de potenciais interessados na OPT). Adicionalmente, caso o Grupo opte por realizar uma OPA oferecendo cerca de 6 euros por ação do ESFG (prémio de cerca de 20%) e, posteriormente emita VMOCs, para que o rácio de conversão de 30% estimado no Plano de Negócios se concretize, as ações do ESFG terão de ser valorizadas a pelo menos 13 euros cada, quantia essa substancialmente superior ao preço pago na OPA. Este aspeto, a nosso ver, origina alguma incerteza adicional sobre o desfecho positivo da operação.

Caso a emissão das VMOCs não se concretize, o Grupo aumenta o risco de refinanciamento em 2014 e, conseqüentemente, o nível de alavancagem, ficando com uma maior dependência da boa execução do Plano de Negócios do BES. Apesar de uma emissão prevista de 1.100 milhões de euros de VMOCs, o Plano de Negócios considera a conversão de apenas 500 milhões de euros, continuando o remanescente como dívida.

Salientamos contudo que a esta data os moldes em que esta operação se poderá vir a concretizar ainda não se encontram totalmente definidos, pelo que a nossa conclusão tem exclusivamente em consideração a informação disponibilizada à data.

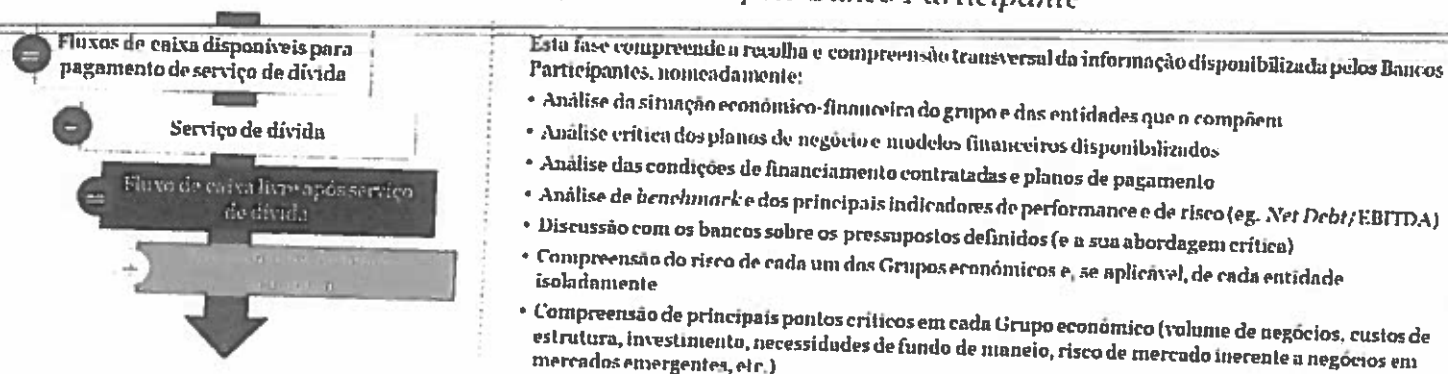
É ainda de referir que o Plano de Negócios estima aumentos de capital no valor de 800 milhões de euros (250 milhões de euros na análise de sensibilidade PwC – desvio superior).

Após o último Plano de Negócios nos ter sido disponibilizado, foi identificada uma dívida de cerca de 315 milhões de euros que não estava incluída no montante de dívida a 30 de setembro de 2013. Contudo, e uma vez que foi igualmente identificado um ativo de valor idêntico não considerado no Plano de Negócios (sendo este ativo um saldo a receber da ES Control, acionista da ESI), este não foi alterado. No entanto, salientamos que de forma a que este ativo se concretize, é necessário que a ES Control tenha capacidade financeira para liquidar os 315 milhões de euros, o que eventualmente pode pôr em causa os aumentos de capital previstos.

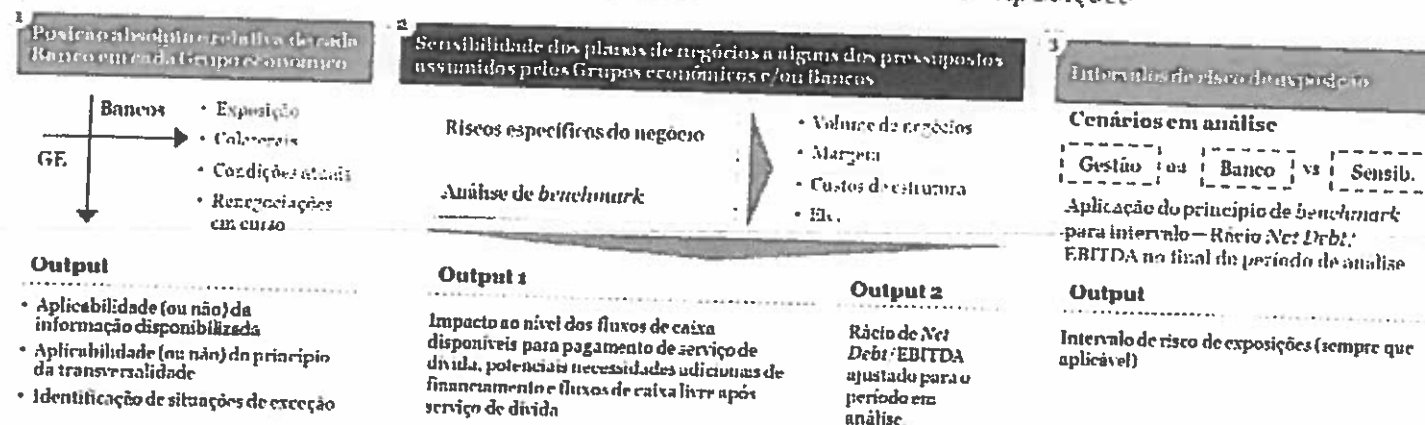
2 Análise metodológica

De seguida apresentamos uma breve descrição dos objetivos e tarefas incluídos em cada uma das três fases em que assentou a metodologia de análise seguida para a avaliação da adequação da imparidade estimada

Fase 1 – Análise de informação disponibilizada pelo Banco Participante



Fase 2 – Análise de sensibilidade e definição de critérios de risco de exposições



Fase 3 – Apuramento do desvio de imparidade

Análise dos impactos apurados nos cenários de sensibilidade relativamente aos *cash flows* estimados no plano de negócios do Grupo económico

Avaliação do risco de não cumprimento da servidão de dívida do Grupo, tendo em conta as condições que os empréstimos originam de acordo com o grau de sensibilidade

Apuramento da imparidade, tendo em consideração o enquadramento das exposições de cada Grupo económico nos Bancos Participantes

Desvio de imparidade nos Bancos Participantes resultante da análise nos Grupos económicos

3 Avaliação das imparidades

(Montantes expressos em milhares de Euros – exceto quando expressamente indicado)

No quadro abaixo detalha-se, para o Grupo Espírito Santo (não financeiro), o valor das exposições, da imparidade, bem como o desvio de imparidade resultante da nossa análise:

Grupo económico / Entidade	Exposição em balanço				Total [A]+[B]-[C] +[D]	Avaliação dos colaterais reais	Exposição liquida de colaterais	Imparidade do Banco	Desvio da imparidade		Entidade deve ser objeto de acompanhamento crítico? Sim/Não
	Crédito vivo (incluindo créditos)	Crédito vencido	Outros	Exposição extra- patrimonial					Inferior	Superior	
GBS (não financeiro)											
Entidades sujeitas a haircut	1.067.764	-	13.209	46.716	1.127.689	1.479.601	55.643	1.687	-	106.274	
Construtora do Tâmega Madeira, SA	41	-	-	253	294	-	294	2	-	1	Sim
Esim Espírito Santo Imobiliário, SA	1	-	-	-	1	-	1	-	-	-	Sim
Esprito Santo International, SA	831.274	-	13.209	24	844.507	-	-	1.113	-	83.335	Sim
Esprito Santo Resources, Limited	227.334	-	-	205	227.539	1.479.601	-	180	-	22.553	Sim
Gesfimo - Espírito Santo Irmãos Soc. Gest. Fundos Invest. Imobiliário, SA	4	-	-	-	4	-	4	-	-	-	Sim
Gestres Gestão Estratégica Espírito Santo, SA	2.352	-	-	-	2.352	-	2.352	5	-	183	Sim
Opway - SGPS, SA	-	-	-	99	99	-	99	1	-	-	Sim
Opway Engenharia, SA	6.758	-	-	46.135	52.893	-	52.893	386	-	155	Sim
Entidades não sujeitas a haircut	8.867	-	5.582	4.016	18.465	-	18.465	15	-	-	
Rioforte Investments, SA	-	-	582	1.069	1.651	-	1.651	2	-	-	Não
Rioforte Portugal, SA	3	-	-	-	3	-	3	-	-	-	Não
Hospital da Arrabida Gaia, SA	52	-	-	-	52	-	52	-	-	-	Não
Hospital Luz, SA	713	-	-	-	713	-	713	2	-	-	Não
Hospor Hospitais Portugueses, SA	-	-	-	1.562	1.562	-	1.562	1	-	-	Não
Hotéis Tivoli, SA	99	-	-	30	129	-	129	-	-	-	Não
Esprito Santo Saúde SGPS, SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Não
Esprito Santo Unidades de Saúde e de Apoio à Terceira Idade, SA	7.996	-	-	-	7.996	-	7.996	9	-	-	Não

Exercício transversal de revisão das imparidades dos créditos concedidos a certos grupos económicos
Grupo Espírito Santo (não financeiro)
14 de março de 2014

ESFG

PwC 32 de 162

Grupo económico / Entidade	Exposição em balanço			Exposição extra-patrimonial [D]	Total [A]+[B]+[C]+[D]	Avaliação dos colaterais reais	Exposição líquida de colaterais	Imparidade do Banco	Desvio da imparidade		Entidade deve ser objeto de acompanhamento crítico? Sim Não
	Crédito em a (inclui juros corridos) [A]	Crédito vencido [B]	Outras [C]						Inferior	Superior	
Herdade Comporta Actividades Agr. Silvícolas Turísticas, SA	4	-	5.000	1.140	6.144	-	6.144	1	-	-	Não
Herdade da Comporta Fundo Especial Investimento Imobiliário Fechado	-	-	-	215	215	-	215	-	-	-	Não
Total	1.076.631		18.791	50.732	1.146.154	1.479.601	74.108	1.702			106.274

Enquadramento das exposições do Grupo económico no ESFG

Das exposições extrapatrimoniais consideradas relevantes no âmbito deste trabalho, a destacar a exposição na Opway Engenharia, SA (46 milhões de euros), que representa 90% do total de exposições extrapatrimoniais. Esta exposição é fundamentalmente referente a garantias bancárias prestadas a terceiros.

As exposições de balanço, no montante de 1.095 milhões de euros, estão segregadas de acordo com o gráfico ao lado apresentado e, conforme podemos constatar, estão centradas em entidades *holding*, fundamentalmente na ES International (845 milhões de euros) e na Espírito Santo Resources (227 milhões de euros).

ES International (ESI)

A dívida da ESI ao ESFG encontra-se fragmentada em crédito, títulos, derivados e garantias prestadas, tomando o crédito a parcela mais significativa, com cerca de 98% da exposição total. As operações de crédito foram concedidas pelo ES Bank (Panamá) e ESFIL – Espírito Santo Financiere SA (Luxemburgo), nos montantes de 446 milhões de euros e 371 milhões de euros, respetivamente, com uma parte significativa a maturar até ao final de 2013, e o restante a maturar ao longo de 2014, pelo que no decorrer do nosso trabalho a ESI encontra-se a renovar as referidas linhas de crédito.

As operações de crédito da ESI, bem como da ES Resources e Espírito Santo Property, junto do ES Bank (Panamá) encontram-se garantidas por 61.700.000 ações da Rioforte Investments, SA (não cotada), com valor nominal de 10 euros por ação. Para efeitos desta análise, estas ações foram avaliadas a 9,52 euros pelo *equity method* em 31 de dezembro de 2012, resultando num valor global de 587 milhões de euros.



É igualmente de salientar que as operações de crédito da ESI, bem como da ES Resources e Espírito Santo Property, junto da ESFIL encontram-se garantidas por:

- (i) 68.300.000 ações da Rioforte Investments, SA (não cotada), com valor nominal de 10 euros por ação, avaliadas em 9,52 euros por ação pelo *equity method* em 31 de dezembro de 2012, perfazendo assim o colateral um total de 650 milhões de euros;
- (ii) 476.972 ações da Sodim SGPS, SA, com valor nominal de 12 euros por ação e avaliadas ao preço de venda executada em 2013, de 58,29 euros por ação, ascendendo a um total de 45.062 milhares de euros;
- (iii) 206.700 ações da Luso Hispanic Investment, SA, com um valor nominal 25 euros por ação, avaliadas pelo *equity method* em 31 de dezembro de 2012, perfazendo assim um total de 5.553 milhares de euros;
- (iv) 73.000 ações da Strategic Opportunities Fund, avaliadas em 42.245 milhares de euros, através da participação que esta entidade detém na Cimigest SGPS, SA; e
- (v) 1.913 ações da EuroAtlantic Inc (correspondentes a 100% do capital), com um valor nominal de 10 dólares por ação, avaliadas em 149.712 milhares de euros por avaliação ao edifício ES Plaza, sendo este detido pela EuroAtlantic Inc.

Para efeitos desta análise, o valor global dos colaterais, para as exposições da ESI e ES Resources junto desta entidade, ascendia a 893 milhões de euros.

Espírito Santo Resources

As responsabilidades desta entidade encontram-se associadas a crédito (capital e juros), títulos e garantias prestadas, em que o crédito assume a maior fatia, representando cerca de 99% do total da dívida. As operações de crédito foram concedidas pelo ES Bank (Panamá) e ESFIL – Espírito Santo Financiere SA (Luxemburgo), nos montantes de 97 milhões de dólares norte americanos e 202 milhões de dólares norte americanos, respetivamente, com uma parte significativa a maturar até ao final de 2013, e o restante a maturar ao longo de 2014.

Os colaterais para garantia destas operações encontram-se acima descritos.

Opway Engenharia

A maior parte da dívida desta entidade diz respeito a garantias bancárias prestadas a terceiros (46,1 milhões de euros que representam cerca de 87% da exposição total). O remanescente trata-se de crédito, sendo esta parte da dívida constituída por capital e juros.

Esta exposição encontra-se garantida por carta de conforto da ESI.

Restantes entidades

As restantes exposições totalizam 21,2 milhões de euros e correspondem essencialmente a responsabilidades da Espírito Santo Unidades de Saúde e Apoio à Terceira Idade e à Herdade da Comporta Actividades Agrícolas Silvícolas Turísticas. Destas exposições, cerca de metade encontra-se alocada a crédito, repartindo-se os restantes 50% homogeneamente entre títulos e garantias prestadas.

A imparidade do Grupo foi apurada de acordo com o modelo coletivo.

Conclusões

Em resultado da análise efetuada ao Grupo económico a partir da informação disponibilizada pelo Espírito Santo Financial Group, apresentamos as seguintes conclusões:

Relativamente à Rioforte Investments, bem como às suas subsidiárias operacionais (Hotéis Tivoli, Herdade da Comporta e entidades do grupo ES Saúde), consideramos que os Planos de Negócios analisados demonstram que estas entidades têm capacidade para gerar *cash flows* e assim fazer face ao serviço da dívida. Consequentemente, concordamos com a imparidade registada pelo banco.

A análise aos Planos de Negócios das entidades não operacionais do grupo, essencialmente a ESI, Espírito Santo Resources e Gestres, demonstra que a capacidade para cumprir com o serviço da dívida dependerá dos *cash flows* futuros a gerar pelas suas subsidiárias. Assim, decorrente das análises de sensibilidade efetuadas aos Planos de Negócios, não se perspetiva que estas entidades venham a ter num curto/médio prazo a dívida a níveis sustentáveis, pelo que concluímos que no cenário do limite superior, de forma a assegurar um nível de endividamento razoável, será necessário um *haircut* de 10% nas exposições em balanço. Desta forma, no limite inferior de imparidade devem ser aplicadas as taxas IBNR apuradas e no limite superior de imparidade deve ser apurada uma imparidade no montante mínimo entre (i) 10% das exposições em balanço e (ii) 100% das exposições em balanço líquidas de colaterais.

Relativamente à Opway, uma vez que consideramos que o Plano de Negócios está dependente de *cash flow* dos acionistas e consequentemente apresenta um risco semelhante ao das entidades não operacionais do grupo, a imparidade deve ser calculada tendo em consideração que no limite inferior de imparidade devem ser aplicadas as taxas IBNR apuradas e no limite superior de imparidade deve ser apurada uma imparidade no montante mínimo entre (i) 8% das exposições em balanço e (ii) 100% das exposições em balanço líquidas de colaterais.

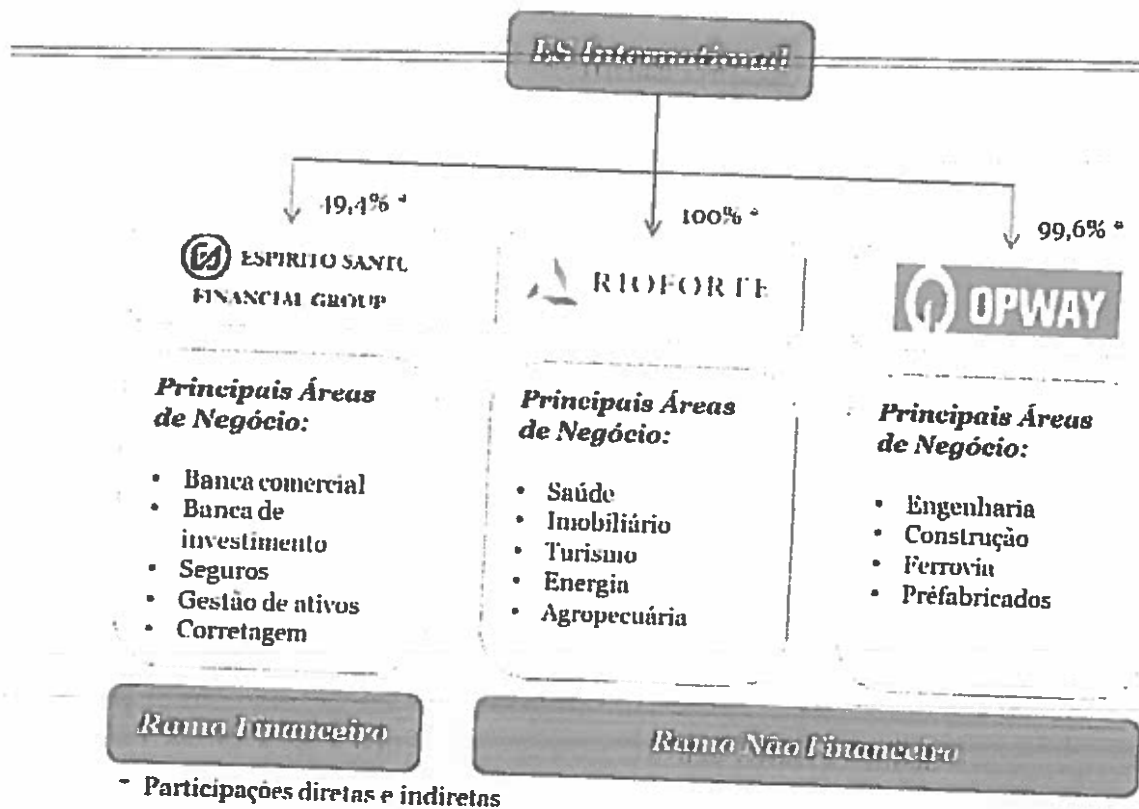
O colateral mais significativo do ESFG corresponde às ações da Rioforte Investments, empresa que de acordo com o Plano de Negócios, passa a deter, ainda que indiretamente, a totalidade do capital do ESFG. Assim, no quadro da configuração prevista para o Grupo económico no Plano de Negócios, uma execução deste colateral poderá gerar a apropriação pela subsidiária de alguns ativos mas, em determinados períodos do Plano de Negócios, não terá qualquer impacto ao nível consolidado do Grupo económico. Tendo em consideração o exposto, a exposição da ESFG na ESI e Espírito Santo Resources deve passar a estar garantida por participações em subsidiárias da Rioforte Investments e não pela participação nesta entidade.

Adicionalmente, salientamos que a esta data as ações da Sodim SGPS, SA já foram alienadas e existe previsão para alienação do ES Plaza a curto prazo. Tendo em consideração o exposto, para efeitos de determinação da imparidade, os colaterais detidos pelo ESFG relativamente à exposição da ESI e ES Resources não foram considerados.

Entendemos igualmente que caso o ESFG assuma nas suas demonstrações financeiras o registo de uma provisão relacionada com o risco associado ao elevado nível de endividamento do GES, por um montante superior ao apurado pela nossa análise, não será necessário registar qualquer montante adicional de imparidade de crédito.

4 Análise ao Grupo económico – Grupo Espírito Santo (não financeiro)

4.1 Enquadramento



A Espírito Santo International (“ES International” ou “ESI”) é uma *holding* de gestão do Grupo Espírito Santo (“GES”), sediada no Luxemburgo, detentora de um conjunto diversificado de investimentos em várias geografias, que podem ser agrupados em duas categorias principais:

- Atividade Financeira, que compreende o Espírito Santo Financial Group (“ESFG”) e suas subsidiárias; e
- Atividades Não Financeiras, que incluem a Rioforte e a Opway.

O ESFG é a *holding* do GES para os serviços financeiros (cotada no Luxemburgo, Lisboa e Londres), com participações na banca comercial, banca de investimento, *private banking*, gestão de ativos e seguros. São de salientar as participações no Banco Espírito Santo (BES) e na Companhia de Seguros Tranquilidade.

A Rioforte é a sociedade de investimentos do GES vocacionada para administrar os ativos não financeiros. Geograficamente estes investimentos distribuem-se por Portugal, Espanha, Brasil, Paraguai, Angola, Moçambique, entre outros países, onde atuam em distintos setores da economia, dos quais se destacam o imobiliário, agropecuária, saúde, energia e turismo.

A Opway agrega um conjunto de empresas que atuam fundamentalmente nas áreas da construção, engenharia, ferrovia e pré-fabricados.

Saliente-se que a 30 de setembro de 2013 o ESFG era detido em 36,15% pela ESI e em 10,03% pela ES Irmãos, acionistas que, em conjunto, detinham uma participação de 46,18% no ESFG. No 4º trimestre de 2013 foi adquirida uma participação de 3,23%, elevando a percentagem de capital direta e indiretamente detido pela ESI no ESFG para 49,41% em 31 de dezembro de 2013.

4.2 Plano de Negócios da ESI

O Plano de Negócios da ESI agrega os passivos e ativos das entidades do GES com a exceção da Rioforte, incluindo ESFG, e Opway que serão analisados em detalhe nas secções 4.3 e 4.4, respetivamente.

A setembro de 2013 a ESI apresentava uma dívida líquida de 6.241 milhões de euros, correspondentes a 6.269 milhões de euros de dívida menos 28 milhões de euros de caixa e equivalentes de caixa. A dívida decompõe-se da seguinte forma por entidade e tipo de produto:

	ESI	ESR	ESPSA	ES Industrial	ES Irmãos	Gestres e ESR (P)	(em milhões de euros)	
							Total	
Bank Loans	665	80	-	-	-	-	-	805
Other Loans	976	149	-	-	35	25	-	1.125
Notes	3.958	-	100	140	141	-	-	4.339
Total	5.599	229	100	140	176	25	-	6.269

Os *Bank Loans* totalizam cerca de 805 milhões de euros e correspondem essencialmente às exposições aos maiores bancos nacionais, alvo desta análise, com especial destaque para o ESFG (que inclui o ES Bank Panamá) com uma exposição de cerca de 521 milhões de euros, sendo a única exceção uma exposição ao Credit Suisse no montante de 66 milhões de euros.

Os *Other loans* totalizam 1.125 milhões de euros e correspondem a exposições à ESFIL (521 milhões de euros) e *Fiduciary loans* (604 milhões de euros).

O financiamento em *Notes* totaliza cerca de 4.339 milhões de euros. Esta dívida está concentrada fundamentalmente em investidores institucionais, dos quais destacamos a Portugal Telecom, PDVSA Services BV, ES Liquidez, Fondo Desarrollo Nacional Fonden, Banco Bandes Uruguay SA, Banco de Desarrollo Economico Y Social Venezuela, ES Rendimento, PDV Insurance Company e Oil Investments BV. Os nove maiores detentores de dívida representam 2.269 milhões de euros (57% da exposição a este tipo de produto). As restantes *Notes* são, essencialmente, detidas por particulares.

Assim, do total de 6.269 milhões de euros de dívida a 30 de setembro de 2013, cerca de 1.325 milhões de euros (21%) correspondem a exposições junto dos Bancos Participantes nesta análise. Deste montante, 1.042 milhões de euros dizem respeito a exposições junto do BES, estando a CGD, o BPI, o BCP e o Banif com exposições de 129 milhões de euros, 91 milhões de euros, 48 milhões de euros e 15 milhões de euros, respetivamente.

Salientamos o risco existente no refinanciamento do Grupo económico, uma vez que mais de 90% dos 6.269 milhões de euros de dívida da ESI a 30 de setembro de 2013, matura até ao final de 2014.

Entre setembro e dezembro de 2013 o Plano de Negócios estimava uma diminuição da dívida no montante de 527 milhões de euros. Esta diminuição encontra-se essencialmente justificada pelos *cash flows* detalhados na tabela abaixo:

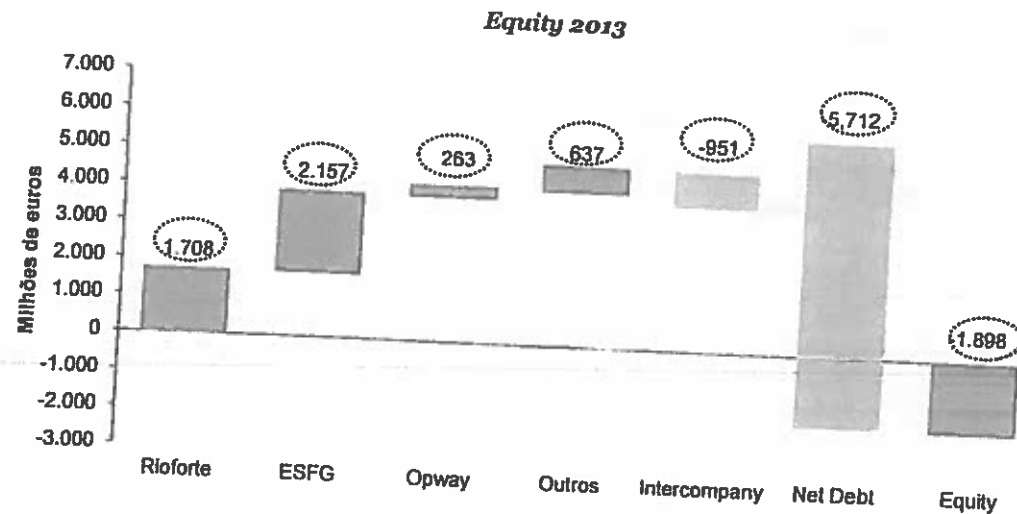
Entidade	Montante (milhões de euros)	(-) Risco	Comentários PwC
SODIM	30	●	Transferência de 30 milhões de euros, referentes à alienação da SODIM, a qual foi concretizada.
Fundo Eurofin	320	●	
ESCOM	57	●	
			A alienação da ESCOM ainda não se concretizou, mas é expectável que a mesma se venha a concretizar a curto prazo. De acordo com o contrato (não assinado) que nos foi disponibilizado, a operação irá ser concretizada por 128 milhões de USD, sendo que destes 50 milhões de USD estão previstos em cláusulas de <i>profit sharing</i> e <i>claw-back</i> e, por prudência, não estão a ser
Aumentos de Capital	120	●	Foram concretizados aumentos de capital no montante de 76 milhões de euros, dos quais 71 milhões de euros foram realizados em 9 de janeiro de 2014 e 5 milhões de euros em 21 de janeiro de 2014.
Total	527		

(*) Ver A.3 – Definição dos graus de risco

Os *cash flows* mais relevantes neste período temporal foram concretizados ou têm uma probabilidade de concretização elevada pelo que vamos focar a nossa análise dos Planos de Negócio para o período temporal de dezembro de 2013 a 2023.

Apresentamos no gráfico ao lado o *equity* da ESI a dezembro de 2013 – negativo em 1.898 milhões de euros. No cálculo deste *equity* foram assumidos os seguintes pressupostos:

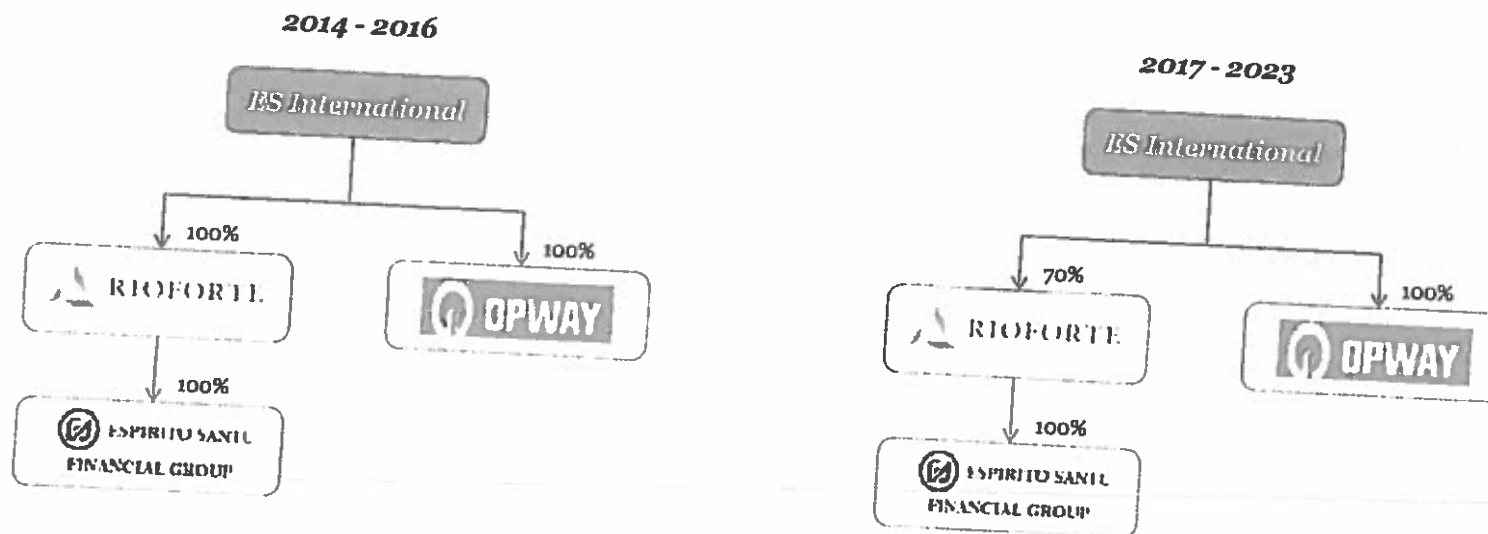
1. Valor do ESFG a 21,07 euros por ação conforme avaliação do BESI com referência a 30 de junho de 2013;
2. Valor do NAV da Rioforte de acordo com o justo valor das suas subsidiárias, deduzido da dívida consolidada das mesmas;
3. Valor da Opway utilizando o método do *discounted cash flow* (*wacc* de 10% e *g* de 2,5%) tendo por base o Plano de Negócios apresentado na secção 4.4.



O Plano de Negócios prevê uma alteração significativa na estrutura do GES em 2014, sendo de salientar:

1. A aquisição em 22 de janeiro de 2014 pela ES Irmãos de ações equivalentes a 39,23% do capital do ESFG, que à referida data já detinha uma participação no ESFG de 10,03%. A ES Irmãos continua a ser 100% detida, diretamente pela Rioforte e indiretamente pela ESI. Com esta operação a ESI continua a deter, indiretamente, 49,26% do ESFG e a Rioforte passa a deter, também indiretamente, 49,26% do ESFG. Esta operação foi comunicada pelo ESFG à CMVM no passado dia 23 de janeiro de 2014. Salienta-se que em 2014, previamente a esta operação, a ESI alienou a outros acionistas 317.000 ações correspondentes a 0,15% do capital; OPA/OPT ao ESFG correspondente à totalidade do capital não detido (50,74%) por 600 milhões de euros. O Plano de Negócios estima que esta operação se concretize tendo em consideração um valor por ação de cerca de 6 euros; ou seja tem implícito um prémio de 20% face ao valor de cotação atual; e
2. A Rioforte emite VMOCs no valor de 1.100 milhões de euros, dos quais 500 milhões de euros são convertíveis em capital ao final de 3 anos. O rácio de conversão previsto no Plano de Negócios é de 30%. O Plano de Negócios considera que os remanescentes 600 milhões de euros continuam como dívida.

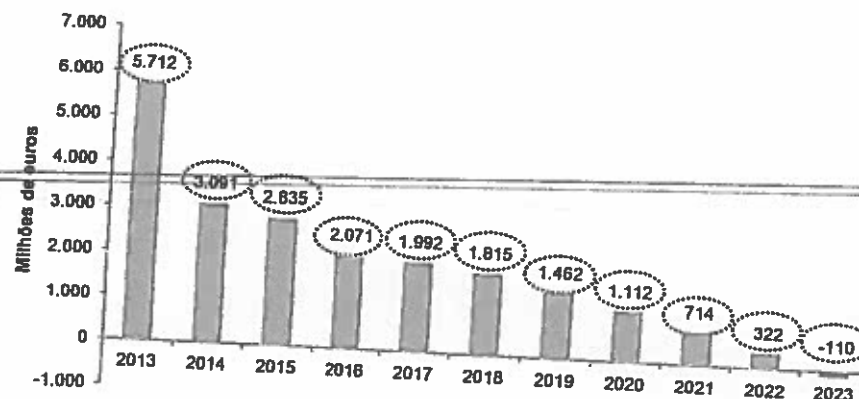
Decorrente da projetada alteração na estrutura acima descrita, o organograma das principais holdings passa a ser apresentado no horizonte temporal 2014-2023, tendo em consideração as restantes operações previstas no Plano de Negócios, como se segue:



O gráfico ao lado demonstra a evolução estimada da dívida líquida da ESI. A diminuição acentuada entre 2013 e 2014 é justificada, fundamentalmente, pelos seguintes fatores:

1. Alienação de ativos da ESI: ZON, ES Saúde, ES Plaza e Fundos Eurofin – estas alienações totalizam 637 milhões de euros;
2. Alienação à Rioforte do ESFG (participação direta) e da ES Irmãos (que detém 10% do ESFG) – estas alienações totalizam 2.282 milhões de euros; saliente-se que esta operação apenas transfere dívida da ESI para a Rioforte, não tendo por isso qualquer impacto na dívida consolidada;
3. Aumento de capital previsto de 500 milhões de euros; e
4. Dividendos a receber da Rioforte (145 milhões de euros): a Rioforte gera *cash flow* para distribuir dividendos uma vez que o Plano de Negócios prevê um aumento de dívida, a emissão das VMOCs e a alienação de um conjunto de ativos em 2014 (detalhados na secção 4.3).

Evolução da dívida da ESI



Em 2016, o Plano de Negócios estima igualmente uma redução significativa de dívida justificada pela previsão de alienação da Tranquilidade por 700 milhões de euros nesse ano. A partir de 2018 até 2023, a redução de dívida é resultante da estimativa da distribuição de dividendos da Rioforte à ESI, com *cash flow* gerado fundamentalmente pelo BES.

Os fluxos estimados para as entidades *holding* do grupo são negativos e fundamentalmente de custos com dívida (uma vez que estas não têm atividade operacional). As taxas utilizadas para o cálculo dos custos financeiros ao longo do Plano de Negócios são apresentadas na tabela abaixo.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Euribor	0,26%	0,44%	0,85%	1,41%	1,93%	2,35%	2,68%	2,95%	3,18%	3,36%
Spread	3,50%	3,00%	2,50%	2,25%	2,00%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Taxa All in	3,76%	3,44%	3,35%	3,66%	3,93%	3,85%	4,18%	4,45%	4,68%	4,86%

A diminuição do *spread* é justificada pela perspectiva de redução do risco da entidade, com a diminuição acentuada da dívida estimada no Plano de Negócios e a melhoria dos rácios *Net Debt/EBITDA* e pelo aumento previsto das taxas de referência. O facto de a dívida ser de curto prazo, e o grupo pretender manter este tipo de estrutura na maturidade, permite obter *spreads* mais baixos, embora, conforme anteriormente referido, exista um risco de refinanciamento.

Em resumo a diminuição estimada de dívida entre dezembro de 2013 e 2023 é de 5.822 milhões de euros e é detalhada na tabela abaixo:

Entidade	Cash flow distribuído à ESI (milhões de euros)	(*) Risco	Comentários PwC
Rioforte e ESFG	4.868	●	Os Planos de Negócios destas entidades são analisados na secção 4.3.
ES Plaza	150	●	
ZON	80	●	
IPO ES Saúde	85	●	O GES detém uma participação de 3% na ZON. O Plano de Negócios prevê a alienação da participação na ZON em 2014 por 80 milhões de euros. O valor de venda foi estabelecido com base no valor de mercado das ações a 18 de novembro de 2013 (5,105 euros). Em 31 de dezembro de 2013 a cotação de fecho das ações da ZON era de 5,400 euros. Esta operação foi concretizada no passado dia 23 de janeiro de 2014 através de um processo de <i>accelerated book building</i> , tendo rendido 75,7 milhões de euros.
Fundos Eurofin	322	●	Está prevista a alienação de 48% da ES Saúde no início de 2014 através de um Oferta Pública de Distribuição por 166 milhões de euros. O valor de alienação está em linha com a avaliação do BESI de junho de 2013 de 336 milhões de euros. A ESI detém 24,6% da ES Saúde pelo que o valor de alienação previsto é de 85 milhões de euros. Este montante está em linha com a média dos preços estabelecidos para a operação que se encontra a decorrer, a qual estabelece um valor por ação entre 3,20 euros e 3,90 euros, o que avalia a ES Saúde entre 305 milhões de euros e 372 milhões de euros, respetivamente.
Opway	258	●	No Plano de Negócios está estimada uma receita com a alienação de fundos de 642 milhões de euros, sendo que 320 milhões de euros já foram recebidos em 2013 e 322 milhões de euros encontram-se previstos receber em 2014. Para este último montante confirmamos a existência de uma carta do GES a solicitar o reembolso dos fundos e uma resposta do respetivo gestor a confirmar que o reembolso deverá ocorrer no primeiro quadrimestre de 2014 por um valor que deverá atingir o montante previsto no Plano de Negócios.
Aumentos de capital	800	●	O Plano de Negócios da Opway é analisado na secção 4.4.
Fluxos operacionais ESI	-741	●	Estimados aumentos de capital de 800 milhões de euros a realizar em 2014 e 2015, nos montantes de 500 milhões de euros e 300 milhões de euros, respetivamente. Foi-nos disponibilizado uma carta da ES Control (acionista da ESI) a confirmar a intenção dos acionistas realizarem este aumento de capital. Adicionalmente, tomámos conhecimento de uma comunicação do fundo soberano da Venezuela, manifestando a sua intenção em avaliar a entrada no capital da ESI, com um montante de 500 milhões de euros. Contudo, tendo em consideração (i) o elevado volume de capital previsto captar em 2014 e 2015; (ii) a emissão de VMOCs por parte da Rioforte em 2014 e (iii) que em 2013 e janeiro de 2014 apenas se concretizaram 76 milhões de euros de aumentos de capital, quando inicialmente se estimavam aumentos de capital no montante de 200 milhões de euros, consideramos existir risco elevado deste pressuposto se concretizar pela sua totalidade.
Total	5.822		Fluxos provenientes, na sua maioria, de custos de dívida. Consideramos que os <i>spreads</i> estimados no Plano de Negócios têm um risco de execução relevante, uma vez que (i) se estima uma redução, entre 2013 e 2019, de 3 pontos percentuais (de 4,5% para 1,5%) e (ii) a partir de 2019 até 2023, se estima uma manutenção do <i>spread</i> em 1,5%.

(*) Ver A.3 – Definição dos graus de risco

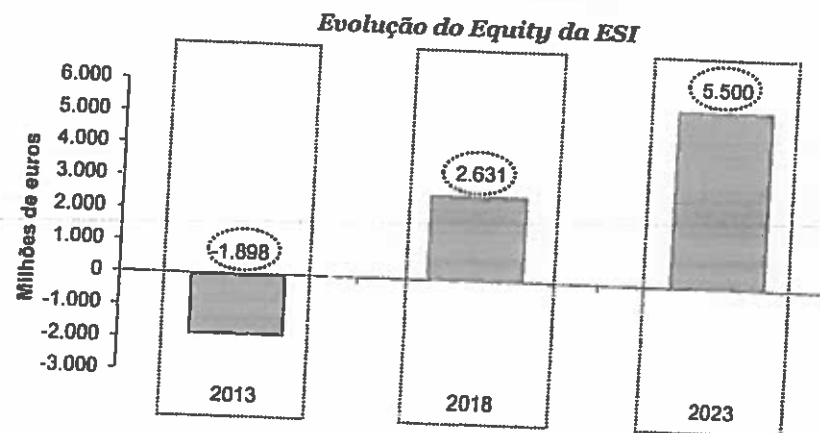
Exercício transversal de revisão das imparidades dos créditos concedidos a certos grupos económicos
Grupo Espírito Santo (não financeiro)
14 de março de 2014

Na tabela abaixo apresentamos os fluxos do Plano de Negócios da ESI:

<i>Cash flow ESI</i>	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Cash flow holding</i>										
Alienação ESFG (39,4%)	-135	-107	-92	-84	-85	-73	-64	-51	-35	-16
Alienação ES Irmãos (100%)	1.720	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Suprimentos Rioforte	562	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Suprimentos Opway	-456	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos Rioforte	-12	-28	40	48	-	-	-	-	-	-
Dividendos Opway	155	91	815	115	227	391	379	414	392	413
Alienação ZON	-	-	-	-	35	35	35	35	35	35
Alienação ES Saúde	80	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alienação ES Plaza	85	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alienação Fundos Eurofin	150	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alienação Real Estate Africa à Rioforte	322	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumentos de Capital	600	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidação de dívida à Rioforte	500	300	-	-	-	-	-	-	-	-
Variação de dívida	-2.621	-256	-763	-79	-177	-353	-350	-398	-392	-432

Podemos constatar que a diminuição da dívida está fundamentalmente dependente da execução dos Planos de Negócios da Rioforte (parte não financeira e financeira) que são analisados em detalhe na secção 4.3.

A conjugação da diminuição da dívida com a perspetiva de valorização do justo valor das subsidiárias fazem com que o *equity* da ESI apresente um aumento significativo entre dezembro de 2013 e 2023 conforme podemos constatar pelo gráfico ao lado apresentado (valor do *equity* da ESI em 2023 é de 5.500 milhões de euros).



4.3 Análise ao Plano de Negócios da Rioforte

4.3.1 Rioforte – Introdução

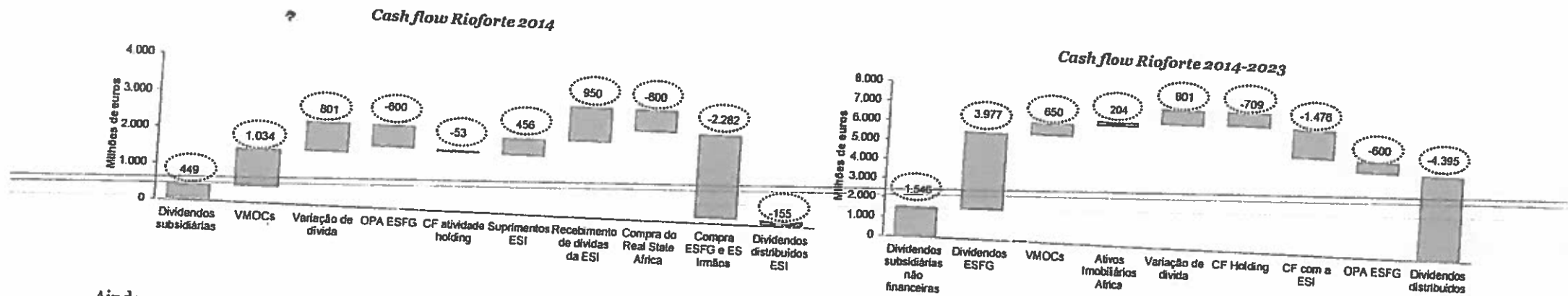
Atualmente a Rioforte é a *holding* não financeira do GES. Com a reorganização da estrutura do grupo prevista no Plano de Negócios (apresentada na secção 4.2) a Rioforte passará, em 2014, a deter indiretamente 100% do capital do ESFG passando a ser a *holding* para o setor financeiro e para o setor não financeiro.

Conforme podemos constatar no quadro abaixo “Cash flow Rioforte 2014-2023”, o ESFG e as entidades do setor não financeiro da Rioforte são os principais responsáveis pela geração de *cash flow* da Rioforte. A análise destas entidades é apresentada em detalhe na secção 4.3.2 e 4.3.3.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
<i>Cash flow holding</i>											
Aquisição ESFG (39,4%)	-53	-64	-60	-66	-71	-69	-75	-80	-84	-88	-710
Aquisição ES Irmãos (100%)	-1.720	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.720
Recebimento de dívida da ESI	-562	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-562
Ativos Real Estate Africa	950	-	-	-	-	-	-	-	-	-	950
OPA ESFG	-600	-	-51	-49	14	88	67	50	51	37	-393
VMOCs	-600	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-600
Suprimentos ESI	1.034	-66	-66	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	650
<i>Cash flow ESFG</i>	456	-	-	-	-	-	-	-	-	-	456
<i>Cash flow Rioforte (não financeiro)</i>	3	103	854	286	329	378	427	480	536	581	3.977
Varição de dívida	446	118	138	29	88	198	159	180	93	97	1.546
Dividendos distribuídos	801	-	-	-	-	-	-	-	-	-	801
	-155	-91	-815	-164	-324	-559	-542	-594	-560	-591	-4.395

Em 2014, e com a reestruturação do grupo são estimados os fluxos apresentados no gráfico abaixo “Cash flow Rioforte 2014” dos quais destacamos:

- Aquisição de 49,26% do ESFG à ESI (que inclui a compra da ES Irmãos): 2.282 milhões de euros;
- Emissão de VMOCs no montante de 1.100 milhões de euros com uma *yield* de 6% (custo com juros em 2014 de 66 milhões de euros); e
- OPA ao ESFG: 600 milhões de euros.



Ainda em 2014, a Rioforte aumenta a sua dívida em 801 milhões de euros mantendo-a constante nos anos seguintes. No período 2014-2023 todo o *cash flow* liberto é distribuído em dividendos, 4.395 milhões de euros dos quais 3.392 milhões de euros recebidos pela ESI (uma vez que a partir de 2017 com a conversão das VMOCs a ESI passa a deter apenas 70% da Rioforte).

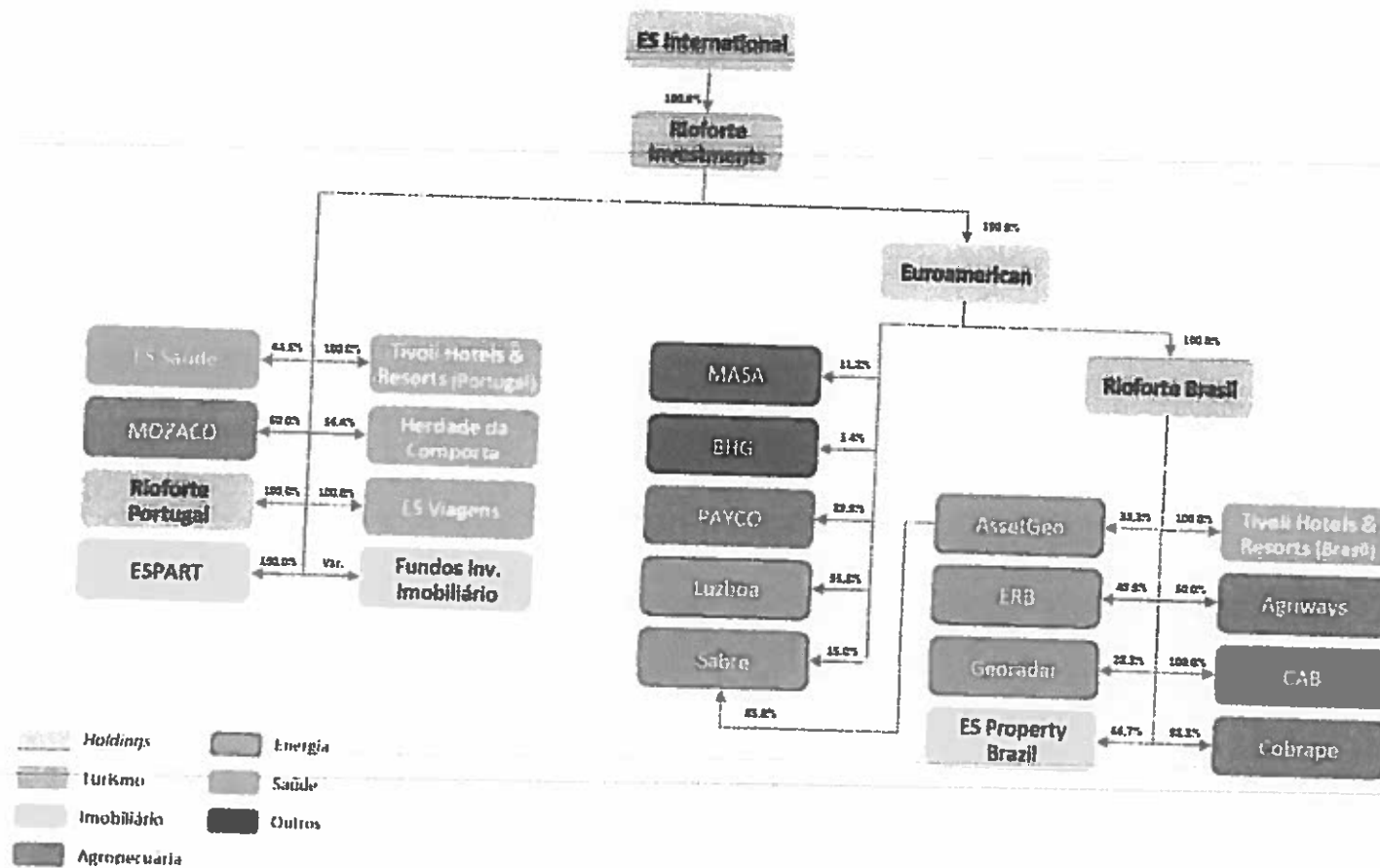
4.3.2 Rioforte – Setor não financeiro

A Rioforte detém um conjunto de entidades do setor não financeiro presentes em diversos setores de atividade e em diversas áreas geográficas, sendo de destacar:

- **Imobiliário:** Com diversos projetos em Portugal e no Brasil, desenvolvidos pela ESPART e Espírito Santo Property Brasil (“ESPB”), respetivamente, participando em todas as fases do negócio imobiliário nestas regiões. Recentemente entrou no mercado Moçambicano em dois projetos em parceria com a Promovalor;
- **Agropecuária:** Com presença relevante em Portugal, Brasil, Paraguai e Moçambique;
- **Saúde:** Líder de mercado na prestação privada de cuidados de saúde em Portugal, através da Espírito Santo Saúde (“ES Saúde”);
- **Energia:** Com projetos fundamentalmente no Brasil nas áreas de O&G e biomassa;
- **Turismo:** Com presença na área hoteleira em Portugal e no Brasil através dos Hotéis Tivoli, na área das viagens através da ES Viagens e no desenvolvimento de um projeto de relevo na Herdade da Comporta; e
- **Outros:** Participações financeiras em empresas cotadas no Brasil: Boston Hospitality Group e Monteiro Aranha.

Salientamos que nos gráficos apresentados nesta secção, a expressão dividendos considera os montantes de dividendos, de suprimentos efetuados e recebidos e de alienações.

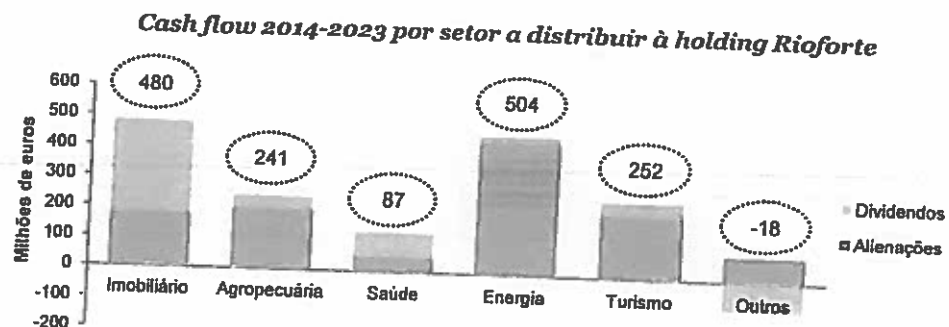
Na página seguinte apresenta-se o organograma simplificado da Rioforte (setor não financeiro) a 30 de setembro de 2013.



4-3.2.1 Overview dos Planos de Negócios

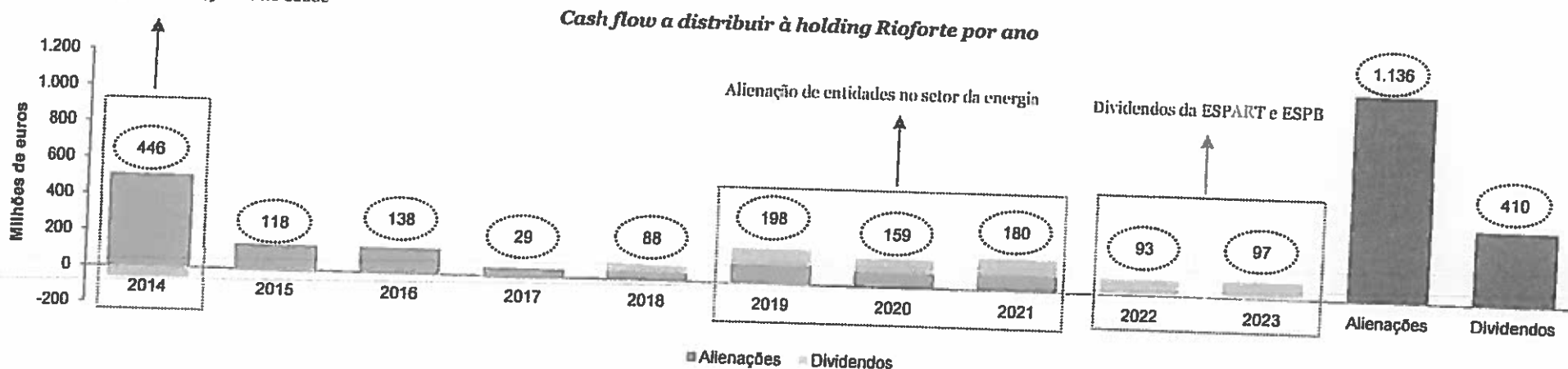
Análise do Cash flow das participadas

Conforme podemos constatar no gráfico ao lado, os setores mais preponderantes na geração de *cash flow* a distribuir para a *holding* Rioforte são o setor imobiliário e da energia embora com estratégias diferentes. O primeiro prevê fundamentalmente o desenvolvimento e comercialização de projetos e, por isso, os *cash flow* a distribuir à *holding* são maioritariamente dividendos. O segundo prevê a valorização e posterior alienação das participações e consequentemente os *cash flows* previstos nos Planos de Negócios advêm fundamentalmente de alienações.



O gráfico abaixo apresenta o *cash flow* gerado pelas subsidiárias por ano. Conforme podemos constatar, o *cash flow* gerado através das alienações é o mais significativo.

Alienações nos setores imobiliário, turismo, agropecuária e de 12,9% da ES Saúde



Deste processo de alienações destaca-se o ano de 2014, onde estão previstas alienações no montante de 510 milhões de euros. Este volume de alienações é explicado pela estratégia da Rioforte em desinvestimento no curto prazo, de forma a reduzir o valor da dívida e consequentemente os custos financeiros, libertando assim nos anos seguintes *cash flow* de forma a garantir dividendos aos acionistas, nomeadamente a ESI. Este valor é decomposto da seguinte forma:

- Setor imobiliário: alienação de Fundos de investimento imobiliários em Portugal, pelo montante de 131 milhões de euros;
- Setor da agropecuária: alienação de duas entidades no Brasil, CAB e Agriways, pelo montante de 61 milhões de euros;

- Setor da saúde: alienação de 12,9% da ES Saúde, pelo montante de 44 milhões de euros;
- Setor do turismo: alienação dos Hotéis Tivoli em Portugal e no Brasil e da ES Viagens, pelo montante global de 206 milhões de euros; e
- Outros setores: alienação da participação na MASA, pelo montante de 68 milhões de euros.

As alienações continuam durante os anos de 2015 e 2016 com a venda de participações de entidades no setor da agropecuária (94 milhões de euros) e no setor da energia (141 milhões de euros). Adicionalmente, entre 2019 e 2021 estão igualmente previstas alienações na área da energia do Brasil, no montante de 270 milhões de euros. Conforme referido anteriormente, existe uma diferente estratégia de alienações pelos diversos setores de atividade, a qual passa por alienações de curto prazo em entidades do setor do turismo e imobiliário, enquanto em setores como da agropecuária e energia a estratégia da Rioforte passa por maximizar os investimentos realizados nos últimos anos, procedendo à sua alienação no médio/longo prazo.

A partir de 2018, está previsto no Plano de Negócios a retoma do investimento no setor imobiliário em Portugal sendo que a partir desse ano e até 2023 a ESPART e a ESPB são as entidades que mais contribuem para o *cash flow* através dos dividendos, que atingem 250 milhões de euros, para um total de 502 milhões de euros.

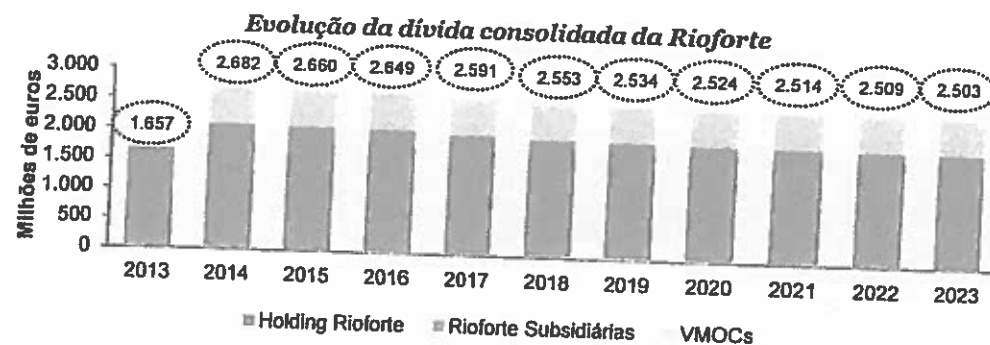
Análise da evolução da dívida

Apesar da estratégia de alienações de várias entidades da Rioforte em 2014, que permite uma distribuição de dividendos à Rioforte de 510 milhões de euros e uma desconsolidação de dívida nas subsidiárias de 326 milhões de euros, a dívida consolidada da Rioforte aumenta significativamente em 2014.

Este aumento é justificado pela reorganização do grupo, nomeadamente com a aquisição de 49,26% da participação do ESFG (e da ES Irmãos) à ESI por 2.282 milhões de euros e a OPA de 50,74% do ESFG por 600 milhões de euros.

É por isso fundamental, a emissão das VMOCs uma vez que permite um fluxo de caixa de 1.034 milhões de euros neste ano (montante líquido dos juros liquidados).

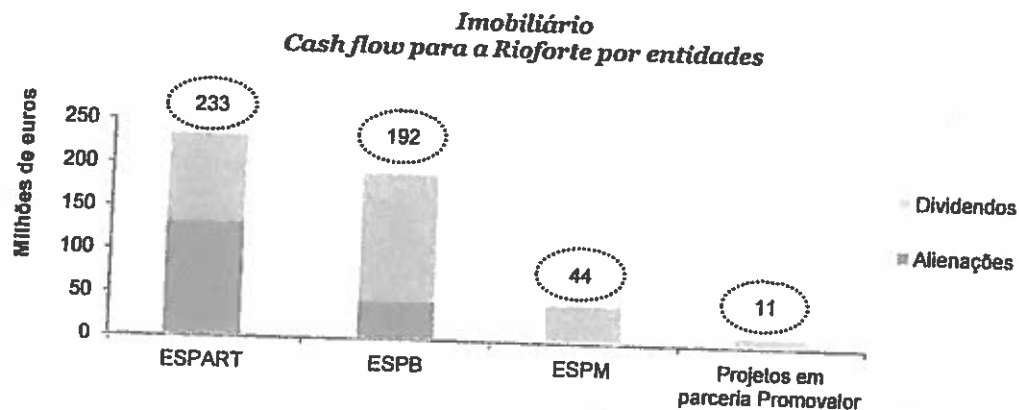
Entre 2014 e 2023, a dívida da Rioforte mantém-se constante em 1.773 milhões de euros e a dívida das subsidiárias não sofre variações significativas. Em 2023 total de dívida consolidada da Rioforte é de 2.503 milhões de euros. Esta manutenção do nível de dívida resulta do facto do Plano de Negócios estimar que todo o fluxo gerado é distribuído aos acionistas (4.395 milhões de euros entre 2014 e 2023), nunca sendo utilizado para amortizar dívida.



4-3-2.2 Setor imobiliário

O setor imobiliário da Rioforte encontra-se dividido por três geografias:

- **Portugal** – Através da ESPART, agora denominada Espírito Santo Property. A Rioforte está presente no desenvolvimento imobiliário e turístico em Portugal tendo como principais atividades a promoção imobiliária, gestão de fundos de investimento imobiliário, gestão e coordenação de projetos, fiscalização de obras, marketing e mediação imobiliária.
- **Brasil** – A Espírito Santo Property Brasil (ESPB) é uma *joint-venture* com o promotor imobiliário brasileiro Oscar Americano Neto. A ESPB é detida pela Rioforte em 66,67%.
- **Moçambique** – A Rioforte tem dois projetos em parceria com a Promovvalor (Platinum e Machava). Adicionalmente o Plano de Negócios prevê a criação nesta geografia de uma entidade (Espírito Santo Property Moçambique – ESPM).



Conforme podemos constatar no gráfico apresentado, de acordo com o Plano de Negócios, as entidades que geram mais *cash flow* a distribuir à Rioforte entre 2014-2023 são a ESPART e ESPB (233 milhões de euros e 192 milhões de euros, respetivamente).

Portugal

O Plano de Negócios consolidado da ESPART, resulta da consolidação dos planos das entidades abaixo descritas. Conforme podemos observar no gráfico "Imobiliário Portugal - Cash flow para a Rioforte por entidade", as entidades que geram mais cash flow a distribuir à holding Rioforte são (i) Fimes UM, (ii) Fimes II, fundos previstos serem alienados em 2014, (iii) o Imobiliário PT (Expansão) e (iv) ESPART.

- **Fundo de investimento imobiliário fechado Fimes UM**

Fundo de investimento imobiliário fechado que detém o Parque de Santa Cruz, Quinta do Perú, Herdade da Amieira, Casal de S. Martinho e os Campos de Almeirim. A comercialização dos empreendimentos tem sido, na sua maioria, lenta devido à retração do setor imobiliário em Portugal.

O Plano de Negócios da Rioforte prevê a alienação do fundo em 2014 por 78 milhões de euros - valor calculado com base no Valor Global Líquido do Fundo (VGLF) ajustado pelo valor da média das avaliações (54 milhões de euros) mais suprimentos dos acionistas (24 milhões de euros). Adicionalmente, o Plano de Negócios estima suprimentos de 1 milhão de euros, sendo o cash flow final de 77 milhões de euros.

- **Fundo de investimento imobiliário fechado Fimes II**

Fundo de investimento imobiliário fechado que detém o empreendimento Oeiras Golf & Residence. A comercialização dos empreendimentos tem sido, na sua maioria, lentos devido à retração do setor imobiliário em Portugal - em 2012 apenas foram comercializados 2 apartamentos e uma moradia.

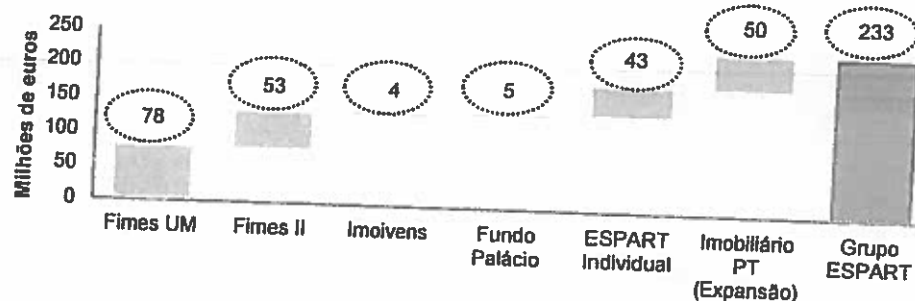
O Plano de Negócios da Rioforte prevê a alienação do fundo em 2014 por 53 milhões de euros - valor calculado com base no VGLF ajustado pelo valor da média das avaliações (35 milhões de euros) mais suprimentos dos acionistas (18 milhões de euros). Adicionalmente, o Plano de Negócios estima suprimentos de 2 milhões de euros, sendo o cash flow líquido acumulado de 51 de milhões de euros.

- **Imoivens - Fundo de investimento imobiliário fechado**

Fundo de investimento imobiliário fechado que adquiriu em 2006 dois prédios na Rua Ivens, tendo vindo a ser promovida a construção de um imóvel com 15 apartamentos.

É expeável que a escritura de venda de todas as unidades ocorra até ao final do primeiro trimestre de 2014, com um volume de negócios de 23 milhões de euros, sendo que já estão assinados os CPCVs (contratos de promessa de compra e venda) para todas as unidades. Estes 23 milhões de euros correspondem à libertação de um fluxo de caixa depois de encargos de 17 milhões de euros, dos quais 13 milhões de euros são estimados para 2013 e conseqüentemente não considerados no gráfico acima, e os remanescentes 4 milhões de euros são estimados para 2014.

Imobiliário Portugal
Cash flow para a Rioforte por entidade



- **Palácio - Fundo de investimento imobiliário fechado**

Fundo de investimento imobiliário fechado que adquiriu em 2006 um lote para construção no Parque do Estoril e promoveu a construção de um imóvel destinado à habitação: Palácio Estoril Residências.

A comercialização está a decorrer conforme esperado tendo sido em 2012 vendidos 18 apartamentos num total de 25. O Plano de Negócios prevê que os restantes apartamentos sejam alienados entre 2013 e 2015.

Tendo em consideração que a Rioforte detém 45% deste fundo e que o Plano de Negócios estima a libertação em 2014 e 2015 de fluxos de caixa no montante global de 12 milhões de euros, a parte que lhe é correspondente ascende a 5 milhões de euros.

- **ESPART Individual e Imobiliário PT (Expansão)**

O Plano de Negócios da ESPART consolida para além das entidades anteriormente mencionadas, mais dois Planos de Negócios: ESPART Individual e Imobiliário PT Expansão. Estes dois Planos de Negócios devem ser analisados em conjunto uma vez que o Plano de Negócios "Imobiliário PT (Expansão)" é construído tendo por base um conjunto de projetos a desenvolver pela ESPART a partir de 2016.

O Plano de Negócios da ESPART individual considera a comercialização entre 2013 e 2017 de projetos em carteira e que estão neste momento em fase de comercialização, sendo de salientar: Casas de S. Francisco, Edifício Foz Diogo Botelho, Rua da Quinta, Rua da Vilarinha, Quinta do Monte, Campo de Golfe OGR e Av. Liberdade 108 - o total de volume de negócios previsto com a comercialização destes projetos é de 36 milhões de euros.

Adicionalmente, a partir de 2015 o Plano de Negócios prevê a comercialização de novos projetos com um volume anual médio de negócios entre 2015 e 2023 de aproximadamente 24 milhões de euros e com um retorno (EBITDA / VN) de cerca de 19%. Estes projetos estão em *pipeline*, mas apenas dois se encontram numa fase avançada de negociações. Por este motivo, não é possível detalhar os volumes de negócios previstos.

Uma parte do volume de negócios desta entidade corresponde à prestação de serviços imobiliários, sendo que o crescimento previsto no Plano de Negócios com a prestação destes serviços não é significativo.

As estimativas de volume de negócios estimadas no Plano de Negócios são justificadas pelas perspetivas de retoma da atividade imobiliária, com uma aposta desta entidade no setor premium e pela continuidade da atividade até 2014 desenvolvida nos fundos Fimes UM e Fimes II.

O Plano de Negócios da ESPART individual decompõe-se como segue:

Decomposição do VN do Plano de Negócios da ESPART	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Casas de São Francisco	-	1.794	1.162	844	1.013	835	675	-	-	-	-	-	-	-	3.367
Edifício Foz Diogo Botelho	-	314	3.264	4.536	3.071	3.352	-	-	-	-	-	-	-	-	10.959
Rua da Quinta	-	-	598	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rua da Vilarinha	-	-	-	-	1.200	1.200	1.200	2.400	-	-	-	-	-	-	-
Quinta do Monte	4.150	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.000
Campo de Golfe OGR	-	-	-	6.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Av. Liberdade 108	-	-	-	-	9.834	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.000
Outros ativos imobiliários	1.521	200	1.211	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.834
Novos Projetos Imobiliários - ESPART	-	-	-	-	-	20.000	20.000	20.000	24.000	24.720	25.214	25.719	26.233	26.758	212.644
Prestação de Serviços Imobiliários	8.813	9.492	8.906	9.432	9.400	9.362	9.334	9.428	9.522	9.807	10.004	10.204	10.408	10.616	107.517
Total Volume de Negócios	14.484	11.800	15.141	20.812	24.518	34.749	31.809	31.828	33.522	34.627	35.218	35.923	36.641	37.374	356.321

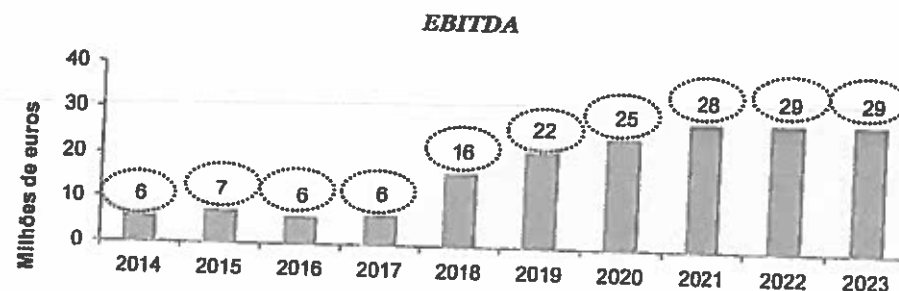
Conforme anteriormente referido, o Plano de Negócios Imobiliário PT (Expansão), considera novos projetos a desenvolver pela ESPART e tal como os apresentados no Plano de Negócios da ESPART são projetos em *pipeline*, sendo que só alguns destes projetos se encontram na fase inicial de negociação. O Plano de Negócios prevê que com 43 milhões de euros de suprimentos a efetuar entre 2016 e 2020 estes projetos possam libertar dividendos na ordem dos 93 milhões de euros entre 2018 e 2023, ou seja gerando um retorno de cerca de 50 milhões de euros em sete anos, o que corresponde a um retorno superior a 100% do capital investido.

Plano de Negócios Imobiliário PT (Expansão)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Volume de Negócios	-	657	43.580	65.716	78.859	94.345	94.345	94.345	471.846
EBITDA	-21	302	9.986	14.984	17.989	21.451	21.451	21.451	107.593
Impostos	-	-	-1.253	-1.898	-2.278	-2.733	-2.733	-2.733	-13.678
Variação de Fundo de Manco	-2.557	-18.763	-9.762	-6.216	-6.344	-	-	-	-43.643
Fluxo de Caixa	-2.578	-18.461	-1.028	6.869	9.368	18.718	18.718	18.718	50.323

Estes projetos têm um impacto significativo no aumento do *cash flow* libertado pela ESPART consolidado, fundamentalmente a partir de 2019.

Note-se que de 2019 a 2023 as únicas entidades que consolidam na ESPART são a ESPART individual e o Plano de Negócios "Imobiliário PT Expansão", que, com a exceção de cerca de 10 milhões de euros anuais de volume de negócios previstos com a prestação de serviços imobiliários, as projeções são baseadas em projetos que apenas estão em *pipeline*, cujos imóveis não fazem parte da carteira da ESPART e cujas negociações ainda não começaram ou estão numa fase inicial de negociação.

Nos gráficos abaixo apresentamos a evolução do volume de negócios e EBITDA do Plano de Negócios da ESPART consolidado.



Brasil

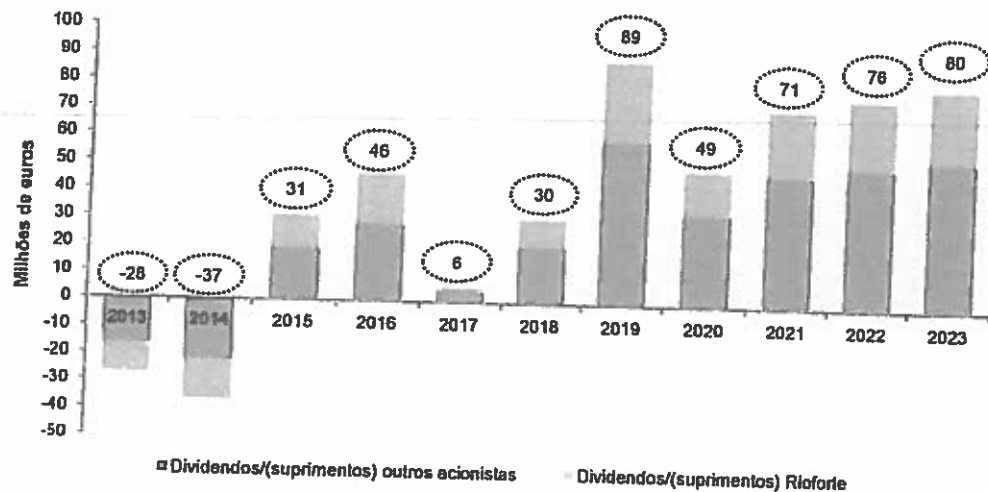
O Grupo Rioforte está presente na área imobiliária no Brasil através da Espírito Santo Property Brasil (ESPB). A ESPB é uma *joint-venture* que resultou da união do Grupo Espírito Santo e a Oscar Americano Neto. Os dois grupos já atuavam em parceria há 20 anos, em projetos no Brasil e no exterior. A Rioforte detém 66,7% da ESPB.

A ESPB desenvolve projetos em diversas regiões do Brasil, alguns detidos a 100%, outros em parceria com entidades locais.

O Plano de Negócios apresentado teve por base uma avaliação dos projetos em carteira por uma consultora brasileira (Moore Stephens) realizada em dezembro de 2012. Foram considerados os *cash flows* dos projetos em carteira até 2021 e, a partir desta data, até 2023 com um crescimento do volume de negócios de 6%.

Adicionalmente, está prevista a alienação de 16,7% da participação na ESPB em 2017 por 117 milhões de euros – este valor foi apurado de acordo com o valor da avaliação a dezembro de 2012, considerando um crescimento anual de 11%, que corresponde ao valor do custo do capital médio utilizado na avaliação para descontar os *cash flows* na avaliação anteriormente mencionada.

Dividendos / (suprimentos) estimados na ESPB



Conforme podemos verificar no gráfico ao lado, o Plano de Negócios prevê suprimentos dos acionistas nos primeiros dois anos no valor de aproximadamente 39 milhões de euros (sendo a parte da Rioforte de 25,8 milhões de euros) e a partir de 2015 e até 2023 um recebimento de aproximadamente 314 milhões de euros de dividendos (sendo a parte da Rioforte de 165 milhões de euros).

Os suprimentos nos primeiros anos (26 milhões de euros) são, de acordo com o estimado no Plano de Negócios para liquidar dívida (13 milhões de euros) e para realizar investimentos nos projetos em carteira (13 milhões de euros).

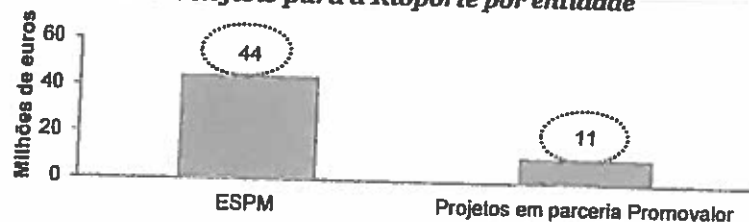
O *cash flow* previsto para 2019 é explicado pela previsão da venda do “Guarujá Shopping”, pelo que se encontra previsto receber nesse ano cerca de 80 milhões de reais.

Em resumo, o Plano de Negócios do setor imobiliário no Brasil estima um *cash flow* a distribuir à Rioforte no montante de 192 milhões de euros, dos quais 43 milhões de euros de alienações e 149 milhões de euros de distribuição de dividendos (líquidos de suprimentos) e liquidação de dívida individual no montante de 91 milhões de euros.

Moçambique

O Grupo Rioforte está presente na área imobiliária em Moçambique através de dois projetos em Parceria com o grupo Promovalor: Platinum (detido a 30%) e Machava (detido a 25%). O *cash flow* destes projetos, conforme se pode verificar no gráfico no início desta secção, não é significativo para a Rioforte, pois estima-se que os dois projetos irão gerar dividendos para a distribuir à Rioforte no montante de 6 milhões de euros.

Imobiliário Moçambique Cash flow para a Rioforte por entidade

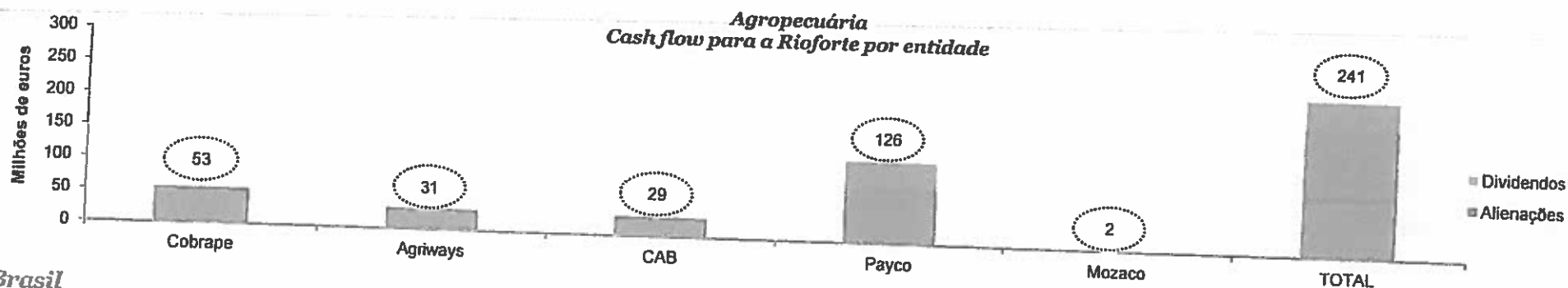


Está previsto que seja criada uma entidade em 2015 – Espírito Santo Property Moçambique (ESPM), que de acordo com o Plano de Negócios será detida a 50% pela Rioforte, sendo o restante da participação detido por parceiros locais.

O Plano de Negócios da ESPM foi criado tendo por base os projetos atualmente existentes com a Promovalor: o Plano de Negócios considera que todos os anos, a partir de 2015 (ano da constituição da ESPM), esta entidade irá conseguir gerar projetos iguais a estes mas detidos a 100% pela ESPM e consequentemente em 50% pela Rioforte. Uma vez que estes projetos são cumulativos, o *cash flow* distribuído por esta entidade à Rioforte atinge um montante relevante: 44 milhões de euros.

4.3.2.3 Setor da agropecuária

O Plano de Negócios da Rioforte considera a atividade de 5 entidades no setor da agropecuária: três no Brasil (Cobrape, Agriways e CAB), uma no Paraguai (Payco) e uma em Moçambique (Mozaco). Conforme podemos constatar pelo gráfico abaixo (período 2014-2023), a estratégia da Rioforte passa, fundamentalmente pela alienação das participações nas entidades que detém neste setor.



Brasil

Está prevista a alienação de todas as entidades no Brasil. O valor de alienação estimado para as 3 entidades é de cerca de 113 milhões de euros, o qual se decompõe da seguinte forma:

- **Cobrape**

Entidade que detém uma propriedade na Fazenda Pantanal de Lima de 20.445 ha afetos à atividade agrícola. Está prevista a alienação dos 98,3% detidos desta entidade para 2015/2016. O valor de alienação estimado ascende a 52,7 milhões de euros, sendo de referir que já existem contatos com vista a esta alienação.

O valor de alienação foi calculado com base no valor de uma avaliação de julho de 2013 realizada pela Informa Economics (125 milhões de reais) acrescido de uma taxa de crescimento anual de 6,5%.

- **Agriways**

Detida a 50% pela Rioforte, é uma propriedade no interior do estado de São Paulo de 7.833 ha afetos à plantação de eucalipto, cana-de-açúcar e floresta. O Plano de Negócios prevê a alienação em 2014 por 31 milhões de euros (montante correspondente à parte da Rioforte). O valor de alienação foi calculado com base numa avaliação da Informa Economics de junho de 2013 no valor de 144 milhões de reais, a qual foi ajustada pelo novo contrato de arrendamento, perfazendo um valor final de cerca de 168 milhões de reais. Existem contatos com o sócio para a alienação deste investimento.

- **CAB**

Entidade adquirida em 1997, o CAB é detida na íntegra pela Rioforte e situa-se na Fazenda Morrinhos. Cerca de 93% da área da fazenda está arrendada à Louis Dreyfus Commodities, visando a produção de laranja e limão para transformação em sumo e sua exportação. O contrato com esta entidade encontra-se em vigor até 2024 e permite uma boa previsibilidade dos *cash flow*. Encontra-se prevista a alienação para 2014, estimando-se o valor de 29,2 milhões de euros, com base em múltiplo EBITDA de 14x.

Paraguai

A Rioforte está presente no setor agrícola no Paraguai através da Payco. A Payco opera no Paraguai numa área agrícola de 147 mil ha, através de 10 fazendas próprias. Em 2013 foi alienada 10% da participação à DEG (subsidiária do German Development Bank) por 15 milhões de euros, estimando-se que em 2014 sejam alienados mais 6% de participação por 10 milhões de euros. O valor de venda foi calculado com base numa avaliação da Payco de 192 milhões de USD. Após estas alienações é estimado a Rioforte deter 84% da Payco.

O Plano de Negócios prevê (i) alienação de 20% em 2015 por 54,6 milhões de USD e de 14% em 2018 por 55,1 milhões de USD - estes valores foram apurados com base na avaliação acima mencionada atualizada a uma taxa anual de 12,5%, em linha com o custo de capital utilizado na avaliação que suportou a alienação do 10% acima referida; pelo que o valor de alienações totaliza 83,2 milhões de euros e (ii) distribuição à Rioforte de 43,4 milhões de euros de dividendos, sendo que 37,9 milhões de euros serão liquidados entre 2019 e 2023.

A evidência da existência de investidores interessados no projeto reflete a atratividade do mesmo. Adicionalmente, o fato de terem sido captados novos investidores em 2013, permite à Payco ganhar solidez financeira para concluir o projeto de investimento ambicioso de forma a aumentar o volume de negócios e consequentemente o *cash flow* a libertar. Conforme podemos observar na tabela abaixo, entre os anos de 2013 e 2015 estão previstos investimentos (*capex*) de 40 milhões de USD. Nestes anos são esperados decréscimos nos valores do EBITDA.

Os investimentos realizados entre 2013 e 2015 têm reflexo num aumento acentuado do volume de negócios e EBITDA entre 2015 e 2016.

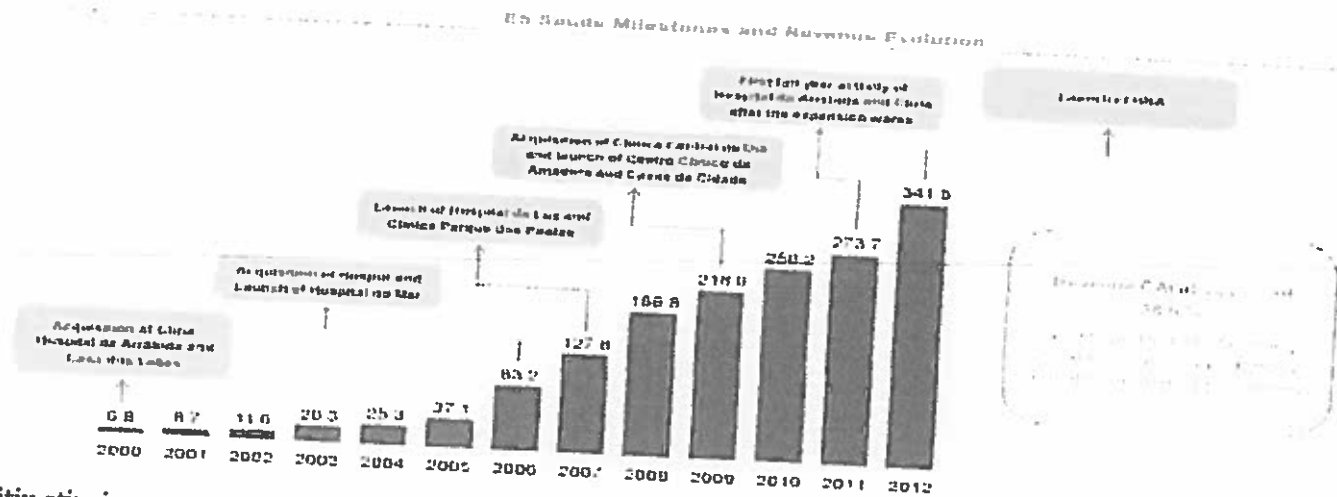
Plano de Negócios Payco	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
Volume de negócios	13.537	22.268	15.794	23.377	30.004	34.100	47.549	49.708	45.722	46.438	48.604	45.207	50.309	50.192	22.809
EBITDA	5.641	9.786	4.984	7.933	6.504	5.685	13.299	14.474	13.827	39.366	18.598	16.232	19.883	20.037	196.249
Capex	-1.041	-2.975	-6.901	-3.442	-30.341	-6.811	-6.883	-4.453	-3.578	-2.755	-284	-284	-284	-284	-70.316
Variación fundo maneio/outras variações	-2.326	-7.384	-4.240	4.493	-4.368	-6.199	-5.363	-2.601	-5.754	-	-	-	-	-	-33.742
Fluxo de caixa libertado	2.539	635	-4.922	8.127	-28.868	-7.859	-202	6.109	3.200	32.955	16.716	14.574	17.862	17.997	78.863

Moçambique

Em 2013 foi constituída a Mozaco, uma parceria com o Grupo JFS em Moçambique para desenvolvimento da atividade agrícola naquele país. A participação da Rioforte nesta entidade é de 60%.

O Grupo JFS é um dos maiores grupos privados moçambicanos, que possui posições de liderança numa ampla gama de setores de atividade com destaque para a agricultura.

Conforme podemos observar no gráfico apresentado no início desta secção, o *cash flow* previsto para a Mozaco não é significativo (2 milhões de euros).



A estratégia adotada permitiu atingir uma taxa composta de crescimento anual de 38,6% para o período 2000-2012, tendo vindo a iniciar novos projetos, através quer da aquisição de unidades já em atividade, quer da construção/expansão, sendo que, desde 2006, apenas nos anos de 2008 e 2010 a ES Saúde não registou qualquer novo projeto.

Nos últimos três anos de atividade, onde há a destacar uma conjuntura económica recessiva, a ES Saúde registou receitas positivas e consecutivamente crescentes, a par do seu EBITDA, tendo este último decrescido apenas de 2011 para 2012, fruto dos *cash flows* negativos gerados pela *start up* Hospital Beatriz Ângelo. Verifica-se ainda uma diminuição significativa de dívida, no montante de 35 milhões de euros entre 2010 e 2012, o que demonstra consistência financeira.

No início de 2013 a estrutura acionista da ES Saúde era composta pelas seguintes entidades: Rioforte (44,5%), ESFG (24,9%), AA-Iberian (12,6%), BES (10%), BES Vida (5%) e Tranquilidade (3%).

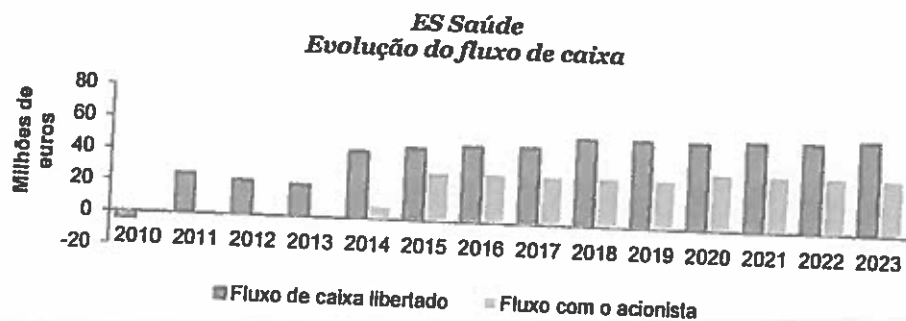
Em novembro de 2013, a ESI adquiriu a participação detida pela AA-Iberian, tendo a Rioforte adquirido esses 12,6% à ESI em dezembro de 2013, pelo que no final de 2013 a estrutura acionista da ES Saúde era composta pelas seguintes entidades: Rioforte (57,1%), ESFG (24,9%), BES (10%), BES Vida (5%) e Tranquilidade (3%).

Plano de negócios

O Plano de Negócios da ES Saúde para o período 2013-2023 apresenta-se como segue:

	Demonstração de Resultados														
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Volume de negócios	248.838	272.553	338.963	386.778	401.245	416.622	427.197	435.589	445.163	454.200	463.400	472.400	481.392	490.644	
Variação do Volume de Negócios				14,1%	3,7%	3,8%	2,5%	2,0%	2,2%	2,0%	2,0%	1,9%	1,9%	1,9%	
EBITDA	37.674	46.543	38.840	56.200	64.590	71.697	74.326	75.995	77.761	79.329	80.800	82.200	83.207	84.835	
Variação do EBITDA				44,7%	14,9%	11,0%	3,7%	2,2%	2,3%	2,0%	1,9%	1,7%	1,2%	2,0%	
EBITDA/VN	15,1%	17,1%	11,5%	14,5%	16,1%	17,2%	17,4%	17,4%	17,5%	17,5%	17,4%	17,4%	17,3%	17,3%	
Fluxo de caixa libertado	-4.323	25.051	21.540	19.980	42.204	45.376	47.321	47.993	54.419	54.647	54.425	56.058	56.322	58.552	

A entrada em funcionamento da PPP (HBA – Hospital Beatriz Ângelo) suporta o crescimento do volume de negócios em 2012 e 2013, ano a partir do qual se verifica um crescimento tendencialmente decrescente até estabilizar nos 1,9% em 2021. Já o EBITDA, como se verifica, apresenta-se com um decréscimo em 2012, face aos *cash flows* negativos gerados pelo HBA, crescendo significativamente nos anos 2012 e 2013, a par do volume de negócios, beneficiando também de uma relativa estabilização dos custos, em contrapartida de o HBA ter o ano de 2013 como o seu primeiro ano completo de atividade.



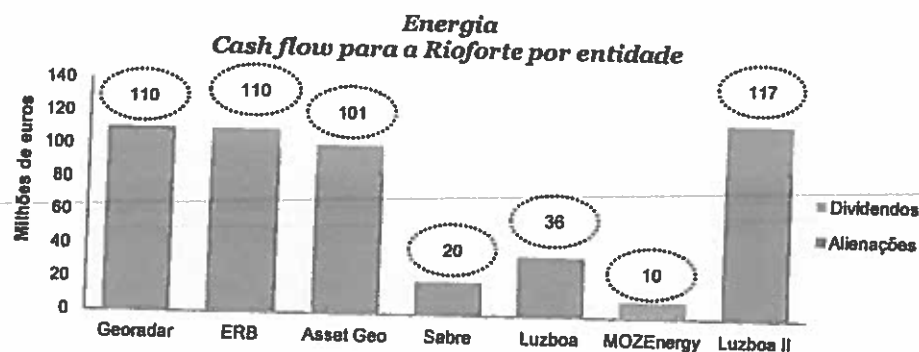
O Plano de Negócios da ES Saúde considera essencialmente os seguintes pressupostos:

- Não incorporação de captura de qualquer oportunidade de crescimento nem renovação do contrato da PPP – Hospital Beatriz Ângelo;
- Evolução de preços a níveis equivalentes aos da inflação, bem como incorporação do impacto do programa de resgate da Troika;
- Estimativas de crescimento de cirurgias e consultas prudente, justificados pelo início de atividade de uma nova unidade (PPP - HBA).

O Plano de Negócios apresentado estima uma CAGR de 11,4% em 10 anos, prevendo-se um crescimento médio anual do volume de negócios na ordem dos 3,47%, já considerando o aumento significativo nos primeiros anos de atividade (2013-2015), este plano é baseado numa avaliação realizada pelo

justificado pelo início de atividade da PPP – Hospital Beatriz Ângelo. Verifica-se a mesma tendência para o EBITDA. Este plano é baseado numa avaliação realizada pelo BES I em março de 2013, onde se avaliam o total dos capitais próprios da entidade em 331 milhões de euros. É ainda considerada, em 2014, a alienação de 12,9% da participação da Rioforte (detém atualmente 44,5%) que se prevê gere um rendimento de 46 milhões de euros a esta *holding*, de acordo com o valor da IPO prevista para fevereiro de 2014, onde se deverá dispersar cerca de 48% do capital por 166 milhões de euros. Este valor está em linha com a avaliação do BES I acima referida, a qual estima a ES Saúde em 331 milhões de euros. O valor de alienação estimado no Plano de Negócios está igualmente em linha com a média dos preços previstos para a Oferta Pública de Distribuição, os quais avaliam a ES Saúde entre 305 milhões de euros e 372 milhões de euros.

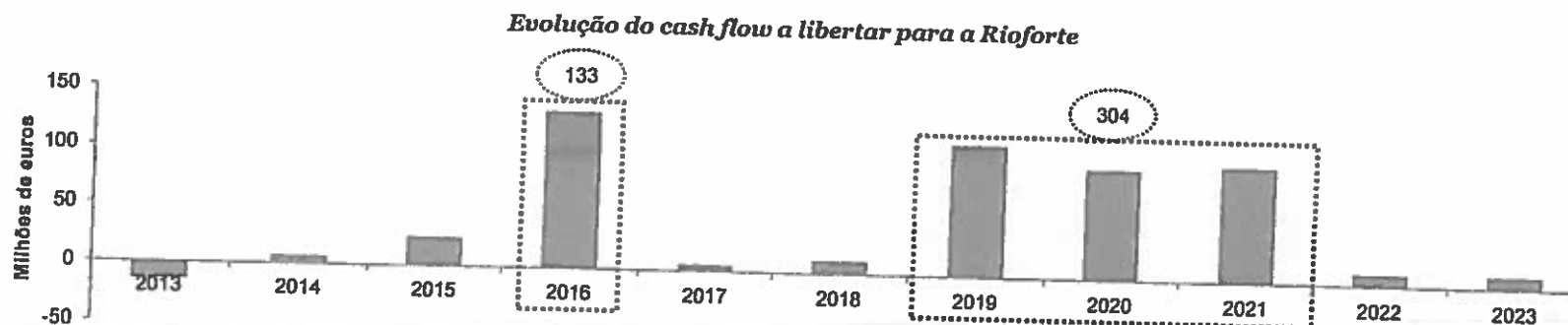
4.3.2.5 Setor da energia



A Rioforte está presente no setor da energia fundamentalmente no Brasil. A estratégia da Rioforte apresentada no Plano de Negócios para o setor da energia passa por adquirir ou potencializar projetos com parceiros estratégicos, posteriormente, a médio prazo, alienando as participações nesses projetos.

O gráfico abaixo mostra quais os projetos/entidades consideradas no Plano de Negócios da Rioforte no setor da energia e o *cash flow* que cada um liberta para a Rioforte através de dividendos ou alienações de participações. As quatro entidades mais significativas são a Georadar, ERB, AssetGeo e Luzboa II, sendo preponderante o *cash flow* estimado ser gerado pela alienação destas participações.

Adicionalmente, o gráfico abaixo mostra que, exceto em 2016, os anos de 2019 a 2021 são os mais significativos em termos de alienações o que comprova o que foi referido anteriormente, ou seja a estratégia da Rioforte passa por valorizar os projetos em que está a investir para os alienar a médio / longo prazo. A única exceção é a Georadar em que o Plano de Negócios prevê a sua alienação nos anos de 2015 e 2016. O *cash flow* negativo de 2013 é justificado por suprimentos na ERB e na Georadar.



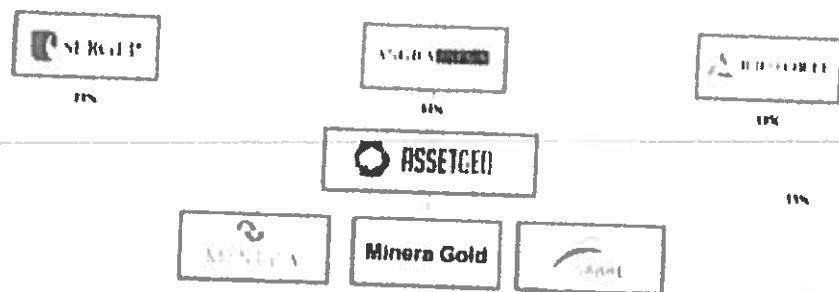
- Georadar**

Presta serviços de prospeção geofísica, recolha de dados geotécnicos e diagnóstico ambiental e navegação. O Plano de Negócios prevê a alienação em 2015/2016 de 28,3% (totalidade da participação da Rioforte) por cerca de 109 milhões de euros (9,4 milhões de euros em 2015 e 99,4 milhões de euros em 2016).

O pressuposto de valorização considera o valor *post-money* da entrada do FIP Modal (666 milhões de reais o que equivale a 246 milhões de euros de acordo com a taxa de câmbio utilizada no Plano de Negócios), corrigido por IGPM+9,5% ao ano, conforme *benchmark* definido nos contratos de investimento como pressupostos mínimos para tal evento. Para 2016, o pressuposto de valorização foi idêntico e significará um múltiplo EV/EBITDA na saída de cerca de 8x.

- **AssetGeo**

A Georadar alavancou o seu *know-how* técnico e a sua *network* para criar, em 2010, duas linhas de negócios focadas na prospeção, desenvolvimento e venda de ativos de O&G (Sabre) e de mineração (Minera). Foi efetuado um *spin-off* de ambas as unidades no início de 2013 sob uma nova *holding*: AssetGeo.



A AssetGeo nasce com um *portfolio* de projetos abrangendo ouro, petróleo e minério de ferro no Brasil, Paraguai e África. Foca-se em projetos de O&G e mineração assentes nos pressupostos de prémio elevado / risco elevado / baixo compromisso, procurando uma filosofia exploratória de agregar valor aos seus ativos por meio de uma capacidade sólida de avaliação.

A lógica de atuação reside na identificação e aquisição de projetos em *early stage*, amadurecimento dos mesmos através da realização de pesquisas e exploração para confirmação do seu potencial, para alienação parcial/total dos mesmos em distintas fases a investidores ou *players* estratégicos.

A Rioforte detém 33,3% da AssetGeo sendo os restantes acionistas a AngraInfra (*private equity*) e Sergep. O Plano de Negócios estima a alienação da totalidade da participação em 2019 por 85 milhões de euros. O valor de venda estimado está de acordo com o valor registado nas contas da Rioforte em 2012 (119 milhões de reais o que corresponde a 44 milhões de euros) ajustado de um crescimento anual de 10%. Recentemente foi alienada uma participação minoritária da Minera (participada da AssetGeo) por um múltiplo de 20x do valor investido pela AssetGeo.

- **Sabre**

Através da aquisição de uma participação maioritária na Boêmia, a empresa possui uma concessão de O&G no Paraguai. A Sabre é detida pela AssetGeo e em 15% diretamente pela Rioforte (ver gráfico acima).

O Plano de Negócios assume a alienação de 15% em 2019 por 18 milhões de euros (entre 2013 e 2019 deverão ser realizados pela Rioforte suprimentos no montante de 8 milhões de euros e recebidos dividendos de apenas 2 milhões de euros). A valorização da empresa toma por base o valor registado nas contas individuais da Rioforte em 2012, e assume-se uma capitalização de cerca 10% o que corresponde a um múltiplo de 8x.

- **ERB**

Desenvolve projetos de transformação de biomassa em energia para clientes industriais, gerando poupanças com a substituição de óleo e gás por biomassa

A Rioforte investiu na ERB em 2010, tendo sido definido um plano que previa a entrada de vários investidores para apoiar o forte plano de crescimento da companhia, passo atingido em 2013 (com entrada da BNDESPAR e Mantiq), pelo que agora se dará início a um novo ciclo de crescimento que se concluirá com o seu IPO, conforme se encontra definido contratualmente entre os sócios (entre eles o FI-FGTS, o fundo de investimento em infra-estruturas do Fundo Segurança Social Brasileiro e a BNDESPAR, braço de investimento do banco de desenvolvimento Brasileiro BNDES). Atualmente, a Rioforte detém 25,8% da ERB, mas prevê-se que até 2015 a

Está previsto que até 2016, a ERB será cotada no Bovespa Mais (bolsa de acesso ao mercado Brasileiro).

Em 2016, o Plano de Negócios prevê a alienação de 6,6% da participação por 19 milhões de euros e, em 2020, dos restantes 13,1% por 79 milhões de euros. Os valores de valorização assumidos têm por base o valor de avaliação *post money* do *private placement* (169 milhões de euros) feito este ano com o BNDESPAR e Mantig capitalizado a 20% ao ano. Este pressuposto implica um múltiplo de 9,5x EBITDA na saída em 2020.

- **Luzboa**

Constituída em 2001 no estado de Minas Gerais, assinou um *Power Purchase Agreement* (PPA) em 2008 com uma empresa brasileira de referência para vender 18,17MW até 2027. Usando o PPA como segurança, a Luzboa conseguiu assegurar o financiamento bancário para a construção de uma unidade de 2,88 MW (PCH Oliveira). A empresa garantiu também os requisitos do PPA até 2014 por meio de vários contratos de energia elétrica comprados no mercado (Hedge MP). É uma empresa com fluxos de caixa estáveis e previsíveis.

O Plano de Negócios prevê a alienação de 95,8% (percentagem detida pela Rioforte) em 2015 por 35 milhões de euros - valor de acordo com uma avaliação do BESI. Foi contratado um assessor e preparado um Memorando de Informação já distribuído a vários interessados, sendo que já existem discussões adiantadas com algumas entidades (CEC, Rio Bravo e Orteng).

- **Luzboa 2**

A Luzboa 2 é uma entidade que está prevista ser criada em 2016 e que irá atuar na mesma área da Luzboa. O objetivo passa por, aproveitando as competências existentes, adquirir licenças energéticas a investidores sem capacidade financeira, construir unidades de geração de energia e realizar contratos com fluxos constantes e previsíveis. Este projeto é a previsão de continuidade da Rioforte neste setor depois de todas as outras entidades terem sido alienadas.

Ainda não existe nenhum contrato formalizado nem negociações avançadas para a execução do mesmo.

O Plano de Negócios estima a alienação de 50% da participação nesta entidade em 2021 por 88 milhões de euros. O valor de alienação estimado considera um múltiplo EBITDA de 8x. Adicionalmente, durante o período 2016 a 2023, está previsto que esta entidade distribua dividendos para a Rioforte no montante de 28 milhões de euros.

- **MOZEnergy**

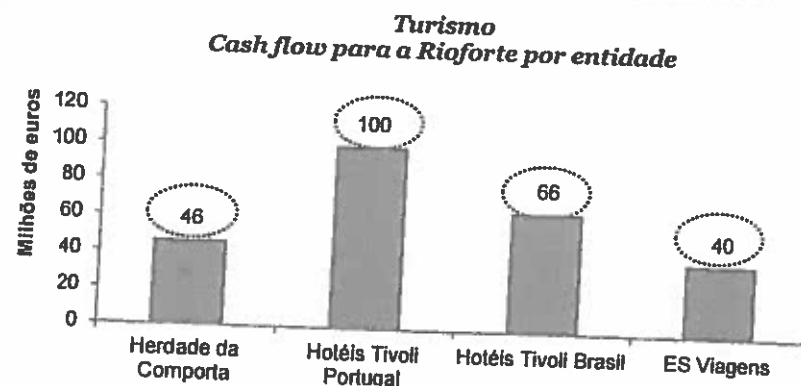
Projeto de energia a ser lançado em Moçambique em parceria com parceiros locais (a Rioforte irá deter 50%). Conforme é possível constatar no gráfico apresentado no início desta secção, o *cash flow* previsto no Plano de Negócios gerado por esta entidade não é material (10 milhões de euros).

4.3.2.6 Setor do Turismo

O Plano de Negócios da Rioforte prevê um desinvestimento no setor do turismo com a alienação da maioria das entidades em 2014, nomeadamente os Hotéis Tivoli (Portugal e Brasil) e a ES Viagens.

Adicionalmente, a Rioforte está igualmente presente na área do turismo através da Herdade da Comporta.

Os *cash flows* a gerar por entidade a distribuir para a Rioforte no período 2014-2023 são apresentados no gráfico abaixo.



- **ES Viagens**

O Plano de Negócios prevê a alienação da ES Viagens em 2014 por 40 milhões de euros, depois de ter sido realizado um suprimento em 2013 no montante de 40 milhões de euros, o qual foi essencialmente utilizado para liquidar a dívida. Adicionalmente, salientamos o facto de ter vindo a ser efetuada uma redução de custos nos últimos anos de forma a reestruturar a ES Viagens.

- **Hotéis Tivoli Brasil**

O *portfolio* dos Hotéis Tivoli Brasil é composto pelo Tivoli EcoResort Praia do Forte (4 estrelas) e pelo Tivoli São Paulo Mofarrej (5 estrelas).

O Plano de Negócios da Rioforte prevê a alienação dos 100% de participação nos Hotéis Tivoli Brasil em 2014 por 66 milhões de euros. A base do valor de alienação corresponde a uma proposta da Hyatt de 87 milhões de euros, deduzindo o valor da dívida dos Hotéis Tivoli Brasil em 2013 que ascende a 21 milhões de euros, pelo que o *cash flow* líquido com alienação é de 66 milhões de euros.

- **Hotéis Tivoli Portugal**

O Tivoli Hotels & Resorts é o 4º maior operador hoteleiro em Portugal, gerindo 12 hotéis (2.461 quartos) de 4 estrelas e 5 estrelas, sendo proprietário de 5 dos hotéis e operador dos restantes 7. Está presente na região de Lisboa com cinco unidades e na região do Algarve com seis. Adicionalmente, tem igualmente um hotel em Coimbra.

O Plano de Negócios da Rioforte prevê a alienação dos Hotéis Tivoli Portugal em 2014 por cerca de 100 milhões de euros. A base do valor de alienação é uma proposta da Helvetia de 280 milhões de euros para a compra dos Hotéis Tivoli Portugal e Brasil, deduzindo o valor da dívida dos Hotéis Tivoli Portugal em 2013 de 93 milhões de euros e o valor de venda previsto para os Hotéis Tivoli Brasil de 87 milhões de euros, pelo que o *cash flow* líquido estimado com alienação da operação Portuguesa é de 100 milhões de euros.

Adicionalmente, salientamos o facto de em 2013 ter sido realizado um suprimento no valor de 14 milhões de euros, fundamentalmente para amortizar dívida.

• **Herdade da Comporta**

O Plano de Negócios da Herdade da Comporta está dividido em dois veículos distintos controlados pela Rioforte:

- Fundo de Investimento Imobiliário da Herdade da Comporta: detém dois projetos imobiliários (Comporta Links e Comporta Dunes). Os valores de vendas e EBITDA de 2013 estão em linha com o previsto no Plano de Negócios; e
- Herdade da Comporta: parte do projeto Comporta Dunes e atividade agrícola. Os valores de 2013 estão em linha com o Plano de Negócios. Adicionalmente, detém a Atlantic Meals, estando prevista a sua alienação em 2014 com um múltiplo EBITDA de 9x.

No quadro abaixo é apresentado o Plano de Negócios consolidado da Herdade da Comporta. A diminuição no volume de negócios de 2013 para 2014 é explicada pela alienação da Atlantic Meals (que apresenta em 2013 um volume de negócios de 39 milhões de euros) e o capex de 2014 corresponde ao valor de alienação da Atlantic Meals (29 milhões de euros).

Os valores do volume de negócios da parte de agropecuária da Herdade da Comporta não são materiais (volumes de negócios anuais entre 7 milhões de euros e 9 milhões de euros), sendo que a parte mais significativa do volume de negócios está relacionada com a promoção imobiliária, nomeadamente dos projetos do Comporta Dunes e Comporta Links.

Através da tabela abaixo podemos constatar que o fluxo de caixa estimado libertar no período 2014-2023 ascende a 206 milhões de euros. Deste montante, 142 milhões de euros serão utilizados para liquidar a totalidade a dívida desta entidade. Relativamente aos restantes 64 milhões de euros, (i) 24 milhões correspondem a suprimentos realizados pela Rioforte em períodos anteriores a 2014 e que no período em análise serão devolvidos e (ii) 40 milhões de euros serão distribuídos como dividendos (uma vez que a Rioforte detém 57% desta entidade, a parte correspondente é de 22 milhões de euros). Em resumo, o cash flow desta entidade para Rioforte no período 2014-2023 é de 46 milhões de euros.

Descrição	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Volume de Negócios	67,070	79,671	46,180	77,079	33,695	44,691	54,850	57,500	61,500	62,000	57,500	50,500	40,500	38,500
EBITDA	34,964	36,111	2,183	19,701	13,931	15,798	19,059	19,910	20,810	19,422	18,806	18,391	16,832	16,098
Capex	-2,024	-2,070	-1,979	-	29,049	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Varição de Fundo de Maneio	-50,718	-40,482	-22,542	-11,897	-28,059	-9,180	7,302	7,140	6,685	6,623	6,394	4,359	5,468	6,252
Fluxo de caixa libertado	-23,407	-13,261	-25,435	3,669	13,623	5,716	25,225	25,500	25,000	23,800	23,200	21,250	21,300	21,600

(em milhares de euros)

4.3.2.7 Outros

O setor "Outros" inclui os *cash flows* de duas participações em entidades cotadas Boston Hospitality Group (BHG) e Monteiro Aranha (MASA), bem como as entidades da Rioforte sem atividade operacional.

- **BHG**

O BHG é uma empresa Brasileira cotada que opera no setor do turismo, imobiliário e gestão hoteleira. O Plano de Negócios da Rioforte prevê a alienação em 2015 da totalidade da percentagem de participação da Rioforte (5,4%) por 34,4 milhões de reais brasileiros, correspondentes a 13 milhões de euros, valor que se encontra abaixo do valor de mercado das ações em 31 de dezembro de 2013.

- **MASA**

A MASA é uma empresa imobiliária Brasileira cotada em bolsa com uma vasta experiência na gestão e promoção de empresas. Possui participações em companhias industriais de papel e celulose (Klabin, maior produtor e exportador de papel da América do Sul), de distribuição de combustíveis (Ipiranga) e gás (Ultragás), no setor químico (Oxiten), entre outras.

O Plano de Negócios da Rioforte prevê a alienação em 2013/2014 da totalidade da participação da Rioforte (12,7% correspondente a 1.556.000 ações) por 279 milhões de reais brasileiros, correspondentes a 103 milhões de euros. Tendo em consideração a reduzida liquidez das ações da MASA em bolsa, fomos informados que a alienação desta participação não será efetuada com base na cotação bolsista, pelo que o valor estimado para alienação foi calculado tendo por base a média do valor de cotação das ações e o valor de mercado das participadas, conforme abaixo se detalha. Foi considerado este valor uma vez que as ações das participadas têm liquidez ao contrário das ações da MASA.

O valor estimado de alienação, determinado em 16 de setembro, decompõe-se como segue:

	Milhões de BRL	BRL/ação
Soma das partes	2.802	228,70
Market cap	1.594	130,07
Média das valorizações	2.198	179,39

Apesar da alienação não se perspetivar que seja realizada através de bolsa, para efeitos de comparação com o valor estimado de venda, apresentamos as seguintes cotações:

Última cotação de 2013 – dia 26 de dezembro	158,99 BRL/ação
Cotação mais elevada em 2013	159,00 BRL/ação

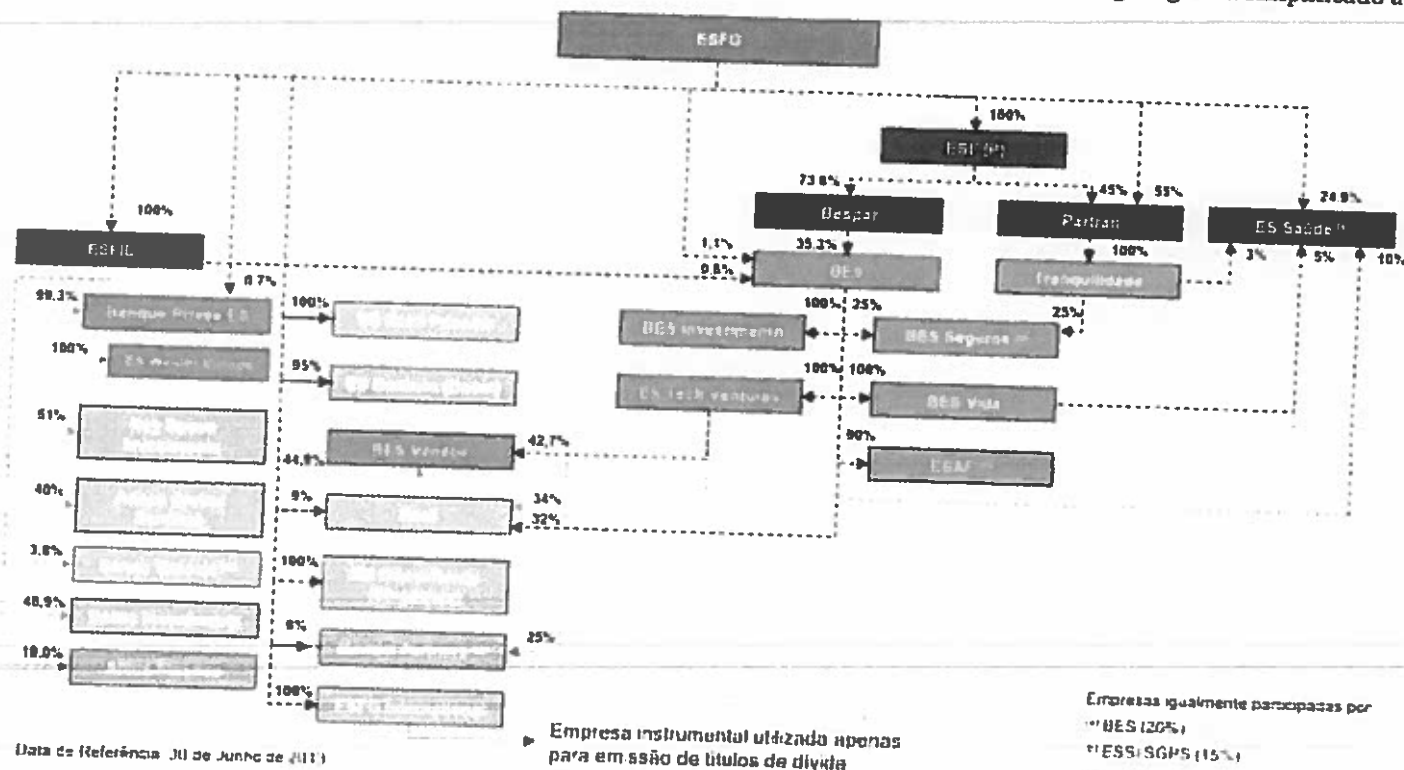
- **Outros**

Os restantes *cash flows*, negativos, correspondem a custos financeiros de *holdings* intermédias.

4.3.3 Rioforte - Setor financeiro (ESFG)

4.3.3.1 Introdução

Nesta secção efetua-se a análise ao ramo financeiro do Grupo Espírito Santo, conforme enquadramento prévio constante na secção 4.2 deste relatório. O setor financeiro deste Grupo é composto pelo Espírito Santo Financial Group ("ESFG") e suas subsidiárias, conforme se demonstra no organograma simplificado abaixo.



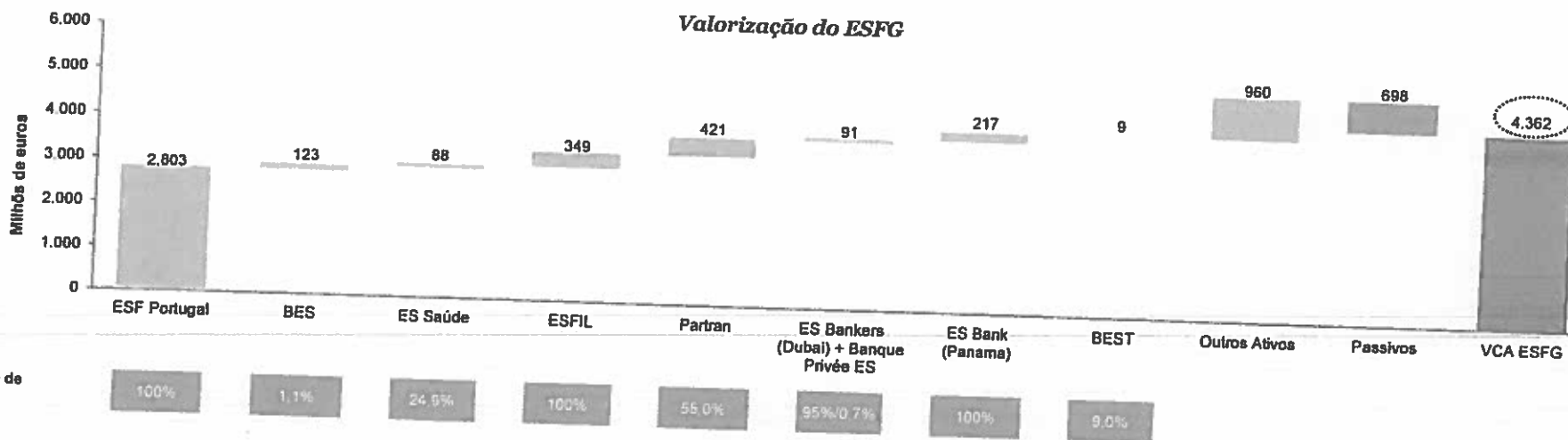
O ESFG é uma *holding* do Grupo Espírito Santo, indiretamente detida em 31 de dezembro de 2013 em 49,4% pela *holding* – ES International. A empresa foi fundada no Luxemburgo em 1984, tendo sido a plataforma utilizada pelo Grupo Espírito Santo na recuperação do BES e Tranquilidade após a sua nacionalização em 1975. Atualmente apresenta-se como o veículo do Grupo na gestão das participações sociais em entidades ligadas ao ramo financeiro, geograficamente diversificadas pelo mundo. Dos seus investimentos em diversos segmentos do ramo financeiro, destacam-se:

- **Banca:** Através da participação significativa que detém no BES, unidade operacional do ramo financeiro responsável pela banca de retalho em Portugal, posicionando-se como o banco português com maior capitalização bolsista, e segundo maior banco cotado em termos de ativos líquidos; e
- **Seguros:** Através da participação sobre a totalidade do capital da Tranquilidade, empresa especializada no ramo não vida da área seguradora, com a segunda maior quota de mercado do ramo.

O valor dos capitais próprios do ESFG foi apurado pelo BESI, com data de referência em 30 de junho de 2013, tendo a metodologia utilizada sido o valor dos capitais próprios ajustados de cada uma das *holdings*, baseados no valor de mercado de cada uma das participadas operacionais. A utilização pelo BESI desta metodologia fundamenta-se no entendimento de que o valor de mercado atual do ESFG não reflete o seu valor intrínseco.

Desta forma, a análise ao valor do ESFG (21,07 euros por ação) encontra-se sustentada nas análises a cada uma das suas *holdings*, bem como às participadas operacionais BES e Tranquilidade, com enfoque significativo nas unidades operacionais, uma vez que é dos *cash flows* futuros gerados por estas que advém a maioria significativa do valor apurado do ESFG.

Valorização do ESFG



A ESFP – Espírito Santo Financial (Portugal) contribui para mais de 50% do valor dos capitais próprios do ESFG, fruto das participações detidas na Partran e Bespar, que por sua vez detêm participações na Tranquilidade e BES, respetivamente, as duas participadas operacionais com valor mais significativo no ramo financeiro. Na valorização efetuada à ESFP, a contribuição destas duas entidades operacionais ascende a 98% do total do seu ativo.

O detalhe do *cash flow* do ESFG apresenta-se como segue:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	(valores em milhões de euros)		
								2021	2022	2023
BES				217	257	303	349	399	449	484
ESFIL				16	16	16	16	16	16	16
BESV				24	27	29	32	35	39	43
ESB Panamá				22	24	27	29	32	35	39
ESFG + ESFG Int + ESF + BESPAR				19	21	23	25	27	30	33
Seguradoras				-	-	-	-	-	-	-
Outras				39	42	47	51	56	62	68
RLE recorrente ESFG				39	42	47	51	56	62	68
Payout Ratio	3	121	181	337	387	445	502	565	631	683
Venda Tranquilidade	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Montante de dividendos distribuídos	3	103	854	286	329	378	427	480	536	581

Até ao exercício de 2016, os resultados líquidos ("RLE") das várias subsidiárias estão consistentes com o valor global apresentado para o ESFG, e que resulta do PMP. A partir dessa data, o RLE está consistente com o RLE do Plano de Negócios do BES apresentado na secção 4.3.3.4 - Análise ao Plano de Negócios do BES ajustados com a revisão de provisões no BES Angola, decorrente da emissão de garantia pela República de Angola (os montantes deste ajustamento não são relevantes pelo que não foram alvo de análise). Nas restantes entidades, com a exceção da ESFIL em que se prevê uma distribuição de dividendos constante entre 2016 e 2023, é estimado um crescimento de cerca de 10%, consistente com a taxa de desconto utilizada na avaliação do BES.

4.3.3.2 Enquadramento acionista das holdings – ESFP, Bespar, Partran, ES Saúde, ESFIL, e ESFG

Considerando a metodologia adotada pelo BESI na valorização do ESFG, baseada no valor dos capitais próprios ajustados das suas *holdings* e respetivas entidades operacionais, iremos efetuar um enquadramento explicativo sobre cada uma das *holdings* (com a análise às entidades operacionais a surgirem no seguinte capítulo), resumindo assim a forma como foi apurado o valor final do ESFG.

A valorização dos capitais próprios do ESFG resulta do ajustamento, pelo valor de mercado, efetuado nos capitais próprios das suas participadas, conforme explicaremos em detalhe nas secções seguintes.

Balanco ajustado ESFG a 30 de junho de 2013 (valores em milhões de euros)	Metodologia de valorização (das subsidiárias, quando aplicável)	Valor Contabilístico	Valor mercado	Participação (%)
Ativo				
Investimentos em filiais, ass. e empr. conjuntos		2.966,3	5.060,5	
ESF Portugal	Dividendos descontados	2.008,8	4.103,0	
BES	Dividendos descontados	1.578,7	2.803,1	100,0%
ES Saúde	Cash flows descontados	63,7	122,9	1,1%
ESFIL	Dividendos descontados	48,3	88,1	24,9%
Partran	Dividendos descontados	127,6	348,8	100,0%
ES Bankers (Dubai)	PER de 20,7x	174,8	420,9	55,0%
Banque Privée ES	Estimativa do management	19,8	90,0	95,0%
ES Bank (Panamá)	PER de 13,3x	0,2	1,0	0,7%
BEST	Aquisição de 25% do capital pelo Saxo Bank por 25 milhões de euros	26,0	216,5	100,0%
Outros		4,2	9,0	9,0%
(-) Provisões		4,0	4,0	
Outros ativos		-38,6	-1,3	
Capital Próprio		957,5	957,5	
Capital subscrito		2.211,5	4.362,4	
Prémio de emissão de ações		207,1	207,1	
Reservas		905,3	905,3	
Reserva de Reavaliação		875,2	875,2	
Resultados transitados		0,0	2.150,9	
Resultado do exercício		216,3	216,3	
Passivo		7,7	7,7	
Obrigações convertíveis		754,8	698,1	
Dívida subordinada		324,2	278,9	
Outros passivos		367,8	356,4	
		62,8	62,8	

ESFP – Espírito Santo Financial (Portugal), Partran e Bespar

Esírito Santo Financial (Portugal)

A ESF Portugal é a *subholding* do ESFG através da qual esta gere a sua atuação geográfica em território nacional, onde o Grupo concentra as participações mais significativas nas entidades operacionais mais relevantes – BES e Tranquilidade – com participações (diretas e indiretas) de 27,68% e 100%, respetivamente.

Balanço Ajustado ESF Portugal a 30 de junho de 2013 (valores em milhões de euros)	Valor contabilístico	Valor de mercado	Participação (%)
Ativo			
Investimentos em filiais, ass. e empr. Conjuntos	2.025,8	3.305,8	
Partran	1.961,7	3.241,8	
Bespar	210,9	344,3	45%
Outros ativos	1.750,9	2.897,4	74%
	64,1	64,1	
Capital Próprio	1.523,1	2.803,1	
Capital subscrito (80.000.000 ações x 5 euros)	400,0	400,0	
Prestações acessórias	1.012,2	1.012,2	
Outras reservas e resultados transitados	108,8	108,8	
Dividendos antecipados	0,0	0,0	
Reserva de Reavaliação	0,0	1.280,1	
Lucro do exercício	2,0	2,0	
Passivo	502,7	502,7	
Participação do ESFG		2.803,1	100%

De acordo com o Plano de Negócios, o valor atribuído aos capitais próprios da ESF Portugal em 30 de junho de 2013 ascende a 2.803 milhões de euros. O valor dos capitais próprios desta entidade valoriza cerca de 1.280 milhões de euros (84,04%) face ao seu valor contabilístico, resultado da incorporação como reserva de reavaliação do ajustamento aos seus ativos.

Esta variação é exclusivamente derivada do ajustamento efetuado nos investimentos em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos, por via das participações detidas na Partran e Bespar, tendo estas sido ajustadas em 133 milhões de euros e 1.147 milhões de euros, respetivamente.

Nas páginas seguintes descrevemos a metodologia utilizada para valorização da Partran e Bespar.

Partran

A Partran é a *subholding* do ESFG que gere as participações do ramo financeiro do Grupo na área seguradora, cuja única participação direta o totalidade do capital da Tranquilidade.

Balanço Ajustado Partran a 30 de junho de 2013 (valores em milhões de euros)	Valor Contabilístico	Valor mercado	Participação (%)
Ativo			
Investimentos em filiais, ass. e empr. Conjuntos	515,8	899,1	
Tranquilidade	515,4	898,6	
Outros ativos	515,4	898,6	100%
	0,5	0,5	
Capital Próprio			
Capital subscrito (50.066.000 ações x 5 euros)	382,0	765,2	
Outras reservas e resultados transitados	250,3	250,3	
Reserva de Reavaliação	121,7	121,7	
Lucro do exercício	0,0	383,3	
	10,0	10	
	133,9	133,9	
Passivo			
Participação do ESFG		420,9	55%
Participação da ESFP		344,3	45%

Nota: O valor de mercado da Tranquilidade presente no quadro acima não corresponde ao valor de mercado que consta na secção 4.4.5, uma vez que o Plano de Negócios da Tranquilidade foi efetuado tendo como data de referência 31 de dezembro de 2012 eo valor acima encontra-se atualizado para 30 de junho de 2013.

Esta entidade tem uma posição relevante na participação na Tranquilidade, tendo esta sido o modelo dos dividendos futuros descontados das participações das *holdings*, um ajustamento pelo valor de seus capitais próprios.

O valor de mercado da Tranquilidade em 30 de junho de 2013 ascende a 899 milhões de euros, representando uma valorização de aproximadamente 74% face ao valor contabilístico dos seus capitais próprios, em função do método de valorização acima referido para apuramento do valor dos capitais próprios da Tranquilidade, entidade detida na totalidade pela Partran. O passivo foi mantido ao seu valor contabilístico, sendo que à data de 31 de dezembro de 2012 era constituído em 99,9% por um empréstimo concedido pelo acionista ESFG. A alteração no capital próprio da Partran resulta exclusivamente do registo como reserva de reavaliação do ajustamento ao valor de valorização da Tranquilidade, ou seja, 383 milhões de euros.

Deste ajustamento resultam por fim as valorizações obtidas pelo ESFG e ESFP, por via das suas participações diretas na Partran.

Pela sua relevância a Tranquilidade é analisada em detalhe na secção 4.3.3.5.

Bespar

A Bespar é a *subholding* do ESFG cuja finalidade passa por gerir as participações no setor bancário, detendo uma participação no BES de 35,3%. À data de 30 de junho de 2013 a Bespar regista um valor contabilístico dos seus ativos de 2.301 milhões de euros, que compara com um valor de 3.942 milhões de euros, após o ajustamento efetuado por via da participação detida no BES.

Balanço Ajustado Bespar a 30 de junho de 2013 (valores em milhões de euros)	Valor Contabilístico	Valor mercado	Participação (%)
Ativo	2.301,3	3.941,7	
Investimentos em filiais, ass. e empr. Conjuntos	2.301,1	3.941,5	
Banco Espírito Santo	2.301,1	3.941,5	35,3%
Outros ativos	0,2	0,2	
Capital Próprio	2.296,4	3.936,6	
Capital subscrito (394.652.407 ações x 5 Eur)	1.973,3	1.973,3	
Prémio de emissão de ações	166,6	166,6	
Outras reservas e resultados transitados	156,9	156,9	
Reserva de Reavaliação	0,0	1.640,3	
Resultado do exercício	-0,4	-0,4	
Passivo	4,9	4,9	
Participação da ESFG		122,9	1,1%
Participação da ESFP		2.897,4	73,6%

A alteração ocorrida no capital próprio desta entidade deve-se exclusivamente à contabilização como reserva de reavaliação do ajustamento da participação no BES, tendo esta sido valorizada com recurso ao modelo dos dividendos futuros descontados (DDM). Em resultado desta valorização foi atribuído um valor de 2,78 euros por ação, com referência a 30 de junho de 2013.

Pela sua materialidade, a avaliação do BES será analisada em detalhe na secção 4.3.3.4.

ESFIL

A Espírito Santo Financière SA (ESFIL) é a *subholding* do ESFG com atuação geográfica essencialmente em França e na Suíça, no ramo financeiro. Os seus capitais próprios são detidos na totalidade pelo ESFG. As participações desta entidade em subsidiárias detalham-se na tabela resumo abaixo, que apresenta o balanço ajustado da ESFIL a 30 de junho de 2013. Para efeitos de valorização dos capitais próprios da ESFIL, consideraram-se os valores de mercado (i) dos investimentos nas subsidiárias Banque Privée ES, Banco Espírito Santo et de la Vénétie e BES e (ii) das provisões.

Balanço Ajustado ESFIL a 30 de junho de 2013 (valores em milhões de euros)	Valor Contabilístico	Valor mercado	Participação (%)
Ativo	1.157,6	1.335,5	
Investimentos em filiais, ass. e empr. Conjuntos			
Banque Privée ES	138,2	316,1	
Banque Espírito Santo et de la Vénétie	71,6	146,3	99,3%
BES	45,9	100,6	44,8%
Key Space Hungary	67,7	62,4	0,6%
Dassa Investments	4,3	4,3	51,0%
Adepa Global Services	7,4	7,4	48,9%
Banco 3 Venezie	0,5	0,5	40,0%
(-) Provisões	1,3	1,3	3,8%
Outros ativos	-60,6	-6,8	
Outros ativos	1.019,4	1.019,4	
Capital Próprio	170,9	348,8	
Capital subscrito	135,0	135,0	
Reservas legais	11,2	11,2	
Reserva de Reavaliação	0,0	178,0	
Resultados transitados	10,6	10,6	
Resultado do exercício	14,1	14,1	
Passivo	986,7	986,7	
Participação do ESFG		348,8	100,0%

As restantes rubricas foram mantidas ao seu valor contabilístico, por se considerar refletirem de forma adequada o seu real valor. O detalhe do apuramento do valor apurado para as participações em subsidiárias encontra-se descrito abaixo. No que respeita às provisões, a significativa redução do valor de mercado face ao valor contabilístico explica-se pelo facto do total de provisões contabilizadas, cerca de 54 milhões de euros se destinarem a cobrir as menos-valias potenciais associadas à participação no BES, tendo este valor sido considerado nulo pela avaliação do BES1 a esta mesma entidade, restando desta forma apenas os 7 milhões de euros destinados a fazer face às perdas nos ativos Key Space Hungary e Dassa Investments.

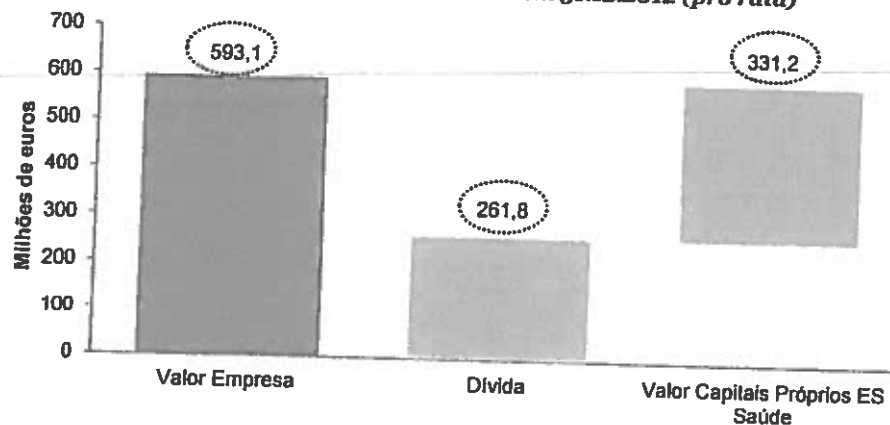
A alteração verificada no capital próprio da ESFIL é exclusivamente justificada pela contabilização como reserva de reavaliação do ajustamento efetuado ao ativo, que ascende aos 178 milhões de euros. Para além do movimento registado em provisões, acima descrito, este ajustamento é resultado das valorizações dos investimentos no Banque Privée ES (75 milhões de euros, equivalente a 104%) e no Banque Espírito Santo et de la Vénétie (55 milhões de euros, equivalente a 119%) e da desvalorização do BES (-5 milhões de euros, equivalente a -7,8%). A metodologia de valorização do Banque Espírito Santo et de la Vénétie encontra-se descrita em 4.3.3.3, abaixo. A metodologia de valorização dos restantes investimentos encontra-se descrita no quadro resumo da secção 4.3.3.2 acima.

Esta entidade contribui assim com 349 milhões de euros para o valor de mercado do ESFG, por via da participação direta sobre o total dos seus capitais próprios que esta última detém.

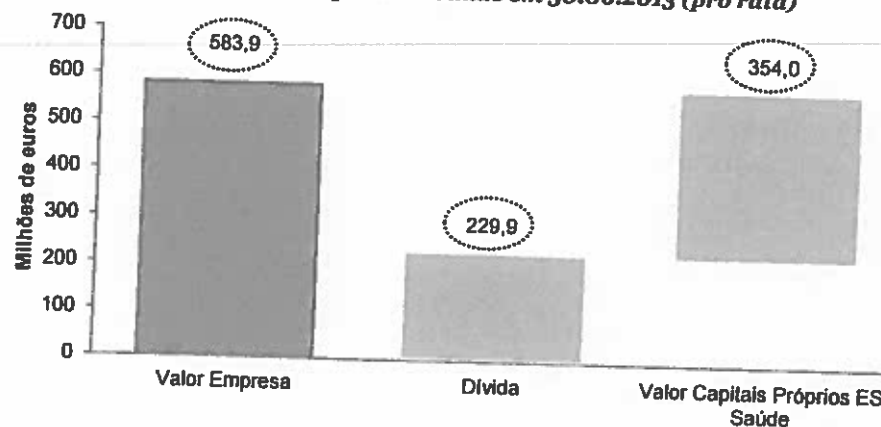
ES Saúde

A análise ao Plano de Negócios da ES Saúde foi efetuada no enquadramento da parte não financeira do GES, na secção 4.3.2.4, onde se apurou um valor dos seus capitais próprios (pro rata) líquidos de dívida de 331 milhões de euros. O BESI realizou uma nova avaliação aos capitais próprios da ES Saúde com data de referência em 30 de março de 2013, a par da avaliação efetuada ao ESFG, onde se mantiveram os mesmos pressupostos e método de avaliação dos utilizados em 31 de dezembro de 2012.

Valor Capitais Próprios ES Saúde em 31.12.2012 (pro rata)



Valor Capitais Próprios ES Saúde em 30.06.2013 (pro rata)



O valor dos capitais próprios da ES Saúde aumentou cerca de 22,8 milhões de euros, em consequência da significativa diminuição de dívida registada neste período (32 milhões de euros), que conseguiu permitir que o valor dos capitais próprios (pro rata) se valorizassem, apesar do valor da empresa ter registado uma diminuição de 9,2 milhões de euros (passou de 593,1 milhões de euros para 583,9 milhões de euros, em 31 de dezembro de 2012 e 30 de junho de 2013, respetivamente).

Tendo em consideração a avaliação da ES Saúde de 31 de dezembro de 2012, o valor desta entidade a 30 de junho de 2013 ascende a 354 milhões de euros. Assim, o valor considerado na avaliação ao ESFG para a participação de 24,9% nesta entidade é de 88,1 milhões e euros.

4.3.3.3 Valorização das participadas operacionais – BEST, ES Bankers (Dubai), Banque Privée ES, ES Bank (Panamá)

A avaliação efetuada às participadas operacionais do grupo resume-se como segue:

BEST

O BEST trata-se de uma plataforma *on-line* destinada a oferecer serviços de *banking, asset management e trading*, com claro enfoque na banca de investimento, controlado pelo Grupo Espírito Santo através das participações (diretas e indiretas) do BES de 66%, e da participação direta do ESFG, de 9%, estando os remanescentes 25% detidos pelo banco dinamarquês Saxo Bank. A valorização do banco BEST baseou-se no preço de venda da última transação de ações, efetuada entre o Grupo Espírito Santo e o Saxo Bank, em que este passou a deter os atuais 25% do capital próprio do BEST.

Os 25% dos capitais próprios do Banco BEST custaram ao Saxo Bank 25 milhões de euros, o que se traduz num valor implícito de 100 milhões de euros para a totalidade dos seus capitais próprios. Desta forma, apurou-se o valor de 9 milhões de euros para a participação detida pelo ESFG sobre os capitais próprios do BEST.

Valorização Banco BEST (valores em milhões de euros)	
Elementos da transação do Saxo Bank	
Participação adquirida	25,0%
Valor da transação	25,0
Valor implícito para 100%	100,0
Participação detida pelo ESFG	9,0%
Valor atribuído ao ESFG	9,0
Resultado líquido jun.12- j un.13	10,1
PER implícito	9,9x
Return on Equity	18,40%

ES Bankers (Dubai)

PER de Empresas de Gestão de Ativos

Empresa	País	PER
Cohen & Steers, Inc.	EUA	24,3x
GAMCO Investors, Inc.	EUA	16,7x
Waddell & Reed Financial, Inc.	EUA	19,3x
Eaton Vance Corp.	EUA	20,9x
Janus Capital Group, Inc.	EUA	15,2x
Affiliated Managers Group	EUA	38,7x
T.Row e Price Group, Inc.	EUA	20,5x
Franklin Resources, Inc.	EUA	13,9x
BlackRock, Inc.	EUA	17,8x
Schroders Plc	Reino Unido	19,9x
Julius Baer Group Ltd.	Suíça	36,3x
Vontobel Holding AG	Suíça	16,0x
Média		21,6x
Média Global Ajustada (*)		20,7x

Fonte: bloomberg, dados de 28 Agosto de 2013

(*) média aritmética excluindo o máx. e min. da amostra

O ES Bankers (Dubai) presta serviços de *private banking e wealth management*, sendo o veículo do Grupo Espírito Santo para o mercado do médio oriente, no qual este detém, através do ESFG, uma participação de 95%. Esta entidade possui licença operacional de categoria 1, a mais ampla concedida pela *Dubai Financial Services Authority*.

A avaliação efetuada pelo BESI ao ES Bankers (Dubai) baseou-se na utilização do múltiplo PER. Esta metodologia assenta no método comparativo, onde se considera como a melhor estimativa do PER da entidade avaliada a média dos PERs de empresas comparáveis.

Foram considerados os PER de 12 empresas gestoras de ativos, 9 das quais localizadas nos EUA, uma no Reino Unido e as restantes 2 na Suíça. A média dos PERs destas entidades situa-se nos 21,6x, de onde se apura uma média global ajustada de 20,7x.

Aplicando este PER ao resultado líquido do ES Bankers (Dubai), obtém-se um valor dos seus capitais próprios de 95 milhões de euros, a que corresponde os 90 milhões de euros equivalentes à participação do ESFG nesta entidade.

Valorização ES Bankers (Dubai) (valores em milhões de euros)	
Resultado líquido jun.12-jun.13	4,6
PER	20,7x
Equity	94,8
Valor atribuível ao ESFG (Participação 95,0%)	90,0

Banque Privée ES

O Banque Privée ES é um banco suíço, de origem portuguesa, pertencente na sua totalidade ao Grupo Espírito Santo através das participações diretas de 99,3% da ESFIL e de 0,7% do ESFG. O core da atividade do banco encontra-se a nível de aconselhamento financeiro e gestão sob mandato, atuando na área de *private banking*, apresenta-se como especialista em *wealth management*.

Valorização Banco Privée ES (valores em milhões de euros)	
Capitais Próprios	56,6
Provisão para riscos bancários gerais (1)	16,3
Valor do <i>Goodwill</i> de negócio com os clientes (2)	53,7
Serviços prestados a entidades relacionadas (2)	20,8
Equity (3)	147,3
Valor atribuível à ESFIL (participação de 99,3%)	146,3
Valor atribuível ao ESFG (participação de 0,7%)	1,0

A avaliação efetuada pelo BESI, com data de referência em 30 de junho de 2013, do Banque Privée ES baseou-se nas melhores estimativas efetuadas pelo management do valor atribuível (i) ao negócio com os clientes do Banque Privée e (ii) aos serviços prestados a entidades relacionadas (nomeadamente, ES Bankers (Dubai), ESFIL e ES Bank Panamá).

(1) Valor ajustado ao efeito fiscal.

(2) Fonte: Management do Banque Privée.

(3) Valor equivalente, em termos agregados, a 1,6% dos AuM's a junho de 2013 (cerca de 9.400 milhões de euros).

ES Bank (Panamá)

O ES Bank (Panamá) opera na América Latina, oferecendo serviços aos seus clientes de todo o tipo de operações bancárias estrangeiras, bem como todas as atividades permitidas pela entidade reguladora do Panamá – Superintendencia de Bancos. Esta entidade é totalmente detida pelo ESFG.

PER de Bancos Comerciais América Latina

Empresa	País	PER
Bancolombia S.A.	Colômbia	14,1x
Grupo Aval Acciones Y Val	Colômbia	17,2x
Banco Davivienda S.A.	Colômbia	15,5x
Banco de Occidente S.A.	Colômbia	12,0x
Helm Bank S.A.	Colômbia	14,8x
Banco Latinoamericano Come-E	Panamá	12,1x
Credicorp Ltd	Perú	14,6x
Banco de Credito del Peru-C	Perú	14,0x
BBVA Banco Continental SA-Co	Perú	11,2x
Scotiabank Peru-Common	Perú	11,9x
Interbank-Comum	Perú	10,7x
Falabella Peru - Common	Perú	13,0x
Média		13,4x
Média Global Ajustada (*)		13,3x

Fonte: bloomberg, dados de 28 Agosto de 2013

(*) média aritmética excluindo o máx. e mín. da amostra

A avaliação efetuada pelo BESI ao ES Bank (Panamá) baseou-se na utilização do múltiplo PER. Esta metodologia assenta no método comparativo, onde se considera como a melhor estimativa do PER da entidade avaliada a média dos PERs de empresas comparáveis.

Foram considerados os PER de 12 bancos comerciais da América Latina, 6 dos quais localizados no Perú, 5 na Colômbia e um no Panamá. A média dos PERs destas entidades situa-se nos 13,4x, de onde seapura uma média global ajustada de 13,3x.

Aplicando este PER ao resultado líquido do ES Bank (Panamá), obtém-se um valor dos seus capitais próprios de 217 milhões de euros, a que corresponde o mesmo montante atribuível ao ESFG, equivalente à participação exclusiva do ESFG nesta entidade.

Valorização BSI Bank (Panamá) (valores em milhões de euros)

Resultado líquido jun.12-jun.13	16,3
PER	13,3x
Equity	216,5
Valor atribuível ao ESFG (Participação 100%)	216,5

Banque Espirito Santo et de la Vénétie

O BES Vénétie é um banco francês situado em Paris, controlado pelo Grupo Espirito Santo através da participação direta da ESFIL em 44,8% e da participação indireta do BES em 42,7%, com um leque diversificado de serviços a oferecer aos seus clientes, cujas especialidades são as relações comerciais, *Levered Buy-Out*, aconselhamento em fusões e aquisições e Imobiliário.

A valorização do BES Vénétie foi efetuada através do múltiplo pelo Valor Patrimonial, recorrendo a dados históricos desde 2001 para o seu apuramento. Foram ainda considerados um PER implícito e um *Return on Equity* de 43,7x e 3%, respetivamente.

Valorização BES Vénétie

(valores em milhões de euros)

Capitais Próprios em 30 de junho de 2013	169,9
P/BV	1,3x
Equity	224,5
Valor atribuível à ESFIL (Participação 44,8%)	100,6
Res. Líquido exercício (jun.12-jun.13)	5,1
PER Implícito	43,7x
<i>Return on Equity</i>	3,0%

Considerou-se assim que o preço de cada ação do BES Vénétie apresenta no mercado um valor equivalente a 1,32x o seu valor contabilístico. Desta forma, o valor de mercado dos seus capitais próprios ascende a 225 milhões de euros, resultando num valor atribuível à ESFIL, através da sua participação de 44,8% nesta entidade, um total de 101 milhões de euros.

4.3.3.4 Análise ao Plano de Negócios do BES

Conforme referido anteriormente, pela relevância do valor do BES no total do valor do ESFG, nesta secção iremos analisar a avaliação do BES.

Introdução

O Banco Espírito Santo é o banco português com maior capitalização bolsista e o segundo maior banco cotado em termos de ativos líquidos.

A estrutura acionista do BES pode-se decompor entre acionistas de referência, com cerca de 53% do capital, institucionais, com 33,5% de capital, particulares e ENI, com 11,9% de capital, e empresas, com 1,5% de capital. Entre os acionistas de referência destacam-se a BESPARG e o Crédit Agricole, com 35,3% e 10,8% do capital, respetivamente. É ainda de salientar que o Crédit Agricole detem uma participação de 26,4% na BESPARG, sendo o remanescente do capital desta *holding* detido, direta e indiretamente, pelo ESFG.

O modelo de negócio do BES encontra-se repartido pelas seguintes atividades comerciais:

- Banca comercial doméstica;
- *Private banking*;
- Banca de empresas e institucionais;
- Gestão de ativos;
- Banca de investimento; e
- Banca comercial internacional.

Em termos de distribuição geográfica, pode dividir-se entre:

- Atividade doméstica – com um modelo de negócio bem definido e com uma quota de mercado em crescimento (19,6% em 2012); e
- Atividade internacional – com enfoque no triângulo estratégico composto por África (especialmente Angola e Moçambique), Brasil e Espanha.

A estratégia de expansão internacional tem sido um fator chave para ultrapassar os desafios no mercado doméstico. A experiência no mercado doméstico têm conferido ao BES um posicionamento com base no qual tem desenvolvido a sua atividade internacional, sendo destacar:

- É o banco mais internacional de Portugal, com presença em 24 países, para além de Portugal, e 4 continentes. É o terceiro banco mais internacionalizado da Península Ibérica; e
- Presença em mercados com fortes afinidades económicas e culturais com Portugal e com elevado potencial de crescimento, como Angola, Brasil e Espanha.

O Plano de Negócios apresentado pelo BES para o BES, abaixo analisado, teve como base (i) o Plano de Negócios contido no Plano de Médio Prazo disponibilizado pelo BES para o período 2013 a 2016, (ii) informação disponibilizada pelo BES, (iii) informação pública sobre o BES, (iv) conhecimento do próprio BES sobre o setor financeiro, bem como (v) metodologias de avaliação utilizadas para valorizar entidades deste setor.

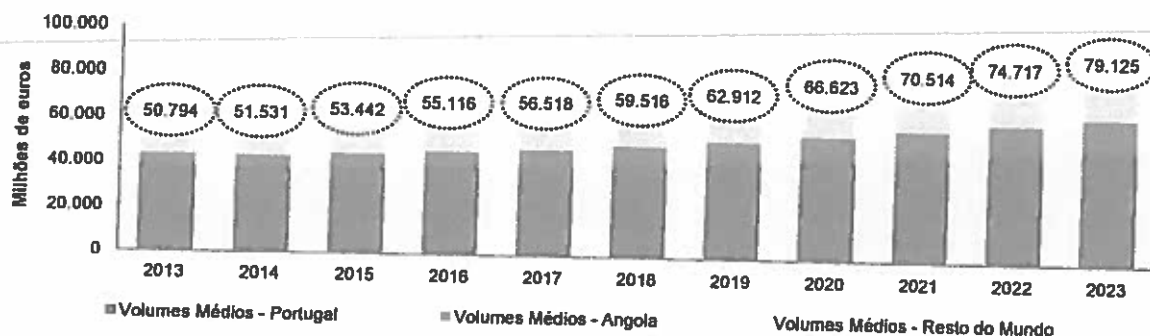
O valor do capital acionista do BES foi estimado pela metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2023. As projeções realizadas pelo BES basearam-se (i) no Plano de Negócios disponibilizado pelo BES para o período 2013 a 2016 e (ii) em pressupostos discutidos e acordados pelo BES para o período 2017 a 2023.

Principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

Nesta secção vamos apresentar os principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios do BES, nomeadamente no que diz respeito à evolução estimada para (i) crédito a clientes, (ii) depósitos e (iii) taxas utilizadas na margem financeira, nomeadamente no crédito e nos depósitos.

Crédito a clientes

Evolução do crédito a clientes



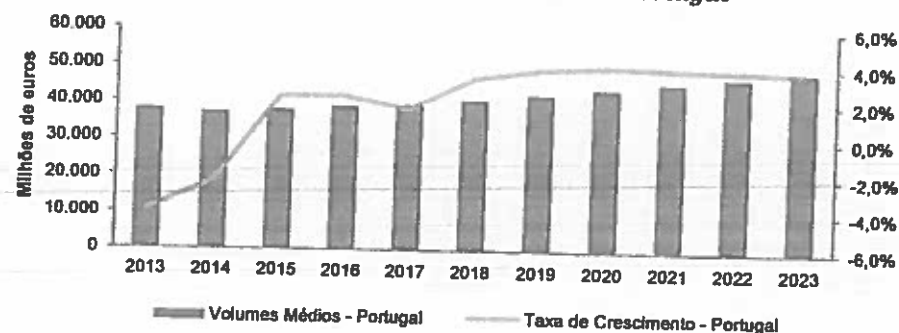
O crédito a clientes tem estimado um crescimento médio consolidado entre 2013 e 2023 de 4,1% (CAGR de 4,5%).

Tendo em consideração a segmentação do Plano de Negócios em três áreas geográficas (Portugal, Angola e resto do mundo), é igualmente importante segmentar a nossa análise a este crescimento por área geográfica. Assim, face à sua dimensão, a nossa análise concentra-se na atividade em Portugal e Angola. Iremos igualmente segregar a nossa análise por dois períodos temporais, projecções entre 2013 e 2016 e entre 2017 e 2023.

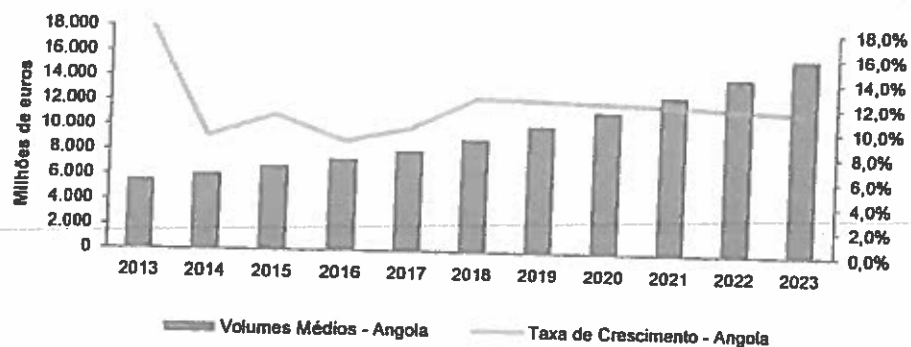
Em Portugal, o Plano de Negócios estima um crescimento médio da carteira de crédito entre 2013 e 2016 de -0,4% (CAGR de 0,8%). A partir de 2017 (inclusivé) até 2023 o Plano de Negócios estima-se um crescimento médio do crédito de 3,5% (CARG de 3,8%). O crescimento médio para Portugal para o período de 2013-2023 previsto no Plano de Negócios é de 2,1% (CAGR de 2,7%).

A variação absoluta do crédito de 2013 para 2023 é de 11.340 milhões de euros, tendo sido estimado para 2013 um valor de 37.843 milhões de euros e para 2023 de 49.184 milhões de euros.

Evolução do crédito a clientes em Portugal



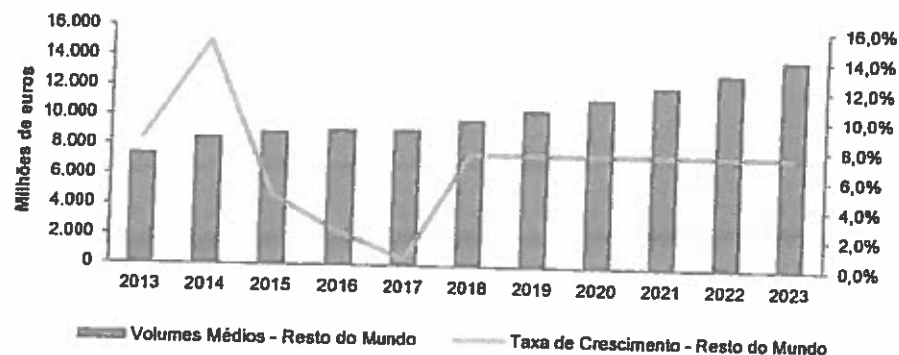
Evolução do crédito a clientes em Angola



Em Angola existe uma estimativa de crescimento contínua e acentuada do crédito a clientes, conforme se pode constatar no gráfico apresentado. Esta evolução é justificada por uma previsão de aumento do crédito em Angola de 3.607 mil milhões de AOA (em 2012) para 25.301 mil milhões de AOA (em 2023), correspondentes a 27 mil milhões de euros e 190 mil milhões de euros, respetivamente, o que corresponde a um aumento do peso do crédito no PIB de 32,8% em 2012 para 77,9% em 2023.

O crescimento médio anual previsto para o crédito em Angola é de 11,8% (CAGR 11,1%). A variação do crédito entre 2013 e 2023 é de 10.318 milhões de euros. Apesar destes crescimentos, o volume de crédito estimado para esta geografia pressupõe uma quota de mercado média de 17,7% entre 2013 e 2023, o que compara com a atual quota de 19,5%.

Evolução do crédito a clientes no resto do mundo



Nas restantes geografias o crescimento médio anual previsto da carteira de crédito entre os anos de 2013 e 2023 é de 6,9% (CAGR 6,7%), crescimento justificado pelo posicionamento em economias emergentes com especial destaque para Moçambique. A variação bruta do crédito neste período é de 6.673 milhões de euros.

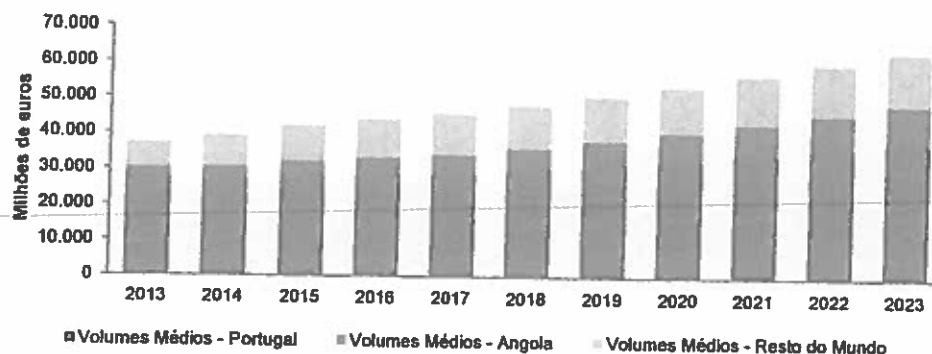
Em consequência das taxas de crescimento assumidas no Plano de Negócios e acima referidas, a atividade em Angola ganha relevância ao longo dos anos – em 2013 representa 11% do crédito total enquanto em 2023 representa 20%, em detrimento da atividade em Portugal que, por sua vez, em 2013 representa 75% do total de crédito enquanto em 2023 representa apenas 62%.

Depósitos

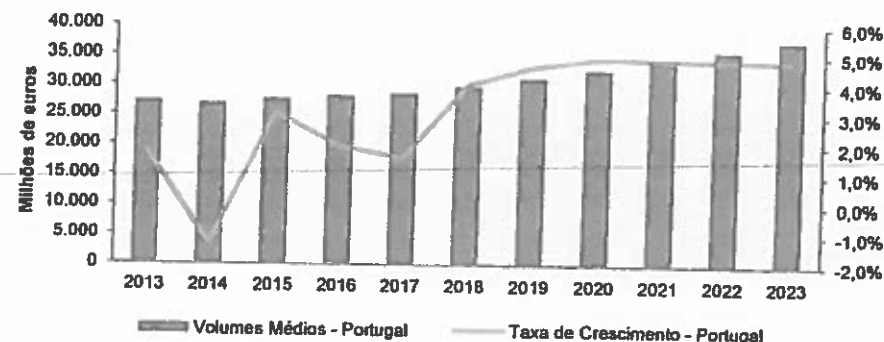
O crescimento médio anual dos depósitos previsto no Plano de Negócios entre os anos de 2013 e 2023 é de 5,7% (CAGR 5,5%). Assim como no crédito é importante segmentar este crescimento por áreas geográficas.

Em Portugal está previsto um crescimento médio anual de 3,2% (CAGR 3,3%) para os anos de 2013 a 2023. Conforme se pode constatar pelo gráfico apresentado este crescimento dá-se fundamentalmente a partir do ano de 2015.

Evolução dos depósitos



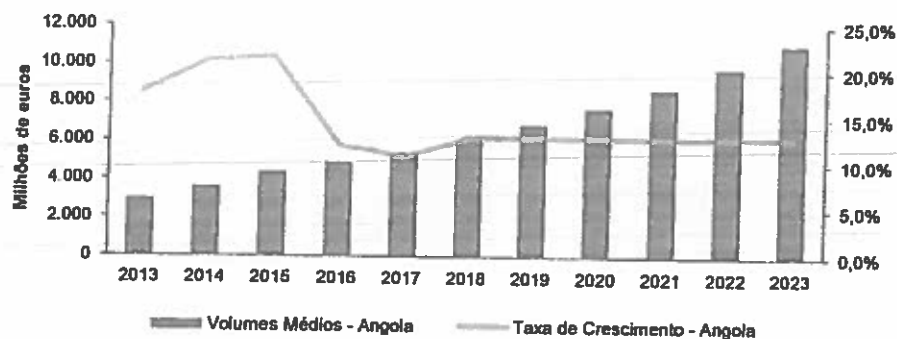
Evolução dos depósitos em Portugal



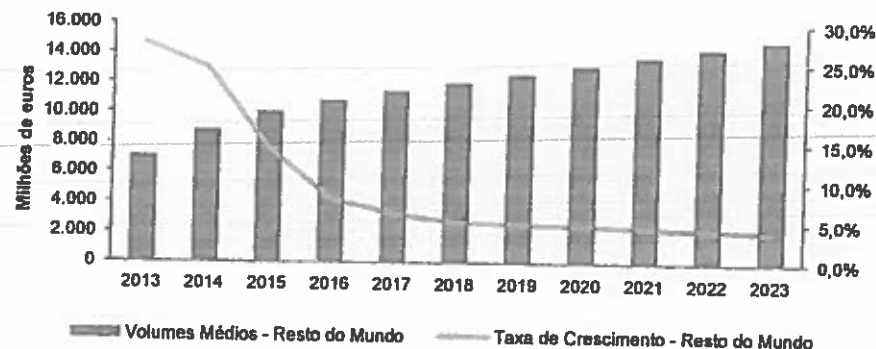
Em Angola está previsto um crescimento dos depósitos acentuado com especial enfoque nos primeiros anos: crescimento médio anual entre 2013 e 2015 de 20,1% e a partir de 2015 e até 2023 de 12,4%. O CAGR para o período de 2013 a 2023 é de 14,2%. Assim como no crédito, este crescimento é justificado por uma expectativa de bancarização da economia Angolana. Adicionalmente, está prevista a implementação de um novo Plano de Negócios em Angola que inclui entre outras medidas a expansão da rede de balcões.

Para as restantes geografias está previsto um crescimento médio anual dos depósitos entre 2013 e 2023 de 9,7% (CARG de 7,8%). Assim como no crédito o crescimento previsto é justificado pela presença do BES em economias emergentes.

Evolução dos depósitos em Angola

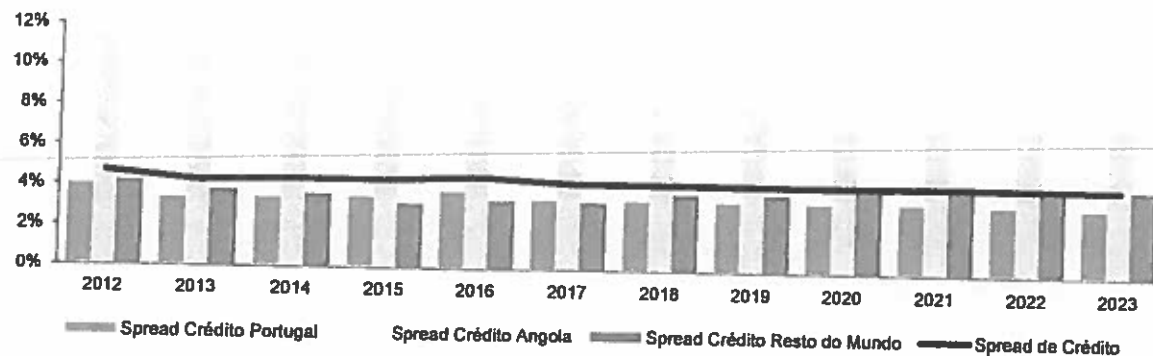


Evolução dos depósitos no resto do mundo

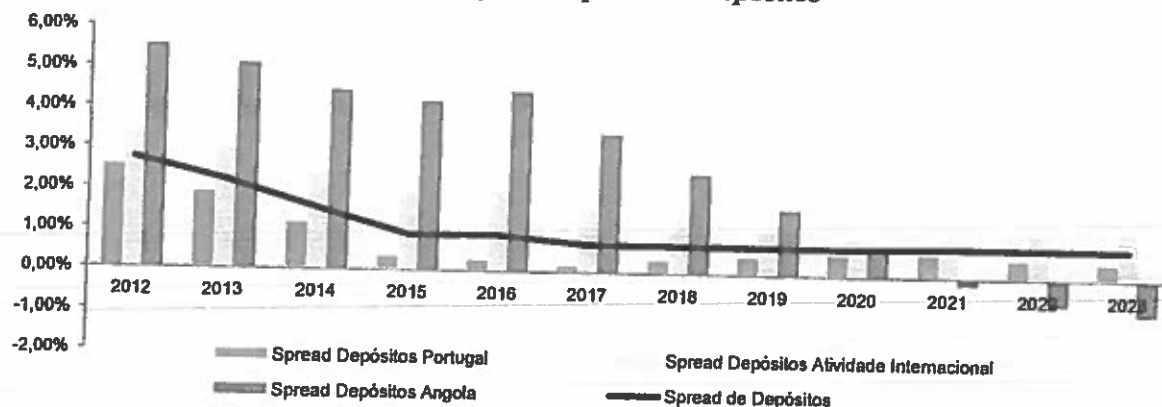


Taxas de Crédito e Depósitos

Evolução dos spreads de crédito



Evolução dos spreads de depósitos



O Plano de Negócios apresentado pressupõe uma evolução dos *spreads* de Crédito entre 2012 e 2023 com tendências decrescentes, cujo máximo se verifica no ano de 2012, onde o *spread* de crédito atinge os 4,69%, e o mínimo no ano imediatamente seguinte, em 2013, com uma taxa de 4,25%, sendo assim no ano de 2013 onde se regista a pior evolução, face ao ano anterior, no período em análise, de -9,30%. Entre 2013 e 2017, o *spread* apresenta taxas de crescimento alternadamente positivas e negativas, sendo que apenas em 2021 se verifica uma taxa de crescimento positiva, na ordem dos 1,1%. Esta evolução resulta numa taxa média anual de crescimento de -0,7%, significativamente influenciada pelo comportamento dos *spreads* em Angola, cuja taxa média anual de crescimento apresenta a pior evolução no período, de -3,87%.

No que respeita aos *spreads* de Depósitos, a tendência é igualmente de descida no que respeita ao período entre 2012 e 2023, a par dos registos verificados nos *spreads* de crédito, contudo de forma bastante mais agressiva do que nestes últimos. Para todo o período em análise, os *spreads* de Depósitos apresentam uma taxa média de crescimento anual de -10% mas, se focarmos a análise no período entre 2012 e 2017, a evolução média desta taxa situa-se nos -23%, a contrastar com uma taxa média de crescimento anual positiva para o período remanescente até 2023. Verifica-se assim, que os primeiros anos influenciam de forma mais significativa o comportamento da evolução desta taxa. Focando o comportamento dos *spreads* por setor geográfico, Angola destaca-se pelas mais acentuadas descidas nos *spreads* de Depósitos, passando de 5,7% em 2012 para 1,7% em 2023, o que em termos brutos representa uma descida de 71%.

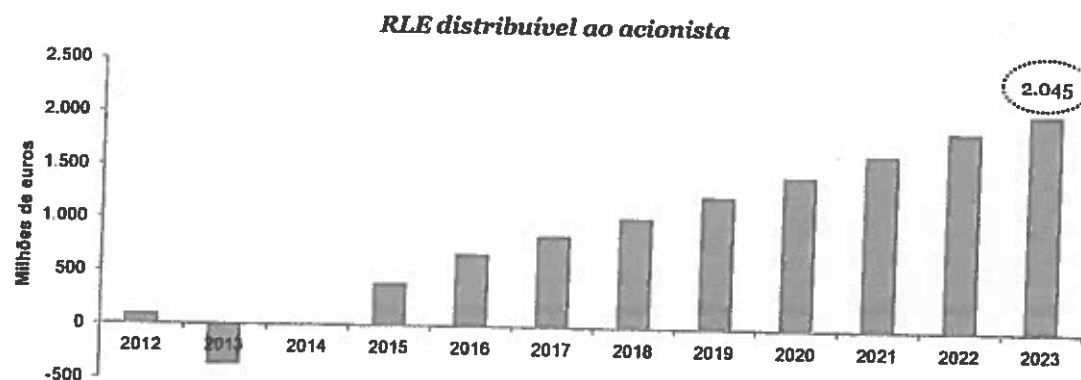
Rácio Core Tier One

Salientamos que o Plano de Negócios apresenta um rácio *Core Tier One* sempre acima dos 10%. Este rácio foi calculado de acordo com os critérios do Banco de Portugal e com o quadro regulamentar de Basileia II, dando cumprimento ao objetivo mínimo fixado de 10% a partir de 2012, inclusive.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Rácio Core Tier One	10,5%	10,7%	10,9%	10,7%	10,6%	10,6%	10,5%	10,4%	10,4%	10,4%	10,4%	10,5%

Overview ao Plano de Negócios do BES

Esta secção tem como objetivo explicitar a evolução das principais rubricas e indicadores do BES no plano de negócios apresentado.



O Plano de Negócios estima um resultado líquido do exercício (RLE) atribuível aos accionistas em 2023 de 2.045 milhões de euros, e *Return on Equity* de 16,3%.

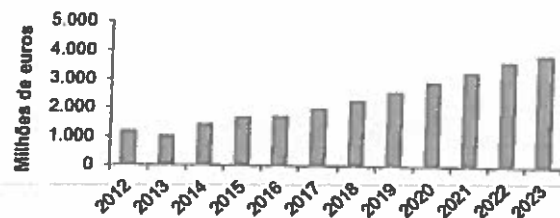
O crescimento anual composto do RLE atribuível aos accionistas entre 2012 e 2023 é de 32,1%.

As rubricas que mais impactam o RLE no Plano de Negócios do BES são os resultados financeiros (fundamentalmente juros de crédito e de depósitos de clientes) do lado dos proveitos e os custos operativos (que incorporam custos com pessoal, fornecimentos e serviços externos e amortizações) e provisões (fundamentalmente de crédito) do lado dos custos.

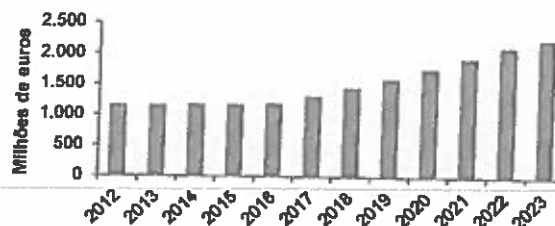
Quando comparado com 2012, o resultado financeiro previsto para 2023 no Plano de Negócios tem um aumento em termos absolutos de 2.704 milhões de euros (em 2012 foi de 1.181 milhões de euros e em 2023 a previsão é que seja de 3.885 milhões de euros). Este aumento em termos de crescimento composto anual entre 2012 e 2023 é de 11,4%.

Relativamente aos custos, a previsão é que estes aumentem todos os anos mas não na mesma proporção do aumento do produto bancário, diminuindo assim o rácio *cost to income*. Em 2012 o rácio *cost to income* foi de 44,6% e a previsão para 2023 é que seja de 38,9%. Esta diminuição é fundamentalmente prevista para os primeiros anos e até 2016 (a previsão para este ano é de 40,0%) e fundamentada com um conjunto de medidas de contenção de custos que o banco está a implementar.

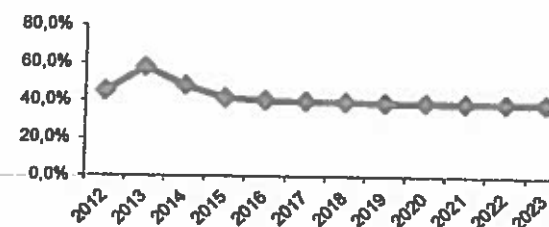
Resultado Financeiro



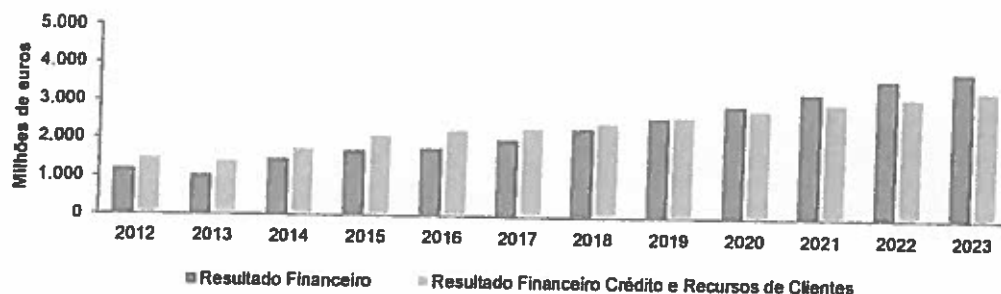
Custos Operativos



Cost to income



Resultado Financeiro



Conforme podemos verificar no gráfico ao lado apresentado, o resultado financeiro do banco resulta fundamentalmente dos proveitos com crédito de clientes e dos custos com recursos de clientes.

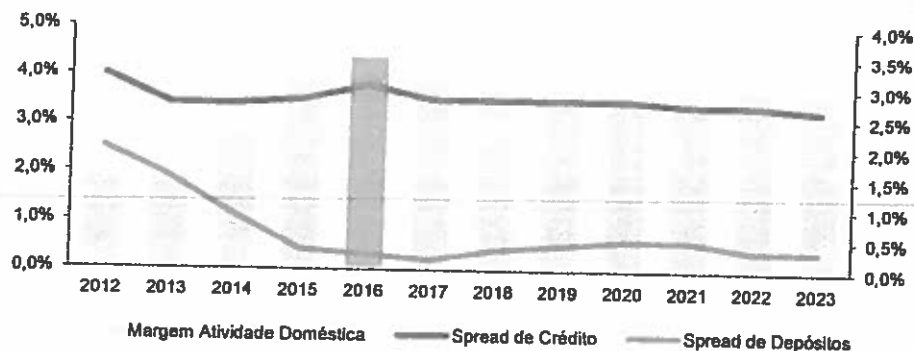
São, por isso, estas duas variáveis que justificam o aumento previsto do resultado financeiro no Plano de Negócios.

Os resultados de proveitos de crédito a clientes e de custos com recursos de clientes são influenciados pela evolução dos saldos em balanço desta rubrica, pela evolução dos *spreads* previstos para as operações e pela evolução prevista da taxa de referência utilizada no cálculo da taxa *all in*.

Conforme explicado anteriormente, o Plano de Negócios do BES prevê um crescimento dos depósitos acima do crescimento do crédito, diminuindo progressivamente o rácio de transformação o que, por si só, tem um impacto negativo na evolução do resultado financeiro.

Contudo, o facto de o Plano de Negócios prever (i) que a diferença entre os *spreads* previstos para as operações de crédito e recursos aumente ao longo dos anos (fundamentalmente no início) e (ii) um aumento da taxa de referência (que é utilizada para o cálculo da taxa *all in*) conjugado com o facto do rácio de transformação ser sempre superior a 100% tem um impacto positivo no resultado financeiro.

Evolução dos spreads na atividade doméstica



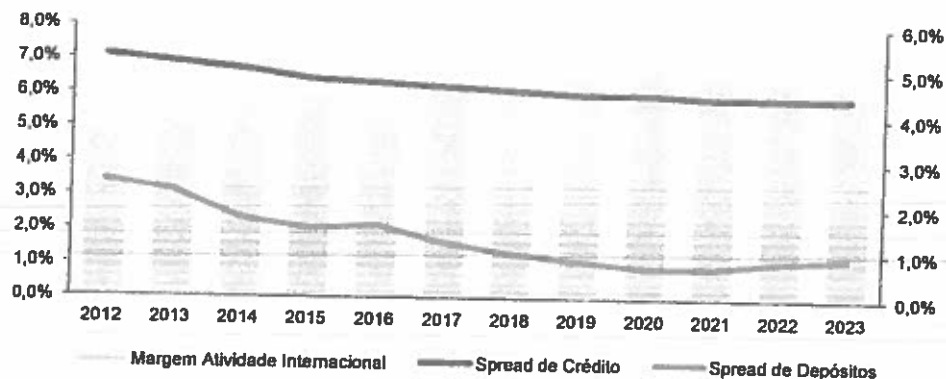
Conforme podemos constatar no gráfico apresentado ao lado, a margem dos *spreads* de crédito e depósitos previstos no Plano de Negócios entre 2013 e 2023 é, para todos os anos, superior à realizada em 2012 tanto na atividade doméstica como na actividade internacional.

Relativamente à atividade doméstica, a margem dos *spreads* tem um aumento significativo nos primeiros anos (entre 2012 e 2016) justificado pela previsão no Plano de Negócios da diminuição significativa dos *spreads* dos depósitos – passam de 2,5% em 2012 para 0,3% em 2016, o que essencialmente é justificado pela perspectiva de normalização dos custos de funding para os níveis de 2009 (anteriores à crise).

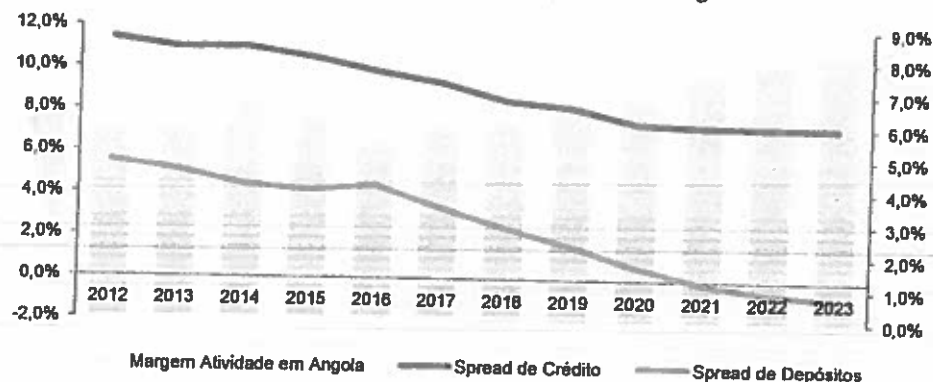
A partir de 2017 (inclusive) à uma ligeira diminuição dos *spreads* explicada pelo aumento dos *spreads* de depósitos e uma ligeira diminuição nos *spreads* de crédito (ambos quando comparados com 2016).

No que diz respeito à atividade internacional, o aumento dos *spreads* é menos significativo e mais gradual ao longo dos anos. O Plano de Negócios prevê uma diminuição progressiva tanto dos *spreads* de crédito como dos *spreads* de depósitos, embora a diminuição destes últimos seja mais acentuada, o que justifica o aumento da margem. A justificar este aumento dos *spreads* fundamentalmente a partir de 2017 (inclusive) está a atividade em Angola onde o Plano de Negócios prevê uma diminuição significativa dos custos com depósitos justificado pelo plano de aumento do número de balcões e angariação de novos clientes nos próximos anos.

Evolução dos spreads na atividade internacional

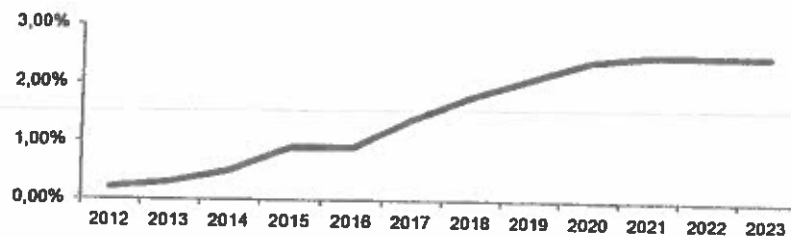


Evolução dos spreads na atividade em Angola

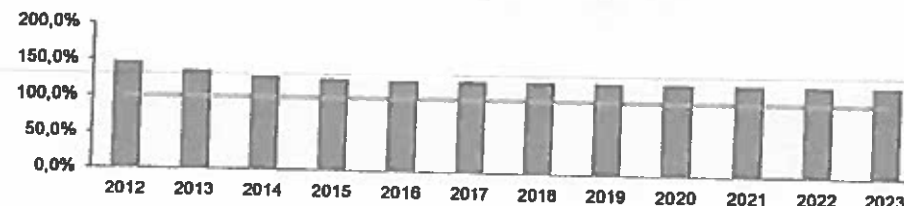


Relativamente à Euribor, o gráfico abaixo mostra a previsão da sua evolução para os próximos anos no Plano de Negócios. A previsão do seu aumento aliado ao facto do rácio de transformação ser sempre superior a 100%, gera um impacto positivo no resultado financeiro.

Euribor 3M



**Evolução do Rácio de Transformação
(Crédito bruto sobre Depósitos)**



Custos Operativos

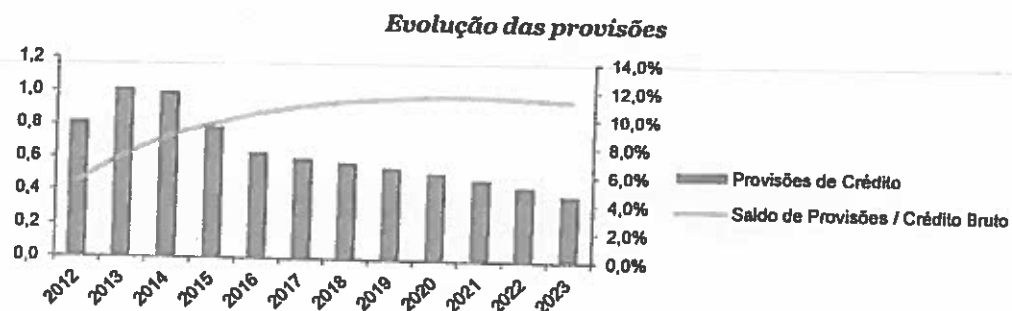
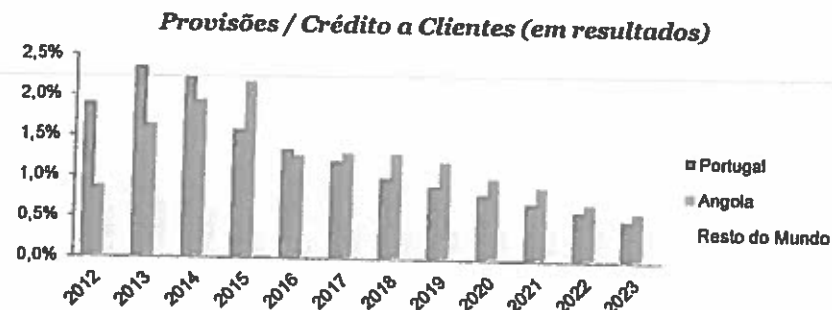
O Plano de Negócios considera uma diminuição do rácio cost to income entre 2013 e 2016 acentuada. O BES tem em curso um programa de redução de custos da atividade doméstica cujo objetivo é a redução de 100 milhões de euros entre 2013 e 2015:

- Nos custos com pessoal os custos em termos globais tem um crescimento de 0,1% até 2016. Contudo, na atividade doméstica está prevista uma redução de 40 milhões de euros entre 2012 e 2016, essencialmente devido ao crescimento nulo dos salários, não substituição dos trabalhadores que se reformem, redução da remuneração variável e não renovação dos contratos a termo; e
- Para os fornecimentos e serviços externos (FSE), o objetivo passa por, apesar do aumento da atividade, manter os custos a um nível semelhante aos de 2012 com um crescimento médio anual na atividade internacional de 9,8% e uma redução na atividade doméstica de 2,7% apoiada na redução dos custos de IT, redução dos custos com rendas, reavaliação do plano de publicidade, redução dos custos de telecomunicações, redução dos custos com viagens e custos de representação e redução dos custos com consultoria e auditoria.

A partir de 2017 (inclusive) até 2023, o Plano de Negócios estima que o rácio *cost to income* se mantenha estável e a rondar os 40%.

Provisões

Relativamente às provisões, o Plano de Negócios prevê um aumento do rácio de Provisões / Crédito bruto conforme apresentado no quadro abaixo. No entanto, é de salientar que o montante a registar como perdas nos resultados anuais vai diminuindo ao longo dos anos. Os valores de provisões previstos para 2013 e 2014 são fundamentalmente justificados com a expectativa de aumento das provisões em Angola uma vez que o rácio de Provisões / Crédito bruto nesta geografia em 2012 era de 2,2% e de acordo com o Plano de Negócios em 2013 irá situar-se em cerca de 7,0%.



Valor do capital acionista do BES

O valor do capital acionista do BES foi estimado pela metodologia dos dividendos descontados, tendo por base o Plano de Negócios acima apresentado. Para efeitos da estimativa foi assumido um *Payout Ratio* de 85% a partir de 2015 inclusive, uma taxa de crescimento na perpetuidade de 2% e um custo com o capital próprio conforme referido na tabela abaixo:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Taxa de juro sem risco	5,90%	5,90%	5,90%	5,70%	5,20%	4,90%	5,10%	5,20%	5,20%	5,20%
Beta	161,00%	152,00%	142,00%	132,00%	123,00%	113,00%	104,00%	94,00%	94,00%	94,00%
Prémio de Risco	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Taxa de desconto	13,95%	13,50%	13,00%	12,30%	11,35%	10,55%	10,30%	9,90%	9,90%	9,90%

A avaliação estima que os capitais próprios do BES à data de referência de 30 de junho de 2013 sejam de 11.168 milhões de euros, ou seja, 2,78 euros por ação (considerando um total de 4.018 milhões de ações).

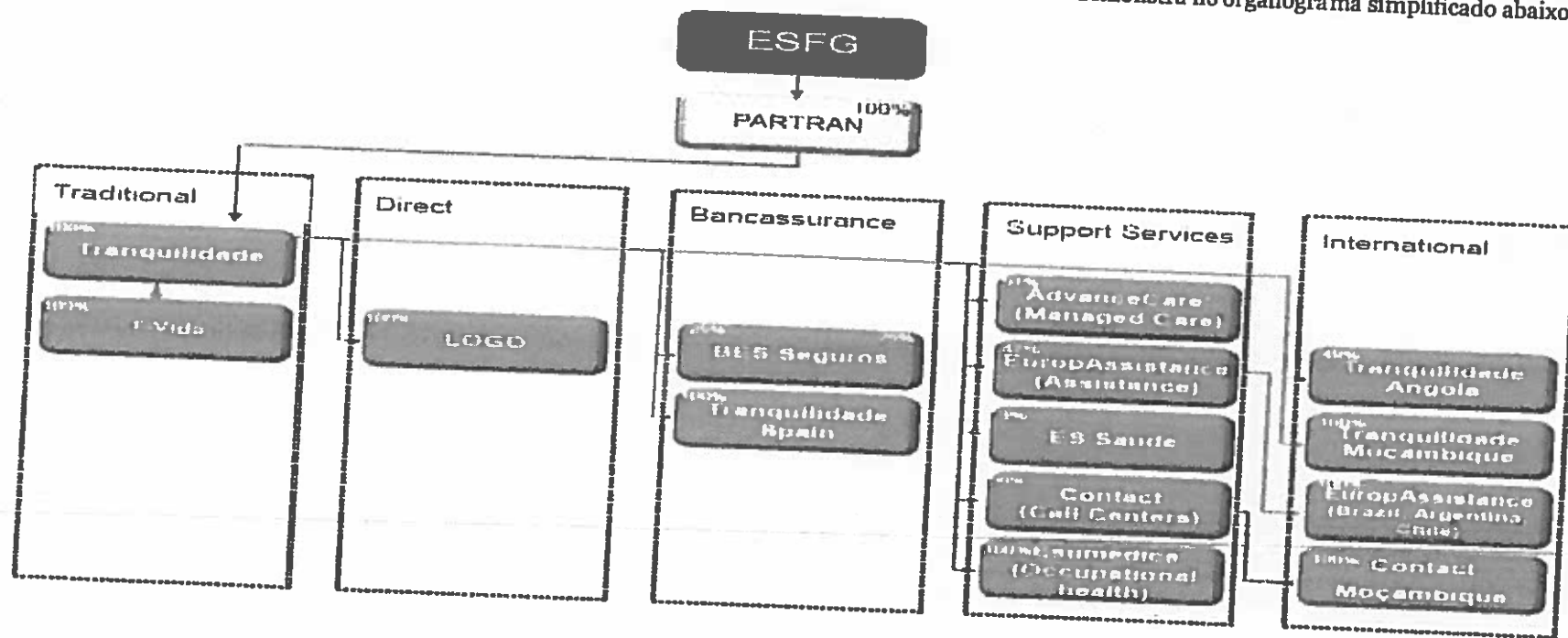
4.3.3.5 Análise do Plano de Negócios da Partran e da Tranquilidade

Introdução

A Partran é a *subholding* do ESFG que se dedica ao desenvolvimento da atividade seguradora do Grupo na vertente “*não bancassurance*”, a qual é detida, direta e indiretamente através de empresas suas subsidiárias, em 100%.

A Partran desenvolve a sua atividade através da participação em 100% no capital da Companhia de Seguros Tranquilidade, S.A (“Tranquilidade” ou “Companhia”).

A Tranquilidade tem vindo a desenvolver uma estratégia de internacionalização, estando presente, através de subsidiárias e sucursais internacionais, em Espanha, Cabo Verde, Angola e Moçambique, e através de participações financeiras, no Chile, Brasil e Argentina, conforme se demonstra no organograma simplificado abaixo.



O Grupo Tranquilidade é composto pelas seguintes entidades:

- Tranquilidade – é a segunda companhia de seguros no mercado nacional dos ramos não vida, com uma quota de mercado de cerca de 8,4%, comercializando produtos dos ramos não vida, quer através de canais de distribuição tradicionais, quer mediante distribuição direta;
- T-Vida – é a décima segunda companhia de seguros no mercado nacional do ramo vida, com uma quota de mercado de cerca de 1,3%, comercializando produtos do ramo vida, quer através de canais de distribuição tradicionais, quer mediante distribuição direta;
- Logo – seguradora que explora produtos do ramo não vida pelo canal direto, com início das suas operações em 2008 e com uma quota no mercado nacional das Seguradoras Diretas de cerca de 21% (3^a no ranking),
- BES Seguros – seguradora que explora produtos do ramo não vida, essencialmente pela rede do BES. Possui uma quota de cerca de 1,8% do mercado não vida e ocupa a 14^a posição do ranking das Seguradoras Não Vida;
- Tranquilidade Spain – presença em Espanha através das Sucursais Vida e Não Vida, as quais comercializam os seus produtos exclusivamente através dos Balcões da Sucursal do BES em Espanha. A sua atividade tem principal enfoque nos clientes da banca privada, patrimonial e na banca de empresas ibéricas;
- AdvanceCare – empresa de prestação de serviços de *managed care*, com operações em Portugal e em Angola. Em Portugal é líder com uma quota de mercado estimada em cerca de 31% quando comparada entre seguradoras que exploram o mesmo negócio e de cerca de 63% relativamente a subsistemas privados. A operação em Angola teve início no primeiro semestre de 2013;
- Europ Assistance – seguradora de Assistência, com participação nas operações de Portugal, Argentina, Brasil e Chile. Está presente no mercado português desde 1993, sendo líder de mercado. A contribuir para esta posição de liderança estão não só a qualidade e eficiência dos serviços prestados, como a inovação permanente;
- Tranquilidade Angola – é uma companhia de seguros que desenvolve a sua atividade em Angola, tendo iniciado a sua atividade em 2011. Explora produtos dos ramos não vida e vida, estando orientada principalmente para alavancar a sua operação na estrutura do BES Angola. A comercialização é feita pelos canais tradicionais e balcões do BES Angola;
- Tranquilidade Moçambique (Não Vida e Vida) – duas companhias de seguros que desenvolvem as suas atividades em Moçambique, tendo iniciado a sua atividade em 2012. Exploram produtos dos ramos não vida e vida. A sua oferta abrange todos os segmentos de negócio e é assegurada por uma alargada rede de corretores;
- Esumédica – empresa de prestação de serviços na área da saúde. Presta serviços a empresas internas e externas ao Grupo nas seguintes vertentes: serviços de segurança e saúde no trabalho, formação no âmbito da segurança e saúde no trabalho, realização de *check ups* clínicos para análise de risco de seguros de vida e atendimento a sinistrados de acidentes de trabalho; e
- ES Contact Center – empresa dedicada à gestão dos *call centers* que suportam a atividade da banca telefónica dos seus associados. Presta serviços inerentes às operações de atendimento e telemarketing/inquéritos. Adicionalmente, oferece serviços complementares e diferenciados em regime de *outsourcing*.

O Grupo Tranquilidade tem demonstrado uma dinâmica superior de crescimento com geração de resultado, seja no mercado nacional, seja em geográficas exteriores onde opera, resultante de uma estratégia acertada e capacidade de execução comprova, destacando-se:

- Considerada a Companhia preferida pelos agentes/corretores profissionais;
- Manutenção de um nível superior de subscrição e de gestão de sinistros;
- Perseguição da eficiência operativa com enfoque na excelência no serviço prestado;
- Sustentação de nível de solvência elevado, com geração de *cash flow* para realização de investimentos e pagamento de dividendos aos acionistas; e
- Desenvolvimento de iniciativas internacionais – *on-going*.

Principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

O Plano de Negócios apresentado pelo BESI para o Grupo Tranquilidade e para a Partran, adiante analisado, teve como base (i) o Plano de Negócios contido no Plano de Médio Prazo disponibilizado pelo BES por entidade do Grupo Tranquilidade, (ii) informação disponibilizada pela Tranquilidade, (iii) informação pública sobre as entidades do Grupo Tranquilidade, (iv) conhecimento do próprio BESI sobre o setor segurador, bem como (v) metodologias de avaliação utilizadas para valorizar entidades deste setor. O detalhe do valor do capital acionista (adiante VCA) para as diversas entidades do Grupo Tranquilidade com referência a 31 de dezembro de 2012, com indicação da metodologia utilizada resume-se como segue:

Entidades	Participação detida	Valorização (Milhares de euros)	Metodologia utilizada para apuramento do VCA
Tranquilidade <i>stand-alone</i>	100%	450.929	Metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2020.
T-Vida	100%	119.100	Metodologia de avaliação aplicada a entidades seguradoras que exploram o ramo vida – <i>TEV (Traditional Embedded Value)</i> . Teve por base um estudo preparado em 2011 e engloba projeções a 30 anos. O montante englobado, para efeito de VCA, corresponde ao valor pelo qual a participada estava refletida nas demonstrações financeiras individuais da Tranquilidade em 31 de dezembro de 2011.
Tranquilidade Angola	49%	59.555	Metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2022.
Europ Assistance	47%	50.169	Metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2019.
Tranquilidade Moçambique - Não Vida	100%	40.871	Metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2021.
Alienação de ativos	-	40.000	Montante recebido pela Tranquilidade decorrente da alienação de ativos.
AdvanceCare	51%	39.449	Metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2016.
BES Seguros	25%	24.748	Metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2019.