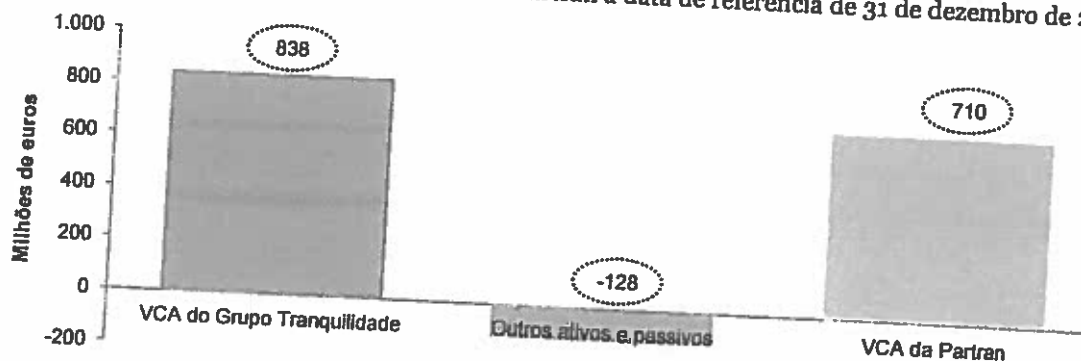


Entidades	Participação detida	Valorização (Milhares de euros)	Metodologia utilizada para apuramento do VCA
LOGO	100%	6.019	Capitais próprios da Companhia à data referência de 31 de dezembro de 2011.
ES Contact Center	55,4%	4.700	Valor registado nas demonstrações financeiras individuais da Tranquilidade em 31 de dezembro de 2011 (conforme mencionado nas referidas demonstrações financeiras, a metodologia de avaliação baseia-se no justo valor).
Tranquilidade Moçambique - Vida	100%	2.035	Metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2021
Esumédica	100%	1.100	Valor registado nas demonstrações financeiras individuais da Tranquilidade em 31 de dezembro de 2011 (conforme mencionado nas referidas demonstrações financeiras, a metodologia de avaliação baseia-se no justo valor).
VCA - Grupo Tranquilidade		838.675	

Detalhe do VCA da Partran, com referência a 31 de dezembro de 2012, o qual teve por base a valorização do Grupo Tranquilidade e os outros ativos e passivos detidos a 30 de setembro de 2012, de acordo com o balanço individual da Partran. O VCA da Partran à data de referência de 31 de dezembro de 2012 é de:



Tranquilidade Stand-alone

O valor do capital acionista da Tranquilidade Stand-alone foi estimado pela metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2020. As projeções realizadas pelo BESI basearam-se (i) no Plano de Negócios disponibilizado pela Tranquilidade para o período 2013 a 2020 e (ii) em pressupostos discutidos e acordados pela Tranquilidade para o mesmo período.

Para efeitos da estimativa foi assumido um *Payout Ratio* de 80% a partir de 2013 inclusive, uma taxa de crescimento na perpetuidade de 2% e um custo com o capital próprio conforme referido na tabela abaixo:

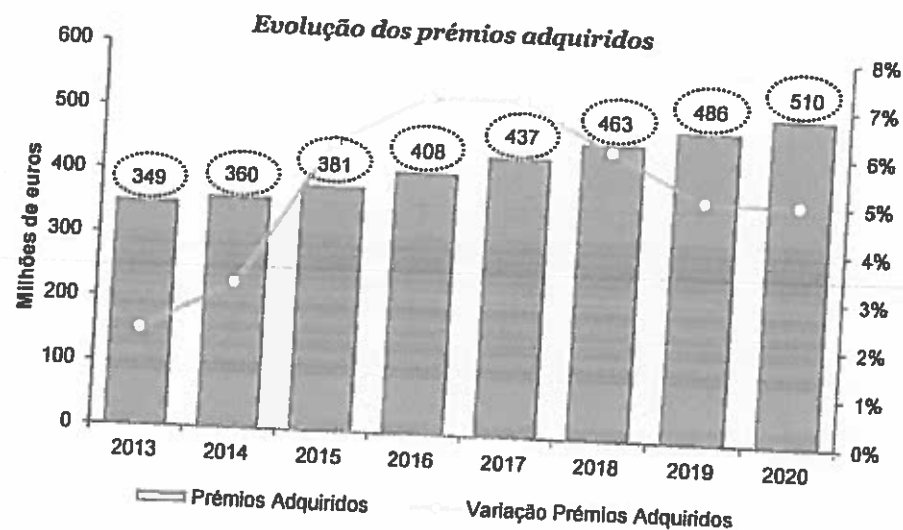
Dividendos (em milhares de euros)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Taxa de juro sem risco	10.995	15.078	20.752	25.786	31.062	36.606	41.472	45.284
Beta	8,50%	7,30%	6,50%	6,20%	6,00%	5,10%	4,70%	4,80%
Prémio de Risco	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Taxa de desconto	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
	12,46%	11,26%	10,46%	10,16%	9,96%	9,06%	8,66%	8,76%

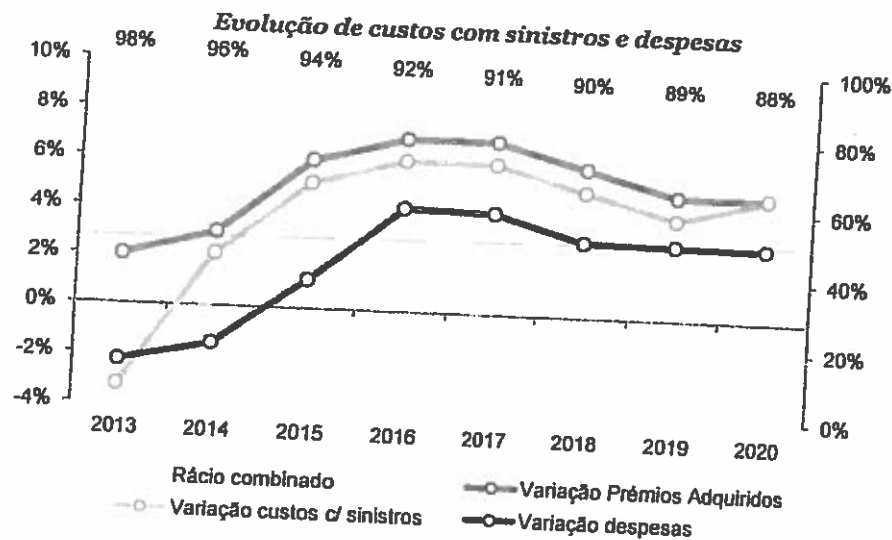
A avaliação estima que o VCA da Tranquilidade Stand-alone à data de referência de 31 de dezembro de 2012 seja de 451 milhões de euros.

Detalhe dos principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

Prémios adquiridos

O Plano de Negócios prevê uma taxa de crescimento dos prémios adquiridos crescente até 2020. As taxas de crescimento estimadas encontram-se acima do registado no mercado segurador nacional, no qual se tem verificado taxas de crescimento negativas nos últimos anos. O crescimento previsto é suportado pela manutenção da estratégia que a Companhia tem vindo a adotar, evidenciada pela performance registada nos últimos anos, a qual tem registado taxas de crescimento dos prémios acima do mercado, e pela expectativa da retoma da económica a qual irá contribuir positivamente para o crescimento do mercado segurador português.





Custos com sinistros, despesas e rácio combinado

Os custos com sinistros e as despesas encontram-se estimados no Plano de Negócios com taxas de crescimento inferiores ao crescimento dos prémios adquiridos, originando por isso uma diminuição progressiva do rácio combinado até 2020. Os custos com sinistros crescem em média um ponto percentual abaixo do crescimento estimado para os prémios adquiridos, sustentado pelo bom desempenho histórico da Companhia na gestão e regularização de sinistros. No que diz respeito às despesas, o crescimento é em média inferior em cerca de 3% ao crescimento estimado para os prémios adquiridos, sendo esta diferença sustentada pela redução de custos que a Companhia tem desencadeado nos últimos anos e pelos ganhos de eficiência que irá ter nos próximos anos.

Resultado líquido

Em resultado dos pressupostos utilizados no Plano de Negócios, a evolução do resultado líquido apresenta uma tendência crescente para o período em análise, conforme é possível verificar no gráfico ao lado.



Tranquilidade Vida (T-Vida)

O valor do capital acionista da T-Vida foi estimado por uma metodologia de avaliação aplicada a entidades seguradoras que exploram o ramo vida, o *Traditional Embedded Value (TEV)*. Teve por base um estudo preparado pela Companhia em 2011 e engloba projeções a 30 anos.

Detalhe dos principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

Capital próprio ajustado, VIF e VNB

Esta metodologia de apuramento do valor de mercado da Companhia baseia-se em três componentes: capital próprio ajustado, valor atual do negócio em vigor e valor atual do novo negócio. As projeções efetuadas para determinar o valor atual do negócio em vigor e o valor atual do novo negócio, têm por base a carteira de produtos comercializados pela Companhia.

Capital próprio ajustado – Tendo por base os capitais próprios da Companhia, são efetuados alguns ajustamentos, nomeadamente, ao nível de valias potenciais de investimentos detidos e ativos intangíveis.

Valor atual do negócio em vigor – Tendo por base a carteira de seguros existentes, consiste na projeção futura dos *cash flows* decorrentes desses contratos, atualizados a uma taxa de desconto de 10%.

Valor atual do novo negócio – Resulta da projeção do valor atualizado gerado pelo novo negócio que a Companhia virá a captar no prazo de 30 anos. A taxa de atualização utilizada para efeitos de desconto dos *cash flows* é de 10%.

Os quadros abaixo permitem resumir o VCA da Tranquilidade Vida, de forma segregada por componente:

(em milhões de euros)

<i>Embedded Value</i>	Taxa de desconto (10%)
Capital Próprio Ajustado	54,3
Valor atual do negócio em vigor (<i>value in force - VIF</i>)	17,9
Valor atual do novo negócio (<i>value of new business - VNB</i>)	77,9
Valor Total	150,1

(em milhões de euros)

<i>Valor atual do negócio em vigor (value in force - VIF)</i>	Taxa de desconto (10%)	Reservas técnicas
Produtos com fundos com participação nos resultados	0,7	317,8
Produtos com fundos sem participação nos resultados	0,0	4,8
Produtos de rendas	0,1	46,5
Produtos "unit-linked"	1,7	360,2
Produtos de risco (TAR)	15,4	11,0
Valor Total	17,9	740,3

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

(em milhões de euros)

Valor atual do novo negócio (value of new business - VNB)	Taxa de desconto (10%)	Prémios
Produtos com fundos com participação nos resultados	27,0	19,1
Produtos com fundos sem participação nos resultados	0,0	0,0
Produtos de rendas	7,3	3,3
Produtos "unit-linked"	-1,0	1,3
Produtos de risco (TAR)	44,6	1,3
Valor Total	77,9	25,0

A avaliação estima que o VCA da T-Vida, à data de referência de 31 de dezembro de 2012, é de cerca de 150 milhões de euros. O valor efetivamente contemplado, para efeito de VCA do Grupo, corresponde ao valor pelo qual a participada estava refletida nas demonstrações financeiras individuais da Tranquilidade (individual) em 31 de dezembro de 2011, o qual é mais reduzido. Este montante ascende a 119,1 milhões de euros, refletindo uma atitude conservadora por parte da Companhia.

Tranquilidade Angola

O valor do capital acionista da Tranquilidade Angola foi estimado pela metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2022. As projeções realizadas pelo BESI basearam-se (i) no Plano de Negócios disponibilizado pela Tranquilidade para o período 2013 a 2022 e (ii) em pressupostos discutidos e acordados pela Tranquilidade para o mesmo período.

Para efeitos da estimativa foi assumido um *Payout Ratio* de 50% de para os de 2017 e 2018, de 70% para 2019 e de 80% para os anos de 2020 a 2022, uma taxa de crescimento na perpetuidade de 4% e um custo com o capital próprio conforme referido na tabela abaixo:

Dividendos (em milhares de USD)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Taxa de juro sem risco	-	-	-	-	4.622	8.595	17.375	25.370	29.838	34.911
Beta	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%
Prémio de Risco	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Taxa de desconto	10,88%	10,88%	10,88%	10,88%	10,88%	10,88%	10,88%	10,88%	10,88%	10,88%
	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%	13,12%

A avaliação estima que o VCA da Tranquilidade Angola, à data de referência de 31 de dezembro de 2012, é de 157 milhões de USD, tendo sido utilizada uma taxa de câmbio de 1,2916 (conforme anunciado pelo BdP a 24/09/2012) para a conversão cambial em euros. Considerando a percentagem de capital detida pelo Grupo Tranquilidade (49%), o montante imputável ascende a cerca de 60 milhões de euros.

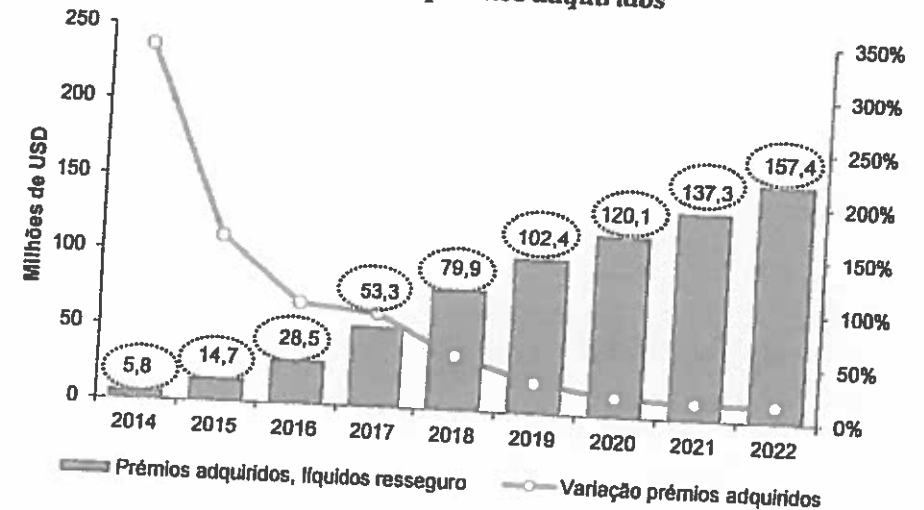
Detalhe dos principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

Prémios adquiridos, custos com sinistros e gastos de exploração líquidos de resseguro

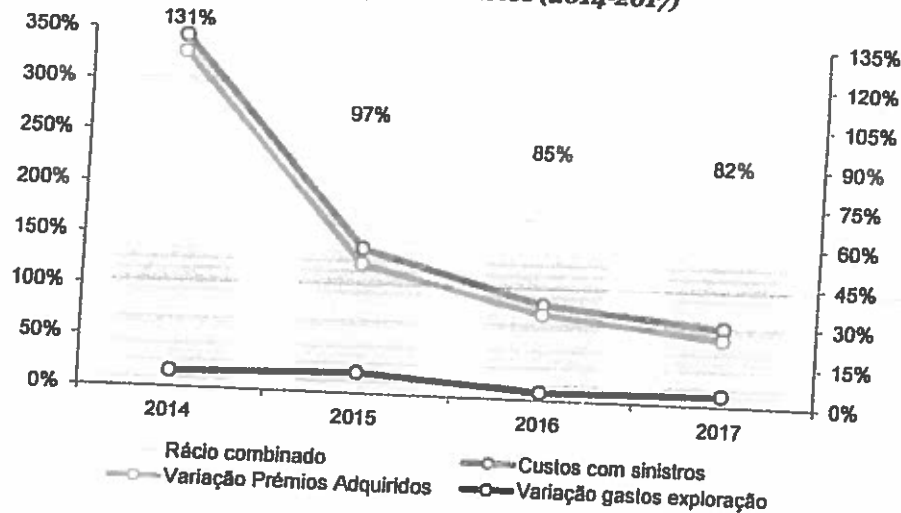
O Plano de Negócios prevê que a taxa de crescimento dos prémios adquiridos, líquidos de resseguro, seja gradualmente decrescente, registando-se em 2013 uma taxa superior a 300% e finalizando-se em 2022 com uma taxa de 15%. As taxas de crescimento elevadas nos primeiros anos do Plano de Negócios são fundamentadas pelo início de atividade da Companhia e pelo elevado potencial de crescimento que o mercado segurador em Angola tem (associado também à evolução positiva da economia Angolana).

O rácio combinado previsto no Plano de Negócios reflete igualmente uma tendência decrescente ao longo dos anos, resultado de uma evolução crescente das taxas de crescimento de prémios, quando comparadas às taxas de crescimento previstas para os custos com sinistros e gastos de exploração.

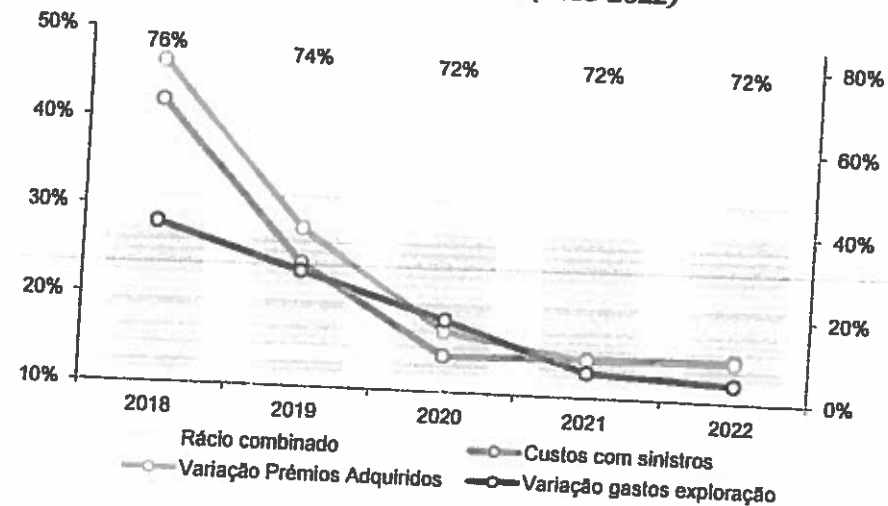
Evolução dos prémios adquiridos



Evolução dos custos (2014-2017)



Evolução dos custos (2018-2022)



Resultado líquido e dividend payout ratio

O decréscimo do rácio combinado resulta de um crescimento dos resultados técnicos, fruto do comportamento/evolução dos prémios adquiridos (aumento), custos com sinistros (redução), custos de exploração (redução) e das restantes variáveis não técnicas. Desta forma, é sustentado um crescimento progressivo do resultado líquido do exercício ao longo do período em análise, o que irá permitir a libertação de dividendos para o acionista a partir de 2017. O *dividend payout ratio* mais elevado será alcançado em 2020.



Europ Assistance

O valor do capital acionista da Europ Assistance foi estimado pela metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2019. As projeções realizadas pelo BESI basearam-se **(i)** no Plano de Negócios disponibilizado pela Tranquilidade para o período 2013 a 2019 e **(ii)** em pressupostos discutidos e acordados pela Tranquilidade para o mesmo período.

Europ Assistance América Latina

Europ Assistance Argentina

Europ Assistance Brasil

Europ Assistance Chile

Europ Assistance Portugal Stand alone

VCA total da Companhia

VCA atribuível ao Grupo Tranquilidade

Valor da participação (Milhares de euros)	Participação
69.676	
5.601	56,10%
62.705	50,00%
1.370	25,50%
37.066	
106.742	
50.169	47,00%

Europ Assistance Brasil (filial)

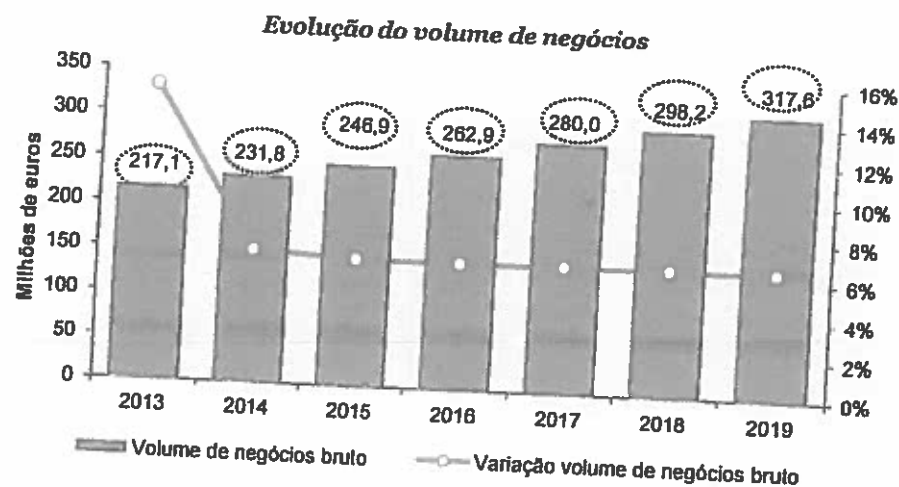
Para efeitos da estimativa foi assumido um *Payout Ratio* de 80% a partir de 2013 inclusive, e um fator de desconto referido na tabela abaixo:

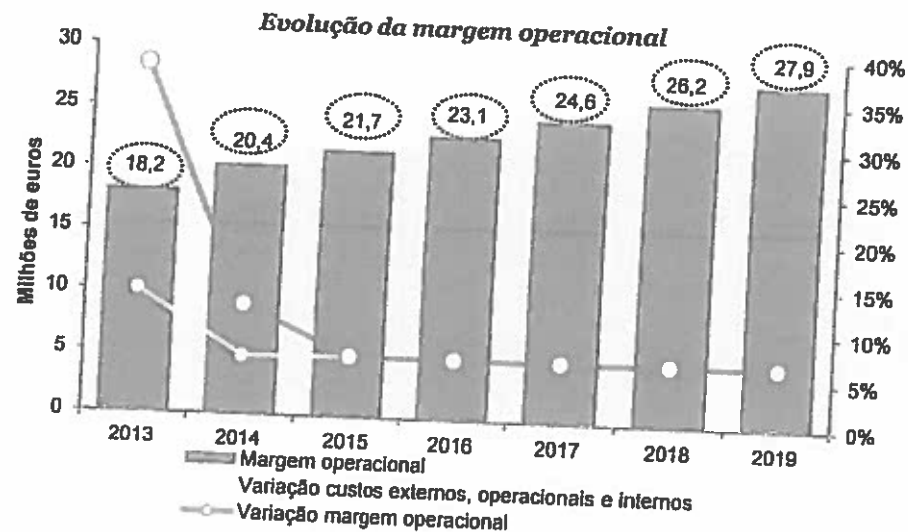
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dividendos (em milhares de euros)	9.161	10.226	10.933	11.644	12.401	13.207	14.066
Taxa de desconto	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%	12,55%

A avaliação estima que o VCA da Europ Assistance Brasil, à data de referência de 31 de dezembro de 2012, é de 125 milhões de euros. Considerando a percentagem de capital detida pelo Grupo Tranquilidade (47%), o montante imputável ascende a 29,5 milhões de euros.

Detalhe dos principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

Os principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios da Europ Assistance Portugal apresentam um comportamento estável ao longo dos vários períodos em análise, registando apenas no ano de 2013 um comportamento *outlayer* dos restantes períodos. Em 2013, o crescimento do volume de negócios bruto e dos custos externos, operacionais e internos, ascende a 15% e 16%, respetivamente, sendo que a partir de 2014 a variação dos referidos pressupostos mantém-se estável em cerca de 6,5% até 2019. Em resultado do referido, a margem operacional e o resultado líquido apresentam crescimentos constantes ao longo dos anos em análise, ou seja, registando um crescimento mais acentuado no ano 2013 e cerca de 6,5% nos anos seguintes.





Europ Assistance Portugal (stand-alone)

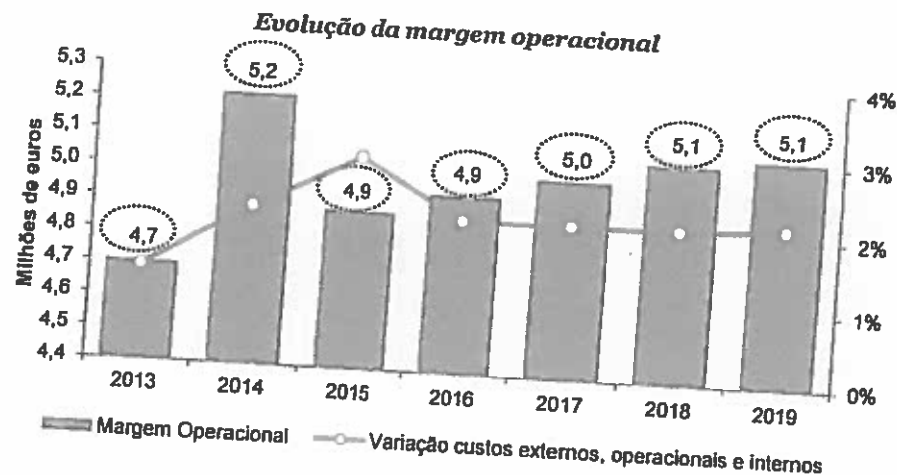
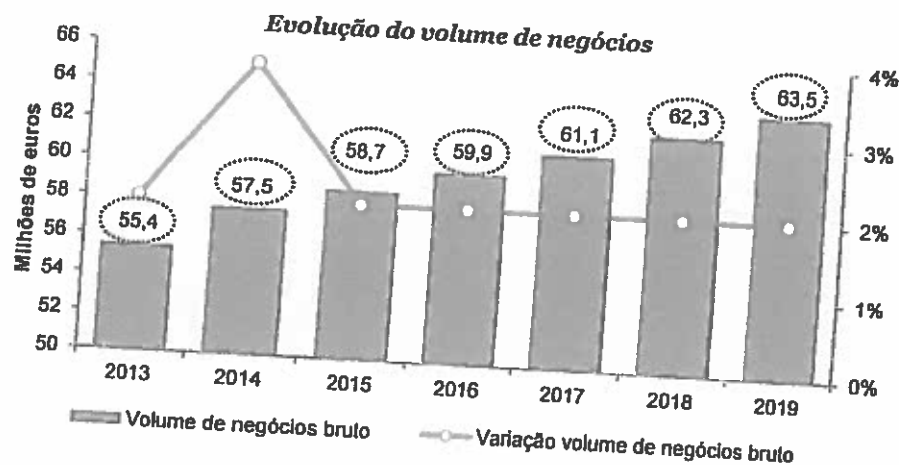
Para efeitos da estimativa foi assumido um *Payout Ratio* de 70% a partir de 2013 inclusive, uma taxa de crescimento na perpetuidade de 2% e um custo com o capital próprio conforme referido na tabela abaixo:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dividendos (em milhares de euros)							
Taxa de juro sem risco	2.707	2.982	2.883	2.922	2.962	3.002	3.023
Beta	8,50%	7,30%	6,50%	6,20%	6,00%	5,10%	4,70%
Prémio de Risco	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Taxa de desconto	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
	12,46%	11,26%	10,46%	10,16%	9,96%	9,06%	8,66%

A avaliação estima que o VCA da Europ Assistance Stand alone, à data de referência de 31 de dezembro de 2012, é de 37 milhões de euros. Considerando a percentagem de capital detida pelo Grupo Tranquilidade (47%), o montante imputável ascende a 17,4 milhões de euros.

Detalhe dos principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

O resultado da utilização dos principais pressupostos previstos no Plano de Negócios da Europ Assistance Portugal corresponde a um comportamento estável ao longo dos vários anos em análise. Para o nível do volume de negócios bruto anual é estimado um crescimento de 2%, exceto para o ano de 2014, cujo crescimento expectável é de 4%. No que respeita aos custos externos, operacionais e internos, o crescimento médio estimado é de cerca de 2%. Desta forma, a margem operacional apresenta ligeiros crescimentos ao longo dos anos, exceto para o ano de 2014 (cuja margem apresenta um crescimento mais significativo).



Tranquilidade Moçambique – Não Vida

O valor do capital acionista da Tranquilidade Moçambique – Não Vida foi estimado pela metodologia dos dividendos descontados, tendo por base projeções económico-financeiras para o período 2013-2021. As projeções realizadas pelo BESI basearam-se (i) no Plano de Negócios disponibilizado pela Tranquilidade para o período 2013 a 2021 e (ii) em pressupostos discutidos e acordados pela Tranquilidade para o mesmo período.

Para efeitos da estimativa foi assumido um *Payout Ratio* de 30% para 2017, 52,1% para 2018, 74,2% para 2019, 80,6% para 2020 e 86% para 2021. Adicionalmente, uma taxa de crescimento na perpetuidade de 4% e um custo com o capital próprio conforme referido na tabela abaixo:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dividendos (em milhares de USD)					1.000	3.500	8.700	10.500	12.400
Taxa de juro sem risco	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%	4,42%
Beta	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Prémio de Risco	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Taxa de desconto	13,64%	13,64%	13,64%	13,64%	13,64%	13,64%	13,64%	13,64%	13,64%

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

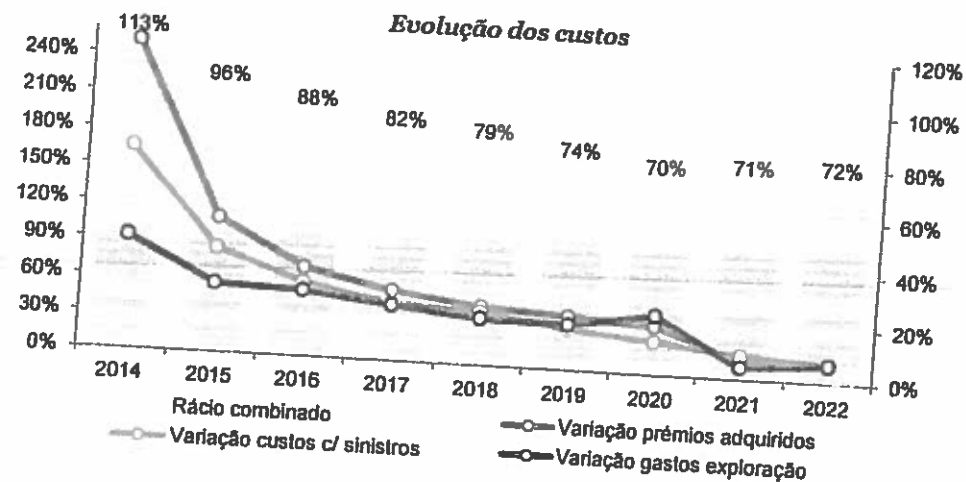
A avaliação estima que o VCA da Tranquilidade Moçambique – Não Vida, à data de referência de 31 de dezembro de 2012, é de 52,8 milhões de USD, tendo sido utilizada uma taxa de câmbio de 1,2916 (conforme anunciado pelo BdP a 24/09/2012) para a conversão cambial em euros. Considerando a taxa de câmbio referida o montante imputável ao Grupo Tranquilidade ascende a 40,9 milhões de euros.

Detalhe dos principais pressupostos utilizados no Plano de Negócios

Prémios adquiridos, custos com sinistros e gastos de exploração líquidos de resseguro

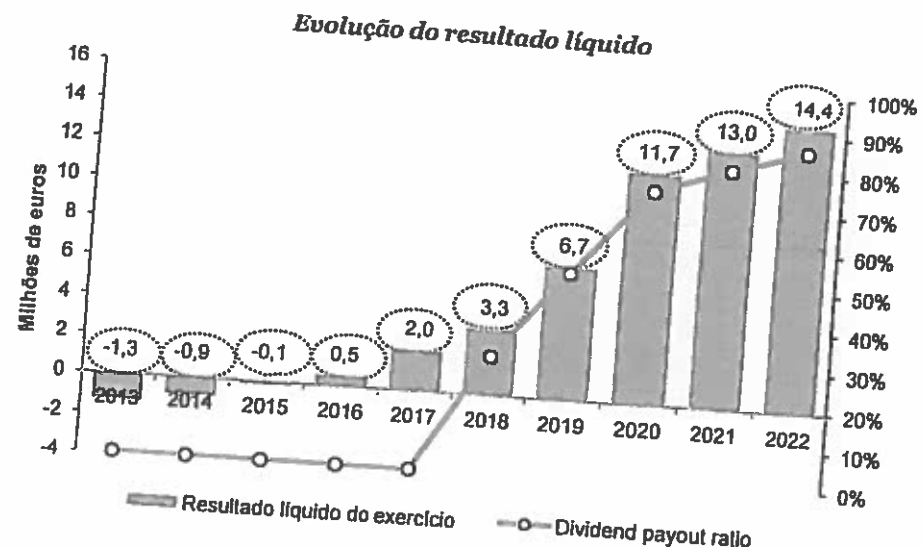
O Plano de Negócios prevê que a taxa de crescimento dos prémios adquiridos, líquidos de resseguro, seja gradualmente decrescente para o período em análise, registando-se em 2013 uma taxa superior a 250% e finalizando-se em 2022 com uma taxa de 14%. As taxas de crescimento elevadas nos primeiros anos do Plano de Negócios são fundamentadas pelo início de atividade da Seguradora e pelo elevado potencial de crescimento que o mercado segurador em Moçambique tem (associado também à evolução positiva da economia Moçambicana).

O rácio combinado previsto no Plano de Negócios reflete igualmente uma gradual tendência decrescente ao longo dos anos, resultado de uma evolução positiva das taxas de crescimento de prémios, quando comparadas aos crescimentos previstos nos custos com sinistros e gastos de exploração.



Resultado líquido e dividend payout ratio

O decréscimo do rácio combinado resulta de um crescimento dos resultados técnicos, fruto do comportamento/evolução dos prémios adquiridos (aumento), custos com sinistros (redução), custos de exploração (redução) e das restantes variáveis não técnicas. Desta forma, é sustentado um crescimento progressivo do resultado líquido do exercício ao longo do período em análise, o que irá permitir a libertação de dividendos para o acionista a partir de 2018. O *dividend payout ratio* mais elevado será alcançado em 2021.



Análises de sensibilidade

As análises de sensibilidade por nós solicitadas, no âmbito desta análise, para algumas das entidades do Grupo, nomeadamente, Tranquilidade *stand-alone*, Tranquilidade Angola, Tranquilidade Moçambique – Não Vida e Tranquilidade Moçambique - Vida, traduziram-se numa redução do VCA do Grupo Tranquilidade em cerca de 125 milhões de euros. A valorização do Grupo Tranquilidade após análises de sensibilidade resume-se como segue:

Resumo de análises de sensibilidade

Descrição	Participação detida	Valorização	(valores em milhares de euros)	
			Valorização após análise de sensibilidade	Diferença
Tranquilidade <i>Stand-alone</i>				
T-Vida	100%	450.929	369.058	81.871
Tranquilidade Angola	100%	119.100	119.100	-
Europ Assistance	49%	59.555	33.974	25.581
Tranquilidade Moçambique - Não Vida	47%	50.169	50.169	-
Alienação de ativos	100%	40.871	24.127	16.744
AdvanceCare	-	40.000	40.000	-
BES Seguros	51%	39.449	39.449	-
LOGO	25%	24.748	24.748	-
ES Contact Center	100%	6.019	6.019	-
Tranquilidade Moçambique - Vida	55,4%	4.700	4.700	-
Esumédica	100%	2.035	851	1.184
VCA do Grupo Tranquilidade	100%	1.100	1.100	-
		838.675	713.295	125.380

O VCA estimado para a Partran (*subholding* do ESFG dedicada ao desenvolvimento da atividade seguradora do Grupo – apenas detém a participação da Tranquilidade) ascende a cerca de 710 milhões de euros. Comparativamente ao VCA estimado para a Tranquilidade (839 milhões de euros) existe um diferencial de cerca de 130 milhões de euros. Considerando as análises de sensibilidade às entidades acima referidas, verificamos que existe uma redução potencial de valor em cerca de 125 milhões de euros, quando comparado com o VCA inicialmente estimado para a Tranquilidade (839 milhões de euros).

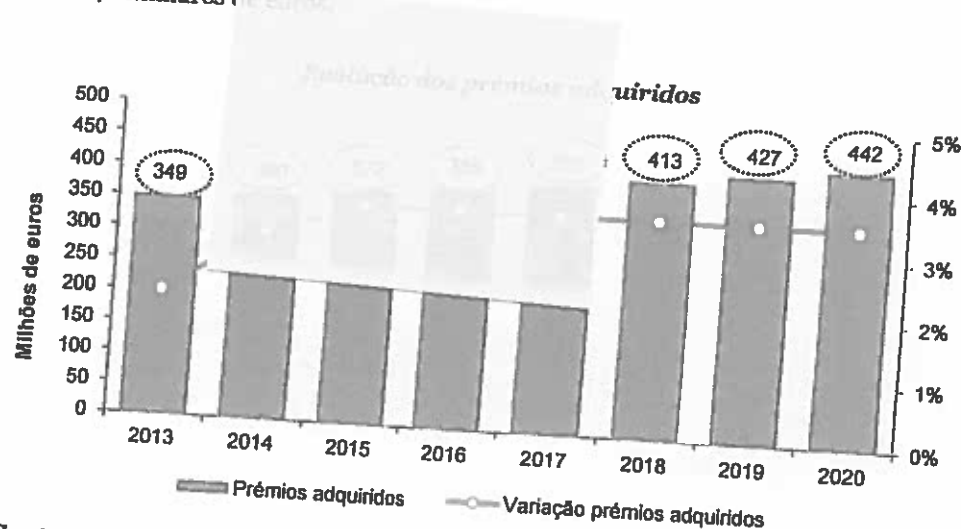
Desta forma, face ao VCA estimado para a Partran, consideramos que existe uma posição conservadora da Companhia sobre o seu Plano de Negócios, o que nos permite considerar razoável a respetiva avaliação. Adicionalmente, o Plano de Negócios da Rioforte considera em 2016 a alienação da totalidade da participação no Grupo Tranquilidade por 700 milhões de euros. Assim, em resultado das análises de sensibilidade acima resumidas, entendemos como razoável o valor estimado de alienação, De seguida passaremos a descrever em detalhe cada uma das análises de sensibilidade que entendemos solicitar no âmbito desta análise e que foram realizadas pelo Grupo.

Tranquilidade stand-alone

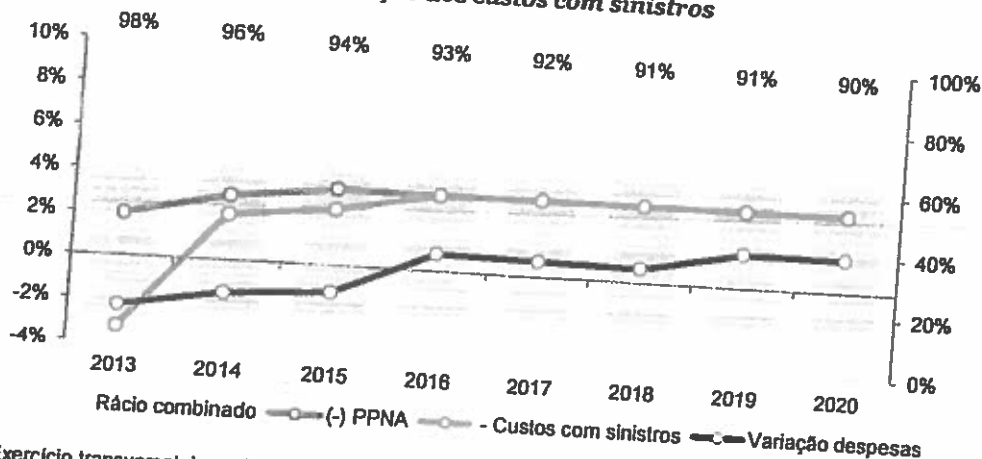
A análise de sensibilidade realizada à Tranquilidade stand-alone incidiu na redução da taxa de crescimento dos prémios adquiridos e no alinhamento da taxa de crescimento dos custos com sinistros com a taxa de crescimento dos prémios adquiridos, conforme explicado abaixo.

Prémios adquiridos

O Plano de Negócios realizado pela Tranquilidade prevê que as taxas de crescimento de prémios adquiridos registem um comportamento crescente, estabilizando em torno dos 6% a partir de 2015. Este crescimento apresenta-se superior às taxas negativas que o mercado tem registado nos últimos anos. Tendo em conta a boa performance que a Tranquilidade tem registado nos últimos anos, consideramos prudente estimar níveis de crescimento de prémios adquiridos mais reduzidos, em torno dos 3,5% para os anos 2015 e seguintes, face à incerteza do futuro da economia Portuguesa nos próximos anos. O crescimento de 3,5% é suportado pela retoma do crescimento (embora que residual) que esperamos que o mercado segurador português registre nos próximos anos e pela estratégia de negócio que a Companhia tem (tendo já permitido ter bons resultados no último anos passados).



Evolução dos custos com sinistros



Custos com sinistros

O Plano de Negócios realizado pela Tranquilidade prevê que as taxas de crescimento dos custos com sinistros registem um crescimento abaixo do crescimento registado nos prémios adquiridos, em média de cerca de 1%. Este diferencial irá originar uma redução gradual do rácio de sinistralidade e consequentemente a redução do rácio combinado da Companhia.

Considerando a boa performance que a Companhia tem registado nos últimos anos ao nível dos indicadores de sinistralidade, registando em 2012 indicadores abaixo das médias do mercado segurador, consideramos prudente a manutenção em linha com o crescimento verificado nos prémios adquiridos. Este comportamento dos custos com sinistros irá traduzir-se numa redução mais ligeira do rácio combinado no período em análise.

Resultado líquido

A redução das taxas de crescimento dos prémios adquiridos e a manutenção do rácio de sinistralidade, irá traduzir-se numa redução das margens técnicas face ao previsto no Plano de Negócios da Tranquilidade e, conseqüentemente, uma redução dos resultados líquidos nos diversos anos em análise.



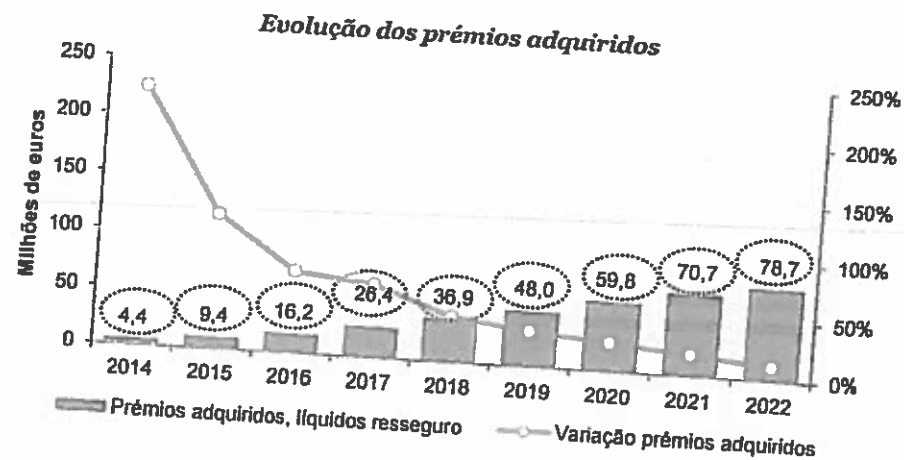
Tranquilidade Angola

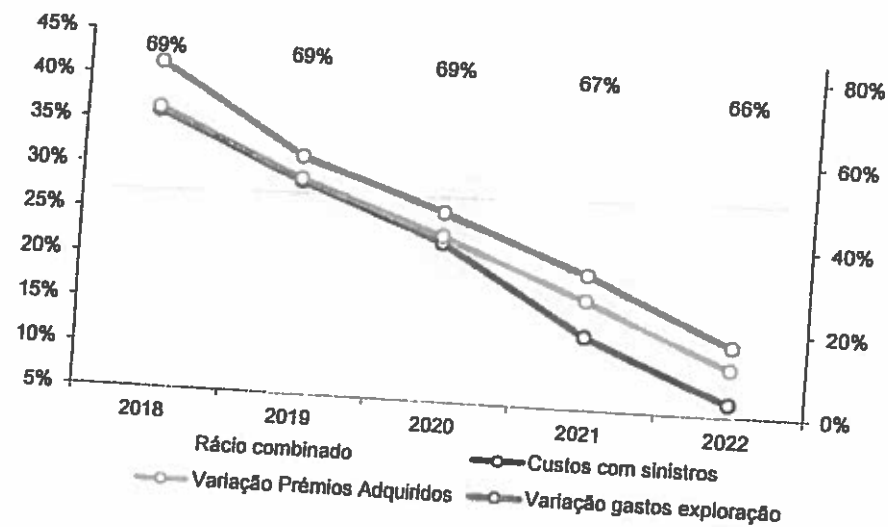
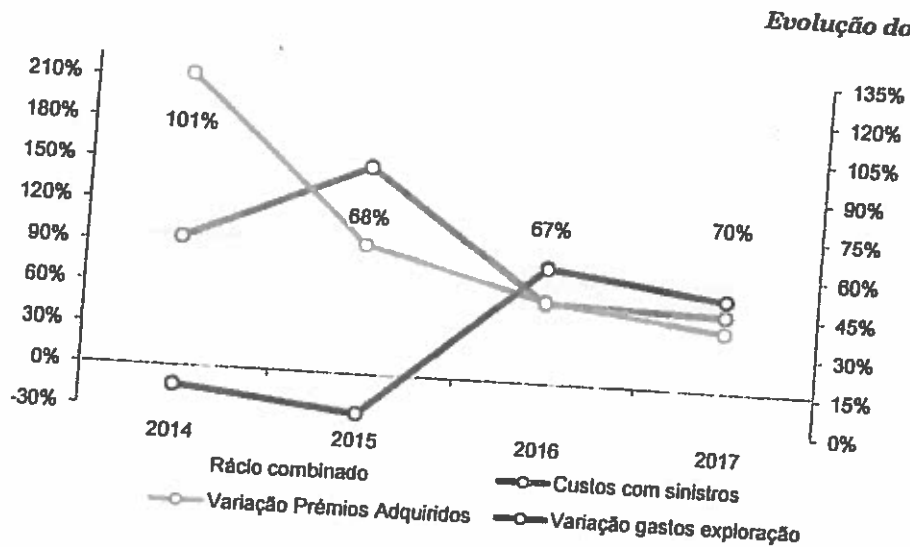
A análise de sensibilidade realizada à Tranquilidade Angola incidiu na redução da taxa de crescimento dos prémios adquiridos, líquidos de resseguro e no aumento do crescimento dos custos operacionais, conforme explicado abaixo.

A análise de sensibilidade realizada traduziu uma redução de valor da participação em 25.581 milhares de euros.

Prémios adquiridos, líquidos de resseguro

O Plano de Negócios realizado pela Tranquilidade prevê taxas de crescimento de prémios adquiridos, líquidos de resseguro bastante elevadas nos primeiros anos, sendo estas taxas progressivamente decrescentes até 2022. Contudo de 2017 a 2022 o crescimento médio fixa-se nos 25%. As elevadas taxas de crescimento nos primeiros anos são justificadas pelo facto da Companhia ter iniciado as suas operações em 2012 e pelo crescimento que o mercado de seguros em Angola tem registado nos últimos anos. Contudo, consideramos prudente um crescimento menos significativo, com taxas mais reduzidas (entre 100% e 40%, para o período compreendido entre 2014 e 2017 e de 40% a 8% para o período entre 2017 e 2022), as quais traduzirão, de uma forma mais conservadora, o crescimento de uma seguradora em início de atividade (para os primeiros anos do Plano de Negócios) e, numa fase subsequente, o crescimento de uma seguradora numa fase mais madura (para os anos seguintes do Plano de Negócios).





Resultado líquido e dividend payout ratio

A redução das taxas de crescimento dos prémios adquiridos, líquidos de resseguro, irá traduzir-se numa redução das margens técnicas face ao previsto no Plano de Negócios da Tranquilidade e, conseqüentemente, numa redução dos resultados líquidos nos diversos períodos em análise.



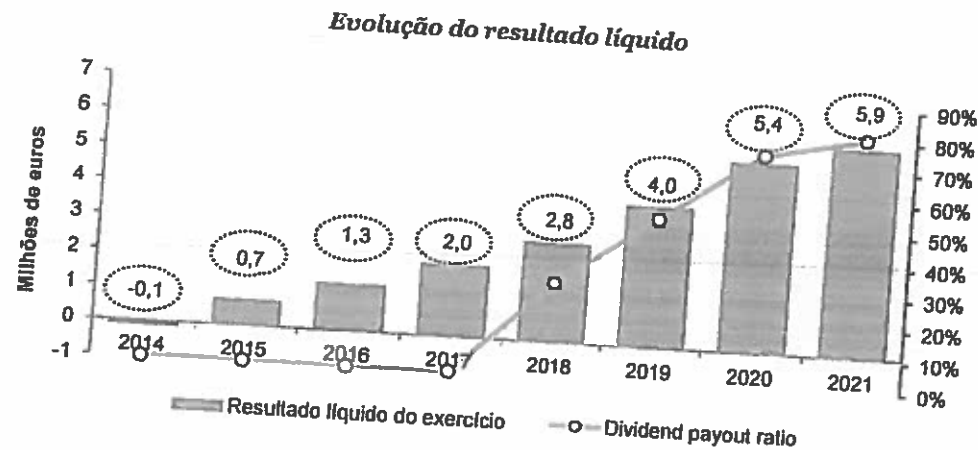
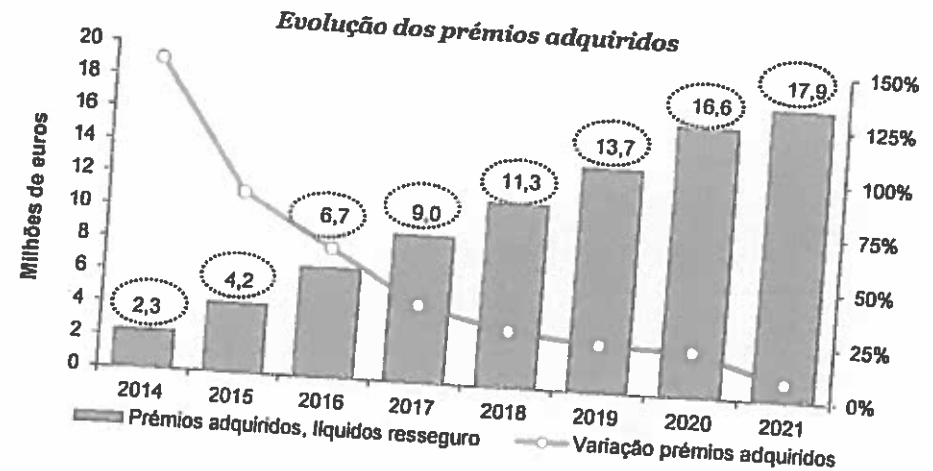
Tranquilidade Moçambique – Não Vida

A análise de sensibilidade realizada à Tranquilidade Moçambique incidiu na redução da taxa de crescimento dos prémios adquiridos, líquidos de resseguro, conforme explicado abaixo.

A análise de sensibilidade realizada traduziu-se numa redução de valor da participação em 16.744 milhares de euros.

Prémios adquiridos, líquidos de resseguro

O Plano de Negócios realizado pela Tranquilidade prevê taxas de crescimento de prémios adquiridos, líquidos de resseguro bastante elevadas nos primeiros anos, sendo estas taxas progressivamente decrescentes até 2021. Contudo, de 2018 a 2021 o crescimento médio fixa-se nos 30%. As elevadas taxas de crescimento nos primeiros anos são justificadas pelo facto da Companhia ter iniciado as suas operações em 2012 e pelo crescimento que o mercado de seguros em Moçambique tem registado nos últimos anos. Contudo, consideramos prudente um crescimento menos significativo, com taxas mais reduzidas (entre 100% e 30%, para o período compreendido entre 2014 e 2017 e de 30% a 5% para o período entre 2017 e 2022), as quais traduzirão, de uma forma mais conservadora, o crescimento de uma seguradora em início de atividade (para os primeiros anos do Plano de Negócios) e, numa fase subsequente, o crescimento de uma seguradora numa fase mais madura (para os anos seguintes do Plano de Negócios).



Resultado líquido

A redução das taxas de crescimento dos prémios adquiridos, líquidos de resseguro, irá traduzir uma redução das margens técnicas face ao previsto no Plano de Negócios da Tranquilidade consequentemente uma redução dos resultados líquidos nos diversos períodos em análise.

Tranquilidade Moçambique – Vida

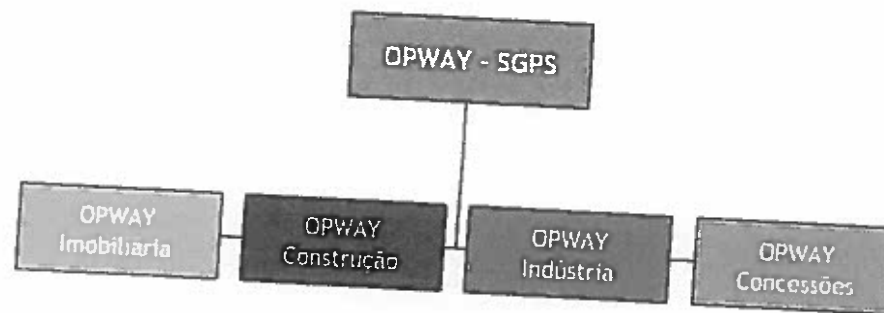
A análise de sensibilidade realizada à Tranquilidade Moçambique – Vida incidiu na redução da taxa de crescimento dos prémios adquiridos, líquidos de resseguro, tendo-se traduzido se numa redução de valor da participação em 1.184 milhares de euros.

O Plano de Negócios realizado pela Tranquilidade prevê taxas de crescimento de prémios adquiridos líquidos de resseguro bastante elevadas nos primeiros anos, sendo estas taxas progressivamente decrescentes até 2021. Contudo, de 2018 a 2022 o crescimento médio fixa-se nos 30%. As elevadas taxas de crescimento nos primeiros anos são justificadas pelo facto de a Seguradora ter iniciado as suas operações em 2012 e pelo crescimento que o mercado de seguros em Moçambique tem registado nos últimos anos. Contudo, consideramos prudente um crescimento menos significativo, com taxas mais reduzidas (entre 100% e 30%, para o período compreendido entre 2014 e 2017 e de 30% a 5% para o período entre 2017 e 2022), as quais traduzirão, de uma forma mais conservadora, o crescimento de uma seguradora em início de atividade (para os primeiros anos do Plano de Negócios) e, numa fase subsequente, o crescimento de uma seguradora numa fase mais madura (para os anos seguintes do Plano de Negócios).

4.4 Análise ao Plano de Negócios da Opway

4.4.1 Introdução

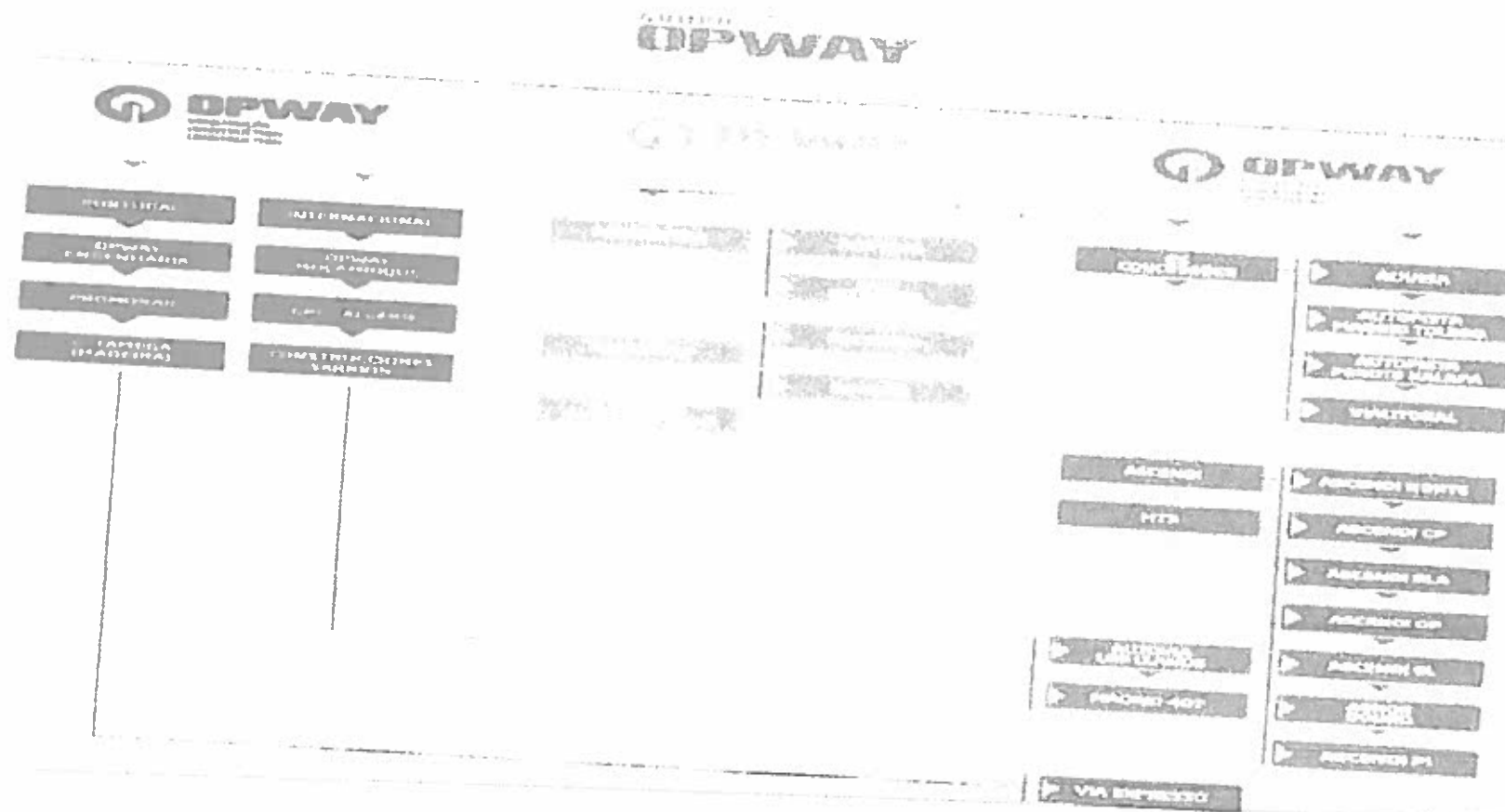
A Opway nasceu em janeiro de 2008 na sequência da aquisição da SOPOL pela OPCA, dando início a um novo universo empresarial que assume a estratégia de consolidar o projeto de um grupo empresarial diversificado e internacionalizado.



Conforme organograma acima, o Grupo Opway está presente em 4 áreas de negócio:

- **Imobiliária:** Fundamentalmente em Portugal através da Opway Imobiliária. Esta área de negócio não é especialmente representativa para a Opway;
- **Construção:** Essencialmente presente em Portugal através da Opway Engenharia (atua fundamentalmente na construção civil e obras públicas) e em Espanha através da Construcciones Sarrion. A área da construção é a mais representativa do Grupo Opway;
- **Indústria:** A Opway Indústria integra os mármore e os pré-fabricados como setores de atividade principais; e
- **Concessões:** Na área de concessões, a Opway é acionista indireta da Ascendi, empresa que foi constituída em 2008, pela Mota Engil e ES Concessões. Adicionalmente, detém outras participações em concessões em Portugal e Espanha.

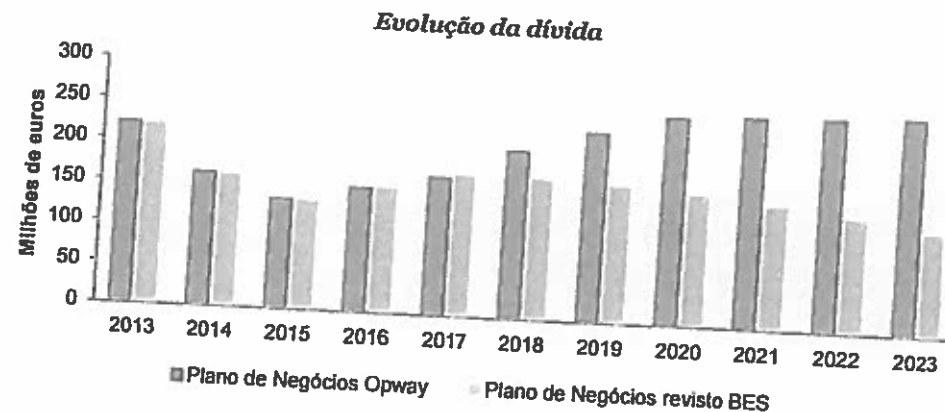
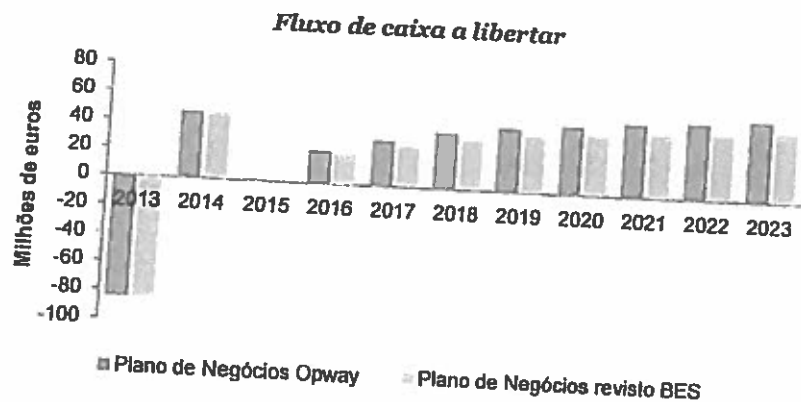
De seguida apresenta-se o organograma simplificado do Grupo Opway:



4.4.2 Overview do Plano de Negócios

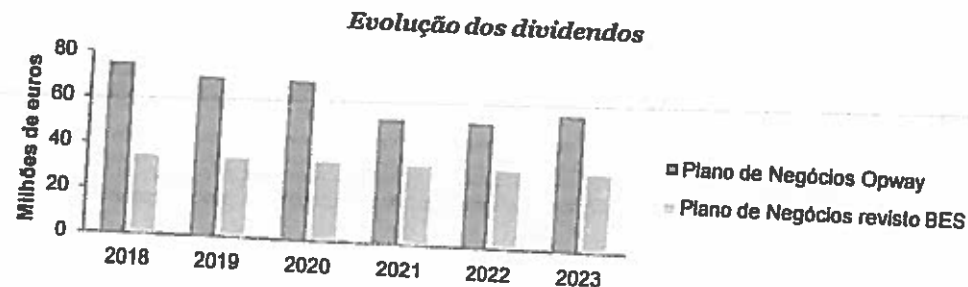
- **Plano de Negócios Opway vs Plano de Negócios Opway revisto pelo BES**

Foram disponibilizados dois Planos de Negócios relativos à Opway: o primeiro realizado pela Opway e o segundo com base no plano da Opway, revisto pelo BES. As principais diferenças do Plano de Negócios realizado pelo BES quando comparado com o da Opway são, fundamentalmente, um maior conservadorismo nos volumes de negócios previstos para a Argélia, Gana e Brasil. Este maior conservadorismo traduz-se numa diminuição da estimativa do fluxo de caixa a libertar no montante de 37 milhões de euros (-12%), passando de 306 milhões de euros para 269 milhões de euros. O gráfico abaixo demonstra os fluxos de caixa previstos pelos dois planos. Adicionalmente, o Plano de Negócios revisto pelo BES prevê uma maior diminuição da dívida, conforme podemos constatar pelo gráfico abaixo apresentado com a evolução da dívida prevista nos dois Planos de Negócios.



Na sequência das alterações decorrentes dos novos pressupostos introduzidos pelo BES, constatamos uma diminuição de distribuição de dividendos aos acionistas de 175 milhões de euros, conforme evidencia o gráfico ao lado, com a evolução dos dividendos.

Tendo em consideração o acima exposto, a nossa análise irá incidir sobre o Plano de Negócios revisto pelo BES.



• **Análise histórico da Opway (2010 – 2012)**

A Opway tem sido, nos últimos anos, uma empresa deficitária. Em 2010 e 2011 os fluxos de caixa negativos foram suportados por fluxos de acionistas (no montante de 96 milhões de euros nestes dois anos).

Em 2012, e apesar de uma diminuição no volume de negócios, verificou-se uma melhoria do EBITDA face ao processo de reestruturação que as entidades que consolidam na Opway têm vindo a sofrer, fundamentalmente resultado de um corte de custos acentuado, com relevância na Opway Engenharia. Em 2012, houve igualmente suprimentos de acionistas no montante de 215 milhões de euros, os quais foram utilizados para liquidar dívida, que passou de 453 milhões de euros em 2011 para 216 milhões de euros em 2012.

Resumem-se como segue os principais indicadores financeiros da Opway durante estes anos:

(em milhares de euros)

	2010	2011	2012
Volume de negócios			
EBITDA	493.642	370.934	352.613
Encargos Financeiros	31.383	-159.504	-58.536
Impostos	-22.316	-43.331	-38.960
Capex	4.536	-3.370	1.252
Varição fundo manei/outras variações	6.071	-162.484	156.738
Fluxo de caixa libertado	-11.887	284.141	-30.927
Suprimentos/capitalizações acionista	7.788	-84.548	29.568
Dívida financeira	17.000	78.671	215.946
Caixa e equivalentes	446.359	453.117	250.809
Dívida líquida	22.380	23.261	66.468
	423.978	429.855	184.341

• **Análise do Plano de Negócios da Opway (2013 – 2023)**

O Plano de Negócios da Opway assenta em duas orientações estratégicas:

- melhorar a rentabilidade e competitividade da empresa através de uma maior eficácia comercial, maiores margens nas obras realizadas e fundamentalmente uma maior eficiência nos custos de estrutura; e
- desenvolvimento de “novos mercados” com especial enfoque no Brasil, Gana, Argélia e Moçambique – iremos denominar estas geografias de “novos mercados”, apesar da Opway já estar presente em Moçambique.

Conforme podemos verificar no Plano de Negócios abaixo, entre 2013 e 2015 serão necessários suprimentos dos acionistas no valor de 88 milhões de euros:

- em 2013 para colmatar o *cash flow* deficitário. Explicado por um EBITDA ligeiramente negativo, por encargos financeiros elevados face à elevada dívida e pela variação de fundo de manei (explicado fundamentalmente pelo aumento de saldos de clientes em algumas das entidades); e
- em 2014 e 2015 para diminuir a dívida para valores sustentáveis.

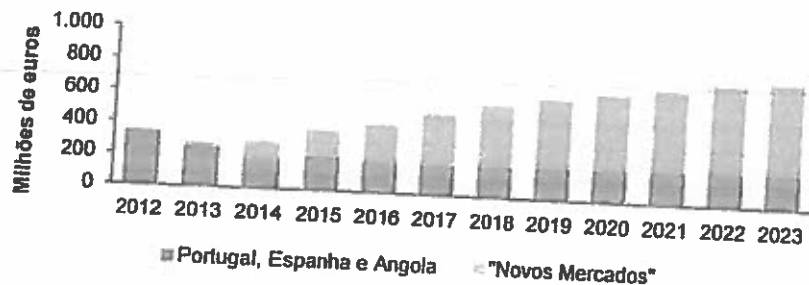
No Plano de Negócios apresentado, estes suprimentos serão reembolsados ao acionista nos anos de 2016 e 2017.

Plano de Negócios da Opway

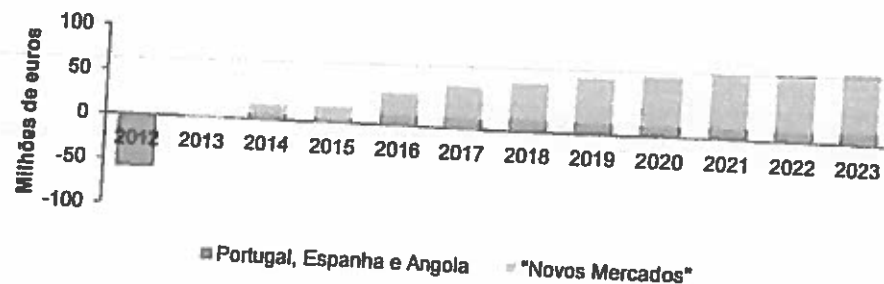
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total	
Volume de negócios													(em milhares de euros)
EBITDA	276.441	295.494	381.004	433.708	510.964	583.007	635.518	677.044	719.738	758.965	783.218	6.025.101	
Encargos Financeiros	-3.989	17.392	18.105	35.968	46.985	55.140	62.938	67.758	72.725	75.963	80.077	539.062	
Impostos	-18.693	-7.917	-5.855	-5.072	-5.824	-6.674	-6.650	-7.027	-7.222	-7.253	-7.072	-85.259	
Capex	-2.655	-1.242	-1.660	-5.345	-7.339	-8.750	-10.626	-11.496	-12.431	-13.052	-13.890	-88.486	
Varição fundo mancio/outras variações	-	-7.247	-8.708	-3.342	-4.250	-3.065	-3.157	-3.252	-3.349	-3.450	-3.553	-43.373	
Fluxo de caixa libertado	-84.388	46.237	855	21.057	28.231	35.216	39.821	42.083	44.552	46.337	49.026	269.027	
Dividendos	-	-	-	-	-	-35.000	-35.000	-35.000	-35.000	-35.000	-35.000	-210.000	
Suprimentos/capitalizações accionista	48.600	12.000	27.600	-40.000	-48.200	-	-	-	-	-	-	-	
Dívida financeira	229.573	191.864	148.744	154.231	177.567	175.947	170.200	165.487	161.550	153.222	139.982	n.a.	
Caixa e equivalentes	9.444	29.972	15.307	1.851	5.219	3.815	2.890	5.259	10.874	13.883	14.669	n.a.	
Dívida líquida	220.129	161.892	133.437	152.380	172.348	172.132	167.311	160.228	150.676	139.339	125.313	n.a.	
Cash flow Opway		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
Dividendos distribuídos			46	1	21	28	35	40	45	47	51	53	
Varição dívida			12	28	-40	-48	-35	-35	-35	-35	-35	-35	
			-58	-29	19	20	0	-5	-10	-12	-16	-18	

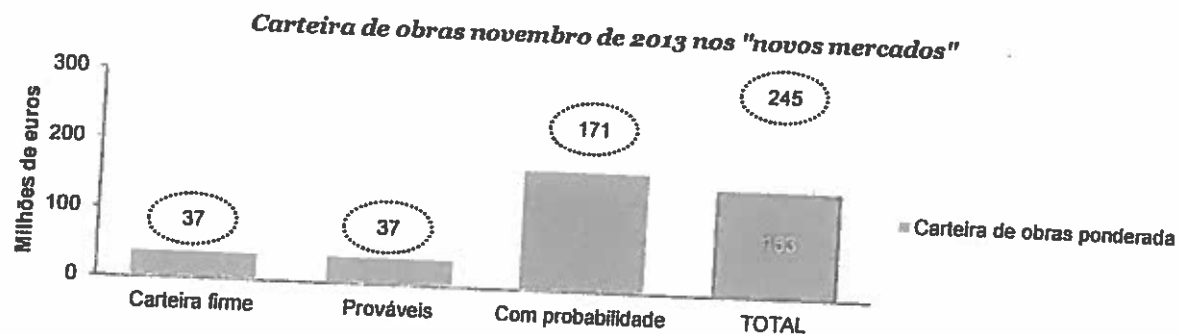
O processo de internacionalização para novos mercados é fundamental para a viabilidade da Opway. É com a aposta nestes “novos mercados” que está prevista a reversão da situação dos últimos anos, uma vez que são essencialmente estes mercados as bases que sustentam a melhoria significativa no fluxo de caixa a libertar pela Opway a partir de 2016, conforme demonstrado nos gráficos abaixo. Estes “novos mercados”, em 2023 representam 73% do volume de negócios da Opway (o que compara com 6% em 2013), correspondendo a cerca de 571 milhões de euros e 84% do EBITDA (compara com 0,2% em 2013), correspondendo a cerca de 67 milhões de euros de EBITDA.

Volume de Negócios



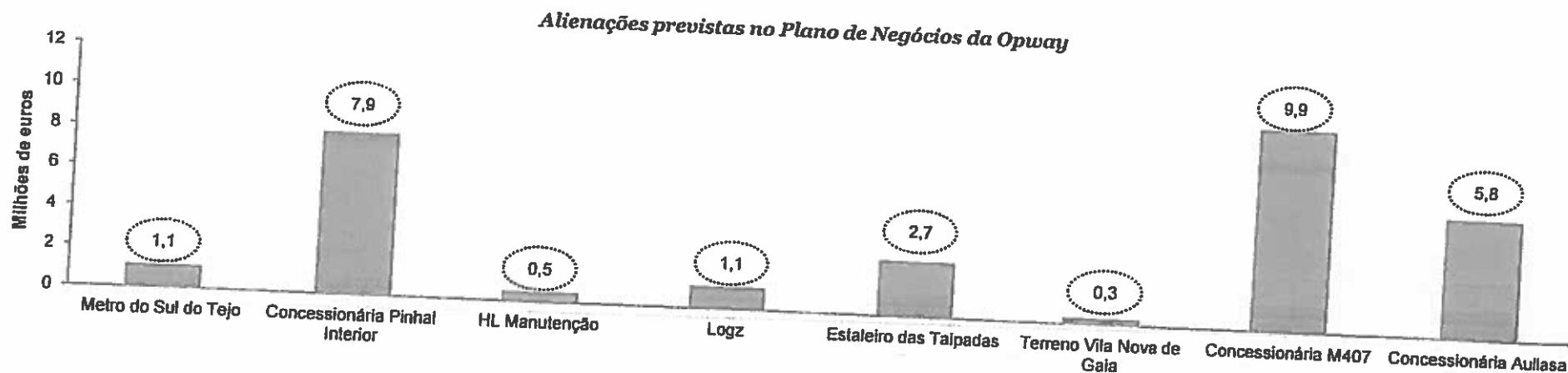
EBITDA





De acordo com o Plano de Negócios apresentado estes mercados têm, em novembro de 2013, cerca de 246 milhões de euros de obras em carteira, sendo que destes apenas 37 milhões de euros estão firmes, 37 milhões de euros são obras prováveis e 171 milhões de euros correspondem a obras que tem alguma probabilidade de serem concretizadas. De acordo com a gestão, se considerar como probabilidade de concretização 100% nas obras da "carteira firme", 80% das obras da carteira "prováveis" e 50% das obras da carteira "com probabilidade", em novembro de 2013 estão em carteira cerca de 153 milhões de euros em obras.

Ainda a referir que o Plano de Negócios prevê para 2014 a venda de ativos não estratégicos no valor de 29 milhões de euros. Este valor está representado no Plano de Negócios da Opway na linha "variação do fundo de maneiio/outras variações". Destes ativos destacam-se a Concessionária Pinhal Interior (8 milhões de euros), Estaleiro das Taipadas (2,7 milhões de euros), Concessionária M407 (9,9 milhões de euros) e Concessionário Aullasa (5,8 milhões de euros). Os valores de alienação foram determinados com base no *Equity Value* das entidades.



4.4.3 Análise por área geográfica

Portugal, Espanha e Angola

Conforme demonstrado no gráfico “Volume de Negócios” da secção 4.4.2, de acordo com o Plano de Negócios, estas geografias vão perdendo preponderância na Opway em detrimento dos “novos mercados”. O Plano de Negócios prevê que, entre 2013 e 2023, a atividade em Portugal e Espanha tenha uma melhoria muito ligeira, fundamentalmente ao nível das margens e não no volume de negócios. Assim, não é através destas geografias que a Opway consegue gerar *cash flow* para (i) fazer face ao serviço da dívida, (ii) reembolsar os suprimentos dos acionistas e (iii) distribuir dividendos aos acionistas.

A entidade mais relevante para a atividade em Portugal é a Opway Engenharia. Esta entidade tem vindo a sofrer um conjunto de reestruturações, nomeadamente com corte de custos significativos que lhe permitiu melhorar a performance no ano de 2012 e que se estima venha igualmente a melhorar em 2013, ano em que se estima atingir um resultado líquido ligeiramente positivo. O Plano de Negócios não prevê uma estagnação do volume de negócios até 2023 e uma ligeira melhoria da rentabilidade face às reestruturações acima mencionadas.

A Opway está presente em Espanha fundamentalmente através da Construtora Sarrión. Em 2012, esta entidade teve um resultado líquido negativo em 36 milhões de euros, dos quais cerca de 40 milhões de euros foram resultados não recorrentes (imparidades). Em 2013, o resultado líquido deve ser ligeiramente positivo. A Sarrión tem uma carteira de obras em Espanha constante, apesar da crise, e com margens interessantes. O Plano de Negócios prevê um EBITDA em 2023 de 10 milhões de euros, em linha com o EBITDA já previsto para 2013 (8 milhões de euros).

A atividade da Opway em Angola não é significativa.

Os quadros abaixo demonstram o referido nos parágrafos acima: o volume de negócios em 2023 é exetável que seja inferior ao volume de negócios de 2013 e o EBITDA representa cerca de 6% do volume de negócios (em 2013 o EBITDA é quase nulo mas tem vindo a melhorar fundamentalmente devido à reestruturação da Opway Engenharia).

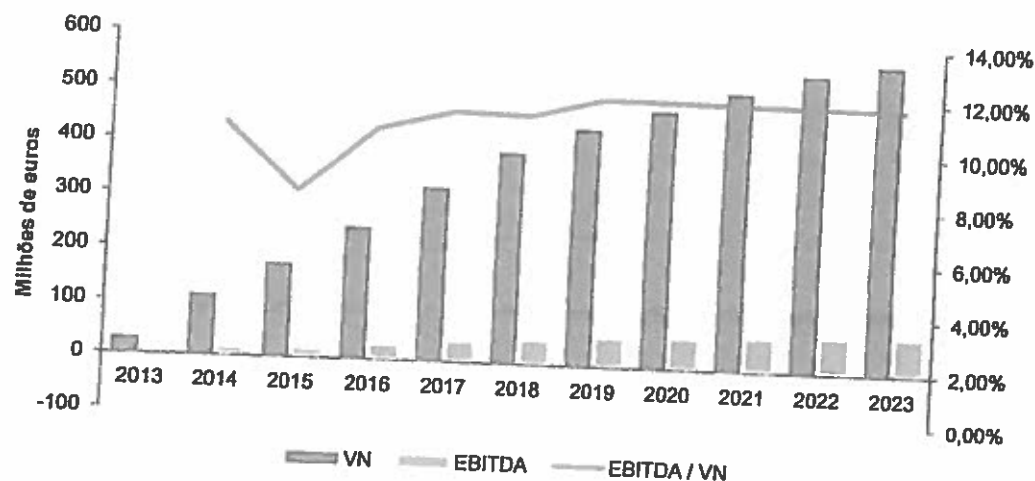
Volume de Negócios	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Portugal	301.343	219.961	129.508	138.516	140.708	139.964	143.757	147.133	150.104	152.911	155.486	156.850
Crescimento Portugal		-27%	-41%	7%	2%	-1%	3%	2%	2%	2%	2%	1%
Espanha	31.472	27.846	40.000	41.500	50.000	50.000	50.000	51.000	52.020	53.060	54.122	55.204
Crescimento Espanha		-12%	44%	4%	20%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
Angola	-	-	13.975	28.488	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	332.815	247.806	183.483	208.504	190.708	189.964	193.757	198.133	202.124	205.972	209.607	212.054
Crescimento Total		-26%	-26%	14%	-9%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	1%

(em milhares de euros)

EBITDA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Portugal	-11.721	-8.030	-1.208	456	1.338	1.919	3.610	2.026	2.151	2.269	2.383	2.445
EBITDA / VN Portugal	-4%	-4%	-1%	0%	1%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	2%
Espanha	-46.678	8.068	8.800	7.802	8.979	8.976	7.988	9.040	9.367	9.766	8.877	10.436
EBITDA / VN Espanha	-148%	29%	22%	19%	18%	18%	16%	18%	18%	18%	16%	19%
Angola	-	-	-2.115	-4.282	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	-58.401	39	5.478	3.976	10.317	10.895	11.598	11.066	11.518	12.035	11.260	12.881
EBITDA / VN Total	0%	0%	3%	2%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	6%

(em milhares de euros)

“Novos Mercados”



Conforme referido anteriormente, as geografias que denominamos de “novos mercados” são a Argélia, Gana, Brasil e Moçambique. A presença nestas geografias em 2013 é muito reduzida: em novembro de 2013 o valor de obras firmes é de 37 milhões de euros sendo que destes 27 milhões de euros são em Moçambique, 7 milhões de euros na Argélia e 3 milhões de euros no Brasil.

O Plano de Negócios prevê um crescimento significativo no volume de negócios nestas geografias (CARG entre 2013 e 2023 de 35%) e uma rentabilidade média ponderada (EBITDA / Volume de negócios) de 11%. O volume de negócios total previsto para estas geografias entre 2013 e 2023 é de 3.813 milhões de euros

A atividade principal será a construção embora esteja também prevista a entrada na Argélia e a manutenção no Brasil da atividade no setor da indústria (área dos prefabricados) – a atividade da indústria não é significativa para o total do Plano de Negócios.

• Argélia

A Opway vai estar presente na Argélia através de uma subsidiária local. A novembro de 2013 tinham uma carteira de obras firmes de 7 milhões de euros, 1 milhão de euros de obras prováveis e 56 milhões de euros de obras com probabilidade. A estratégia prevista no Plano de Negócios para esta geografia passa por capitalizar relações privilegiadas do GES e alavancar o crescimento nas fortes necessidades ao nível das edificações residenciais e nos programas de desenvolvimento do país através da construção de infraestruturas, nomeadamente barragens, polos industriais e metro.

O Plano de Negócios prevê um crescimento anual considerável do volume de negócios (CARG 2014 – 2023 de 24%) e uma taxa de rentabilidade EBITDA / Volume de Negócios média ponderada de 11%. O total de volume de negócios previsto entre 2014 e 2023 (nove anos) é de 1.356 milhões de euros.

Argélia	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	(em milhares de euros)
VN	-	40.000	65.000	80.000	110.000	138.900	156.443	170.265	184.995	200.709	210.335	
EBITDA	-	2.920	5.000	7.700	11.900	15.249	17.957	19.485	21.096	22.796	23.876	
EBITDA / VN		7,30%	7,69%	9,63%	10,82%	10,98%	11,48%	11,44%	11,40%	11,36%	11,35%	

- Gana**

A Oparty pretende estar presente no Gana através de parcerias com promotores imobiliários locais. As parcerias não estão contudo ainda concretizadas. O crescimento do volume de negócios previsto no Plano de Negócios e justificado pelo objetivo de aproveitar oportunidades na área de *public housing* que está em crescimento neste país. A taxa de rentabilidade (EBITDA / Volume de Negócios) média é de 12%.

Gana	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	(em milhares de euros)
VN	-	10.000	17.500	30.000	40.000	50.000	55.000	59.400	63.558	67.371	70.740	
EBITDA	-	1.050	1.575	3.555	5.118	6.318	7.040	7.603	8.135	8.624	9.055	
EBITDA / VN		10,50%	9,00%	11,85%	12,80%	12,64%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	

- Brasil**

A Oparty está presente no Brasil através da Pavi-Brasil, na área dos pré-fabricados. Adicionalmente, o Plano de Negócios prevê a entrada na área da construção a partir de 2015, aproveitando o crescimento previsto para o Brasil de programas de habitação e investimento em infraestruturas.

O facto do Plano de Negócios prever a construção de uma fábrica no Brasil em 2015, é a base para o aumento do volume de negócios previsto para a Pavi-Brasil a partir de 2016, melhorando ainda mais a sua já elevada rentabilidade.

Brasil	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	(em milhares de euros)
VN	7.669	12.000	30.000	53.000	81.000	94.150	105.023	114.662	123.648	131.218	137.779	
Pavi-Brasil	7.669	12.000	12.000	20.000	28.000	41.000	49.200	57.800	65.000	71.600	76.500	
Oparty Construção Brasil	-	-	18.000	33.000	53.000	53.150	55.823	56.862	58.648	59.618	61.279	
EBITDA	-988	532	1.191	3.155	6.247	7.376	10.007	11.052	11.984	12.727	13.363	
Pavi-Brasil	-988	532	900	1.900	3.500	4.300	6.700	7.600	8.300	8.900	9.300	
Oparty Construção Brasil	-	-	291	1.255	2.747	3.076	3.307	3.452	3.684	3.827	4.063	
EBITDA / VN	-12,88%	4,43%	3,97%	5,95%	7,71%	7,83%	9,53%	9,64%	9,69%	9,70%	9,70%	
Pavi-Brasil	-12,88%	4,43%	7,50%	9,50%	12,50%	10,49%	13,62%	13,15%	12,77%	12,43%	12,16%	
Oparty Construção Brasil			1,61%	3,80%	5,18%	5,79%	5,92%	6,07%	6,28%	6,42%	6,63%	

- **Moçambique**

A Opway está presente em Moçambique há vários anos, tendo iniciado um processo de relançamento da atividade em 2010. O objetivo passa por aproveitar a necessidade do país em construir infraestruturas, em aproveitar o aumento do investimento privado (com a descoberta de gás) e tentar garantir potenciais investimentos do GES.

Existem algumas obras em carteira firmes e várias com probabilidade média/elevada de serem adjudicadas à Opway. As taxas de rentabilidade (EBITDA / Volume de Negócios) previstas para esta área geográfica são elevadas – média de 14%.

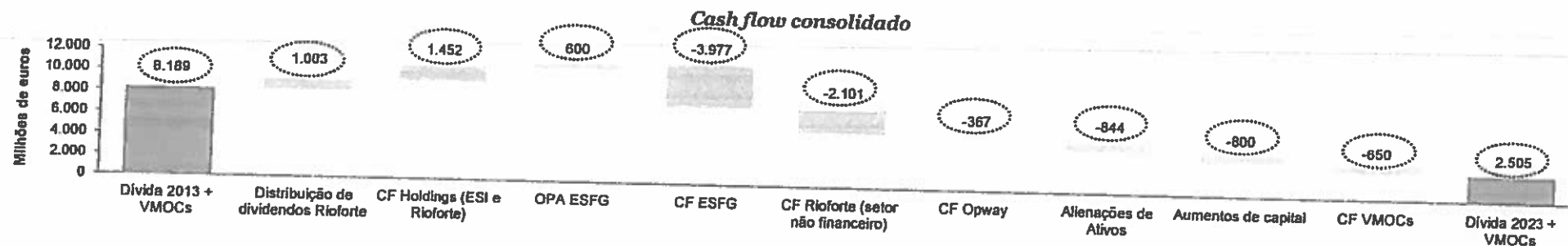
Moçambique	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	(em milhares de euros)
VN	20.965	50.012	60.000	80.000	90.000	106.200	120.920	130.594	141.565	150.059	152.310	
EBITDA	-3.039	7.412	6.363	11.241	12.825	14.600	16.868	18.100	19.475	20.557	20.903	
EBITDA / VN		14,82%	10,61%	14,05%	14,25%	13,75%	13,95%	13,86%	13,76%	13,70%	13,72%	

4.5 Plano de Negócios consolidado

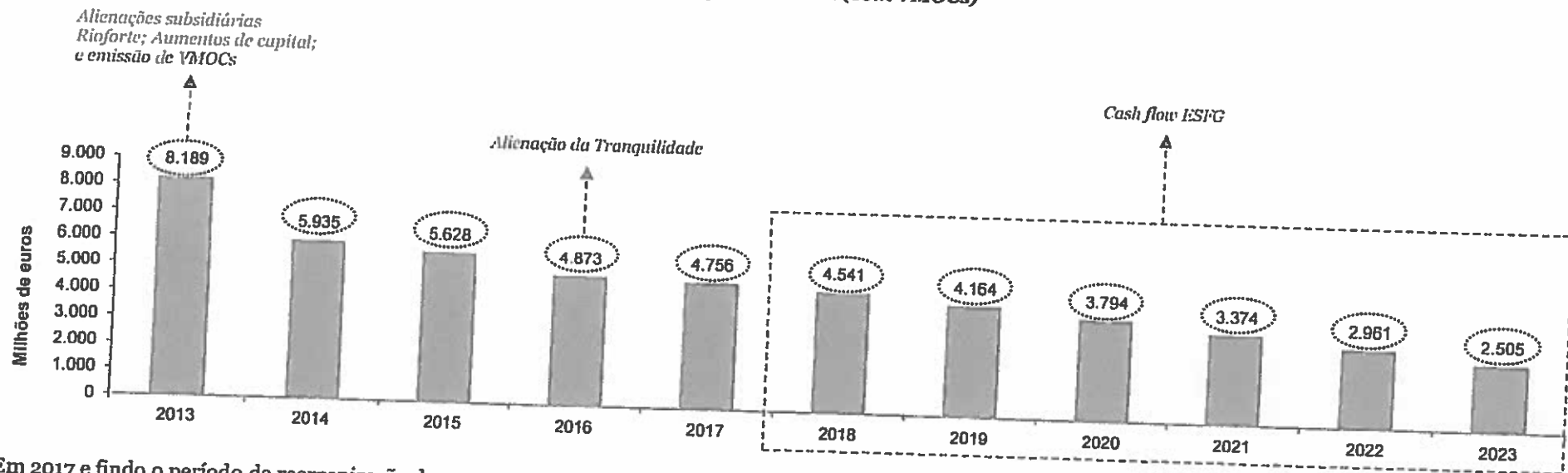
Na tabela abaixo apresentamos os fluxos dos Planos de Negócios consolidados do Grupo económico:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
<i>Cash flow holding Rioforte</i>											
<i>Cash flow holding ESI</i>	-53	-64	-60	-66	-71	-69	-75	-80	-84	-88	-710
<i>Cash flow Opway</i>	-135	-107	-92	-84	-85	-73	-64	-51	-35	-16	-742
<i>Cash flow ESFG</i>	46	1	21	28	35	40	45	47	51	53	367
<i>Cash flow Rioforte (não financeira)</i>	3	103	854	286	329	378	427	480	536	581	3.977
<i>Cash flow Rioforte (não financeira) - não distribuído à holding</i>	446	118	138	29	88	198	159	180	93	97	1.546
<i>Distribuição de dividendos Rioforte</i>	376	22	11	58	38	19	10	10	5	6	555
<i>OPA ESFG</i>	0	0	0	-49	-97	-168	-163	-180	-168	-178	-1.003
<i>VMOCs</i>	-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-600
<i>Alienações</i>	1.034	-66	-66	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36	650
<i>Desenvolvimentos do Real State Africa</i>	637	0	0	0	0	0	0	0	0	0	637
<i>Aumentos de Capital</i>	0	0	-51	-49	14	88	67	50	51	37	207
Total de CF	500	300	0	0	0	0	0	0	0	0	800
<i>Variação dívida holding Rioforte</i>	2.254	307	755	117	215	377	370	420	413	456	5.684
<i>Variação dívida subsidiárias Rioforte</i>	801	0	0	0	0	0	0	0	0	0	801
<i>Variação de dívida ESI</i>	-376	-22	-11	-58	-38	-19	-10	-10	-5	-6	-555
<i>Variação de dívida Opway</i>	-2.621	-256	-763	-79	-177	-353	-350	-398	-392	-432	-5.821
Variação de dívida Total	-58	-29	19	20	0	-5	-10	-12	-16	-18	-109
Dívida	-2.254	-307	-755	-117	-215	-377	-370	-420	-413	-456	-5.684
	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)



Em 2017 e findo o período de reorganização do grupo com a (i) política de alienação de ativos da ESI (ZON, ES Saúde, ES Plaza e fundos), da Rioforte (fundos imobiliários, entidades do setor da energia e agropecuária, Hotéis Tivoli, MASA, entre outros) e da ESFG (Tranquilidade); (ii) reorganização da estrutura acioniasta com a OPA ao ESFG consolidado de 15.7x.

A partir desta data, a diminuição da dívida passa a ficar dependente fundamentalmente dos dividendos a receber do ESFG (essencialmente do BES), da alienação das entidades do setor da energia da Rioforte e do desenvolvimento de projetos imobiliários em Portugal e no Brasil.

4.6 Conclusão

4.6.1 Análises de Sensibilidade

Na sequência da análise efetuada na secção 4 aos Planos de Negócios apresentados pelo ESFG relativamente ao Grupo Espírito Santo, nesta secção detalhamos a análise crítica aos referidos Planos de Negócios e apresentamos as análises de sensibilidade solicitadas, bem como os seus impactos na análise ao Grupo económico.

Face ao elevado número de entidades e projetos do Grupo económico em análise, as análises de sensibilidade solicitadas focaram-se nas situações que consideramos terem maior risco e poderem originar um impacto materialmente relevante na análise da capacidade do Grupo Espírito Santo em liquidar a sua dívida. Tendo em consideração que o seu resultado não tem impacto nos Planos de Negócios analisados, as análises de sensibilidade efetuadas ao Grupo Tranquilidade são apresentadas na secção 4.3.3-5.

Salientamos que as análises de sensibilidade solicitadas não significam que os Planos de Negócios apresentados não se venham a concretizar, apenas nos indicam os impactos se as condições em que os mesmos se vierem a concretizar sofrerem as alterações propostas.

Realizamos dois cenários de análises de sensibilidade: cenário desvio inferior e cenário desvio superior. As análises de sensibilidade de cada cenário resumem-se como segue:

#	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, respectivamente	Considerar que a Rioforte apenas detém 30% e 25% da ESPM A e ESPM B, respectivamente
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 Cambio 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	Spread de Funding Rioforte e ESI	Considerar os <i>spreads</i> apresentados na "Tabela de <i>spreads</i> de funding da ESI"	Considerar os <i>spreads</i> apresentados na "Tabela de <i>spreads</i> de funding da ESI"

#	Entidade / Projeto	Cenário Desvio Inferior	Cenário Desvio Superior
1.8	Aumento 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	Haircut de 10% no volume de negócios	Haircut de 30% no volume de negócios
2.2	Argélia	Haircut de 25% no volume de negócios	Haircut de 50% no volume de negócios
2.3	Gana	Haircut de 40% no volume de negócios	Haircut de 60% no volume de negócios
2.4	Brasil - Construção	Haircut de 40% no volume de negócios	Haircut de 60% no volume de negócios
2.5	Brasil - PaviBrasil	Haircut de 10% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive	Haircut 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 (inclusivé) de 10%	Considerar uma taxa de crescimento do crédito em Angola a partir de 2017 (inclusivé) 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 pontos seguintes passamos a detalhar a justificação para cada uma das análises de sensibilidade solicitadas.

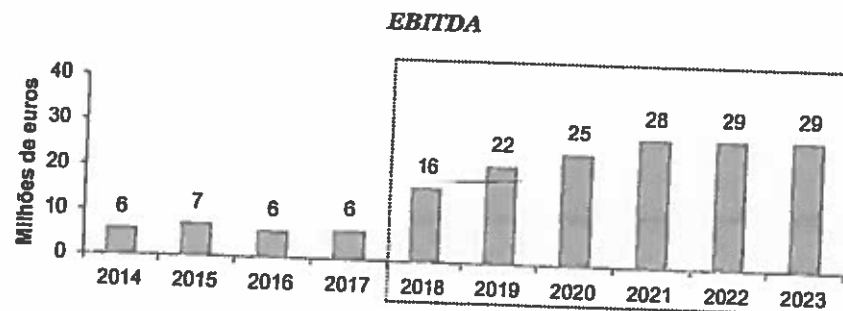
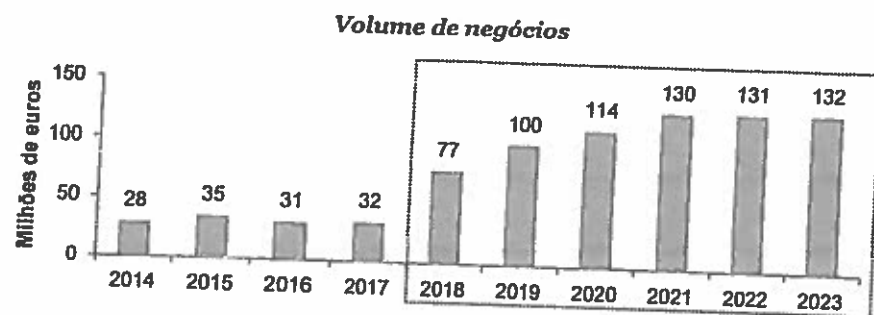
1 – Rioforte e ESI

1.1 - Imobiliário PT (Expansão)

O Plano de Negócios da ESPART consolidado consolida a várias entidades, entre as quais a ESPART (individual) e Imobiliário PT (Expansão). Até ao ano de 2015, o Plano de Negócios foi contruido tendo por base a comercialização de projetos em carteira. A partir dessa data, o volume de negócios é fundamentalmente constituído por um conjunto de projetos em *pipeline*, mas que ainda não se encontram em carteira (com a excepção de dois projetos recentemente contratados).

Estes novos projetos são considerados no Plano de Negócios de duas entidades que consolidam na ESPART consolidado (ESPART Individual e Imobiliário PT Expansão). No quadro abaixo, detalhamos o volume de negócios estimado para cada uma destas entidades/grupo de projetos:

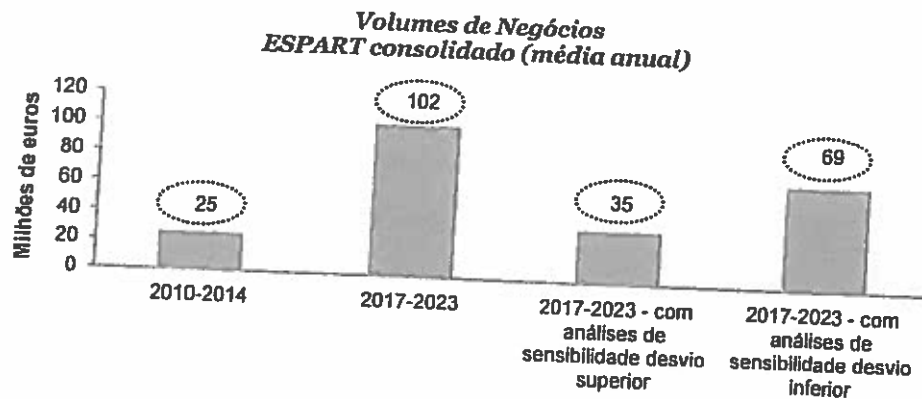
Volume de Negócios	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	TOTAL
Novos Projetos ESPART	20.000	20.000	20.000	24.000	24.720	25.214	25.719	26.233	26.758	212.644
Novos Projetos Imobiliário PT (Expansão)	-	-	657	43.580	65.716	78.859	94.345	94.345	94.345	471.846
Total Novos Projetos	20.000	20.000	20.657	67.580	90.436	104.073	120.064	120.578	121.103	684.490



Conforme podemos verificar nos gráficos acima apresentados, tanto o volume de negócios como o EBITDA têm um crescimento acentuado a partir de 2018, ano em que se iniciam os projetos considerados no Plano de Negócios Imobiliário PT (Expansão).

O volume de negócios médio de 2010 a 2012 é de 53 milhões de euros, o EBITDA negativo em 9 milhões de euros. Replicando a análise para o período compreendido entre 2010 e 2014 (a partir de 2015 já começam a ser considerados novos projetos no Plano de Negócios da ESPART, que ainda não estão em carteira), verificamos que o volume de negócios médio é de 35 milhões de euros e o EBITDA positivo em 15 milhões de euros. Consideramos que devem ser englobados os anos de 2013 e 2014 (como anos comparativos) uma vez que em nosso entendimento as projeções para estes anos são baseadas em projetos em comercialização e com boas perspetivas de vendas, e de forma a atenuar os anos menos positivos no setor imobiliário português, que não se prevê venham a repetir-se nos próximos anos.

Assim, é com base nestes valores que vamos comparar os valores previstos no Plano de Negócios da ESPART Individual e Imobiliário PT (Expansão) para o período compreendido entre 2017 e 2023 – anos em que são considerados novos projetos nos dois Planos de Negócios, conforme podemos verificar no quadro acima.



Podemos constatar no gráfico apresentado ao lado, que os valores do Plano de Negócios da ESPART Consolidado médios dos anos de 2010 a 2014 são bastante inferiores aos valores considerados no Plano de Negócios dos anos de 2017 a 2023.

É igualmente de salientar que o facto do Plano de Negócios considerar a alienação dos fundos imobiliários fechados Fimes UM e Fimes II em 2014 e, por este motivo, o volume de negócios e *cash flow* que estavam a ser gerados por estes fundos deixaram de ser considerados nas projeções. Contudo, e depois de analisadas as demonstrações financeiras com referência a 31 de dezembro de 2012 destes, verificamos que se os imóveis destes fundos forem vendidos aos valores de mercado os ganhos destes fundos não são relevantes, logo o *cash flow* gerado com estes fundos se considerássemos os investimentos realizados, fundamentalmente em anos anteriores a 2010, também não é significativo.

Face ao exposto acima, solicitamos que fosse realizada uma análise de sensibilidade desconsiderando os projetos previstos no Plano de Negócios Imobiliário PT (Expansão) na análise de sensibilidade do cenário de desvio superior e desconsiderando 50% do volume de negócios desta entidade na análise de sensibilidade do desvio inferior.

Mesmo com as análises de sensibilidade, os volumes de negócios estimados nos dois cenários apresentam valores acima dos comparativos, os quais já incorporam os anos de 2013 e 2014 onde se prevê uma retoma (embora ligeira) da atividade. Ainda de realçar o facto da rentabilidade dos projetos considerados a partir de 2017 ser superior a 20%, o que compara com rentabilidades quase nulas dos últimos anos e para as quais não realizamos nenhuma análise de sensibilidade.

1.2 - Fimes UM e Fimes II

Conforme detalhado na secção 4.3.2.2, o Plano de Negócios da Rioforte prevê a alienação dos fundos de investimento imobiliários Fimes UM e Fimes II em 2014. O valor de alienação considerado no Plano de Negócios é o valor global líquido do fundo (VGLF) a outubro de 2013 ajustado, fundamentalmente, pelo valor médio das avaliações dos imóveis e adicionado pelo montante dos suprimentos realizados pela Rioforte (os quais se encontram contabilizados no passivo dos fundos).

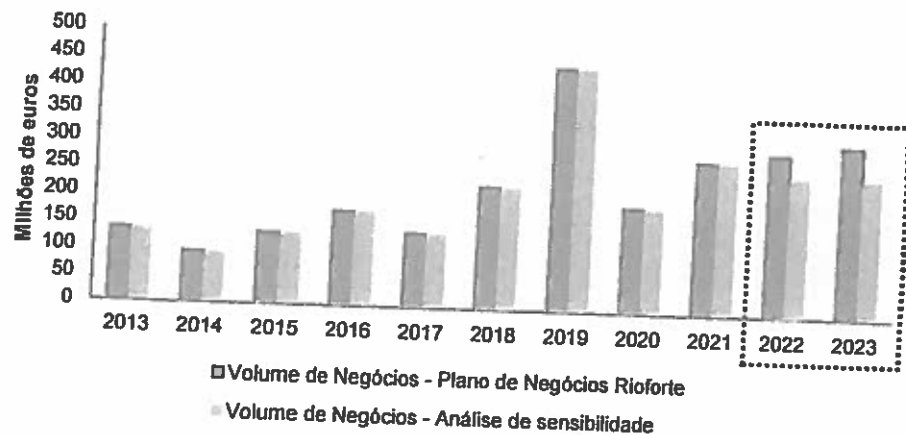
Tendo em consideração (i) a situação do mercado imobiliário em Portugal e (ii) a dificuldade que se tem verificado na comercialização de imóveis, nomeadamente a experiência em situações semelhantes com fundos de investimento em 2012 e 2013 – consideramos que, tendo em consideração o reduzido espaço temporal considerado para a alienação, existe um elevado risco da Rioforte não conseguir alienar os fundos pelo valor de mercado dos imóveis.

Assim, solicitamos uma análise de sensibilidade que considerasse um *haircut* de 20% no valor de alienação considerado para os dois fundos. O estabelecimento de um *haircut* de 20% é essencialmente justificado por dois motivos: (i) em termos médios os valores de venda imediata (VVI) das avaliações são entre 17,5% e 20% abaixo do valor de mercado, pelo que se considerarmos que a Rioforte pretende alienar estes fundos em 2014, deveremos igualmente considerar que os valores de venda para os imóveis deverão, à falta de outra informação mais atualizada sobre a operação, ser baseados no VVI e (ii) se considerarmos o valor de mercado das avaliações descontado por um período de 3/4 anos pela taxa *all in* considerada no Plano de Negócios para 2013 (4,88%) e considerando custos de manutenção dos imóveis de 2%, o *haircut* a considerar deve igualmente ser de cerca de 20%.

1.3 - Espírito Santo Property Brasil (ESPB)

Conforme explicado na secção 4.3.2.2, o Plano de Negócios da ESPB foi construído tendo por base uma avaliação realizada pela Moore Stephens em maio de 2013, com referência a 31 de dezembro de 2012. Foram considerados os *cash flow* previstos nessa avaliação para os anos de 2013 a 2021. Depois de 2021, uma vez que a maioria dos projetos inicia em 2013 e são comercializados entre 2013 e 2023, os *cash flows* previstos diminuem significativamente conforme podemos verificar no quadro abaixo apresentado.

Assim, o Plano de Negócios da Rioforte considera que a partir de 2021 existe um aumento anual do volume de negócios de 6%.



O Plano de Negócios da ESPB tem como pontos positivos o facto de ser baseado numa avaliação de uma entidade independente (embora contratada pela gestão da ESPB) à Rioforte e dos projetos considerarem que as vendas irão ocorrer durante períodos longos de tempo. Contudo, o valor dos projetos a desenvolver é considerável e o risco de execução de todos os projetos de acordo com os *timings* previstos nos diversos Planos de Negócios é médio face à sua dimensão, bem como face ao risco de uma possível diminuição da atividade imobiliária no Brasil num período pós mundial de futebol e jogos olímpicos.

Pelos motivos acima apresentados, solicitamos uma análise de sensibilidade que considerasse como volume de negócios para os anos de 2022 e 2023 um montante igual à média do volume de negócios estimado para os anos de 2017 a 2021. Ou seja, consideremos assim a média dos últimos cinco anos anteriores, evitando a sazonalidade existente em alguns destes anos, resultado de se estimarem vendas em projetos de dimensão relevante.

Ainda a referir o facto de entre 2010 e 2013 a ESPB ter apresentado uma atividade deficitária com uma média de volume de negócios anual neste período de 87 milhões de euros, um EBITDA médio anual de 13 milhões de euros e um fluxo de caixa libertado médio anual de 53 milhões de euros.

1.4 - Espírito Santo Property Moçambique (ESPM)

Conforme explicado na secção 4.3.2.2, a Rioforte está presente no setor imobiliário moçambicano através de dois projetos em parceria com a Promovalor.

Adicionalmente, o Plano de Negócios da Rioforte prevê que, a partir de 2014, será criada uma nova entidade, a ESPM, que irá atuar no setor imobiliário Moçambicano. Esta entidade será desenvolvida com parceiros locais e a Rioforte, de acordo com o estabelecido no Plano de Negócios, irá deter 50% do seu capital.

Para constituir o Plano de Negócios e face à inexistência de projetos em fases avançadas de negociação (até porque a entidade ainda não está criada), a Rioforte assumiu que todos os anos irá conseguir ter dois projetos idênticos aos que detém neste momento com a Promovalor mas detidos em 100% pela ESPM e consequentemente em 50% pela Rioforte.

Em nosso entendimento, face **(i)** à inexistência da sociedade e **(ii)** à ausência de projetos em fases avançadas de negociação, consideramos que o Plano de Negócios apresentado comporta um risco médio/elevado de não concretização, quer em termos de prazos quer no que diz respeito aos volumes de negócios, pelo que consideramos que estes aspetos deveriam ser reavaliados.

Assim, e face à dificuldade de prever os projetos desta entidade num futuro de médio e longo prazo e tendo em consideração as informações disponibilizadas, consideramos que uma análise de sensibilidade adequada seria considerar no Plano de Negócios que os projetos a desenvolver pela ESPM ao longo do período em análise serão detidos nas mesmas percentagens dos atualmente se encontram em curso com a Promovalor.

1.5 - Setor da Energia – Luzboa II

Conforme explicado na secção 4.3.2.5, a Rioforte está presente no setor energético fundamentalmente no Brasil. A estratégia do grupo neste setor passa por potencializar as entidades/projetos em que a Rioforte está presente, que neste momento estão na sua maioria em início de atividade, alienando as participações a médio/longo prazo.

Os valores de alienação destas entidades foram na sua maioria previstos tendo em consideração o valor de venda obtidos na alienação de percentagens de capital a *private equity*, os quais foram acrescidos de um crescimento anual. Consideramos que apesar de terem existido, para a maioria dos projetos, investidores interessados, o que evidência que estes projetos são atrativos para os investidores, existe um risco de nem todos os projetos crescerem conforme esperado, incerteza que se baseia na inexistência de histórico de atividade destas entidades.

Complementarmente a estes projetos, a Rioforte considera no Plano de Negócios um projeto, denominado Luzboa II, que apenas terá início em 2016 e para o qual não existe nenhuma evidência, sejam contratos celebrados ou negociações avançadas, que nos permitam aferir sobre as probabilidades de concretização do mesmo. Este projeto foi inserido no Plano de Negócios da Rioforte uma vez que o grupo acredita que existe a possibilidade, depois de alienados todos os outros projetos e tendo em consideração *know how* entretanto adquirido, de continuar a estar presente neste setor através de um novo projeto.

Consideramos que os projetos a desenvolver neste setor têm algum risco de execução devido aos seguintes fatores:

1. Os projetos estão numa fase inicial e apesar de ter existido a entrada de novos investidores, os projetos comportam riscos; e
2. O valor de alienação destes projetos foi, na sua maioria, apurado com base no valor de entrada de novos investidores e capitalizado a taxas entre 10% a 20%.

Adicionalmente, não existe qualquer evidência de que o projeto Luzboa II se possa vir a concretizar e os seus retornos são significativamente superiores, num menor período de tempo, que todos os restantes projetos.

Pelos motivos acima referidos, solicitámos duas análises de sensibilidade: **(i)** no desvio superior desconsideramos o projeto Luzboa II (mantendo todos os outros projetos sem análises de sensibilidade apesar do risco inerente por estarem em início de desenvolvimento) e **(ii)** no cenário de desvio inferior desconsideramos metade do projeto Luzboa II.

É importante referir o facto de que, mesmo no cenário de desvio superior onde desconsideramos a totalidade do projeto, os *cash flows* estimados distribuir para a Rioforte pelas entidades deste setor entre 2014 e 2023 ascende a 387 milhões de euros – setor onde a Rioforte não apresenta histórico de gerar *cash flows* significativos.

1.6 - Taxa de câmbio EUR / BRL

Existe um número significativo de entidades da Rioforte que operam no Brasil, tendo os seus Planos de Negócios sido realizados em reais brasileiros e convertidos para euros aplicando uma taxa de câmbio de 1 euro = 2,7067 BRL.

Face à desvalorização do real face ao euro durante o ano de 2013, solicitamos uma análise de sensibilidade em fosse aplicada a taxa de câmbio de 30 de novembro de 2013, ou seja 1 euro = 3,171 BRL.

1.7 - Spread de funding Rioforte e ESI

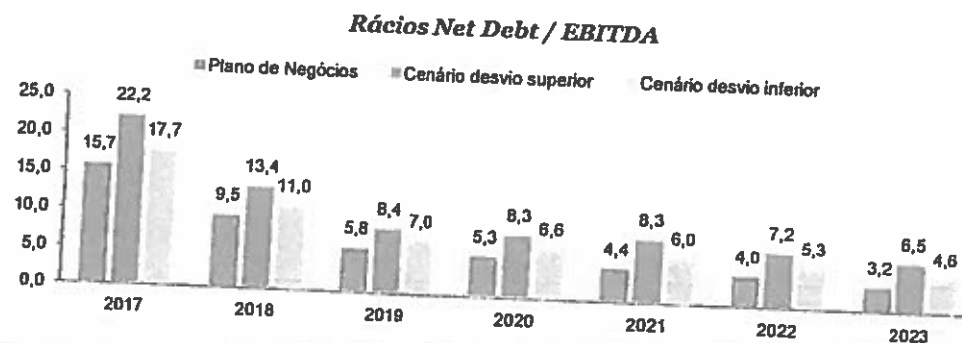
As taxas consideradas no cálculo dos custos financeiros nos Planos de Negócios da ESI e Rioforte foram os apresentados na tabela abaixo. A expectativa é que os *spreads* sofram uma redução gradual de 4,5% em 2013 até 1,5% em 2019.

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

Tendo presente que, face aos rácios *Net Debt / EBITDA* apresentados nos Planos de Negócios com análises de sensibilidade, os *spreads* estimados deveriam ser revistos considerando os apresentados nas tabelas abaixo.

Desvio inferior	2013	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Spread	3,50%	3,00%	2,50%	2,25%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Euribor	0,26%	0,44%	0,85%	1,41%	1,93%	2,35%	2,68%	2,95%	3,18%	3,36%
Taxa All In	3,76%	3,44%	3,35%	3,66%	3,93%	4,35%	4,68%	4,95%	5,18%	5,36%

Desvio superior	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Spread	4,00%	3,50%	3,25%	3,00%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Euribor	0,26%	0,44%	0,85%	1,41%	1,93%	2,35%	2,68%	2,95%	3,18%	3,36%
Taxa All In	4,26%	3,94%	4,10%	4,41%	4,43%	4,85%	5,18%	5,45%	5,68%	5,86%



1.8 - Aumentos de Capital

O Plano de Negócios estima aumentos de capital de 500 milhões de euros em 2014 e 300 milhões de euros em 2015. Adicionalmente, não foi considerada no Plano de Negócios uma dívida de cerca de 315 milhões de euros uma vez que, de acordo com o banco, é compensada por um ativo de montante semelhante em outra entidade do grupo. Contudo, este ativo é um saldo a receber dos acionistas. Assim, é um fluxo adicional que os acionistas terão que realizar para além dos aumentos de capital estimados ocorrer nos dois próximos anos no montante global de 800 milhões de euros.

Adicionalmente, no primeiro Plano de Negócios do Grupo que nos foi apresentado, estava estimado um aumento de capital entre setembro de 2013 e dezembro de 2013 de 200 milhões de euros. Este aumento de capital foi revisto no Plano de Negócios final para 120 milhões de euros e destes, até ao final de 2013 apenas tinham sido realizados 80 milhões de euros.

Face ao cima exposto e embora nos tenham sido apresentadas duas cartas: (i) da ES Control a manifestar a intenção de realizar os aumentos de capital estimados e (ii) do fundo soberado da Venezuela, manifestando a sua intenção em avaliar a entrada no capital da ESI, com um montante de 500 milhões de euros, consideramos que existe risco destes aumentos de capital não se materializarem na sua plenitude.

Assim, na análise de sensibilidade de desvio superior consideramos apenas um aumento de capital de 250 milhões de euros em 2014 e no cenário de análise de sensibilidade de desvio inferior um aumento de capital de 250 milhões de euros em 2014 e outro de 150 milhões de euros em 2015.

2 - Opway

Conforme explicado na secção 4.4, o Plano de Negócios da Opway assenta fundamentalmente na aposta no sector da construção em mercados emergentes: Argélia, Gana, Brasil e Moçambique – denominados para efeitos deste relatório como “novos mercados”.

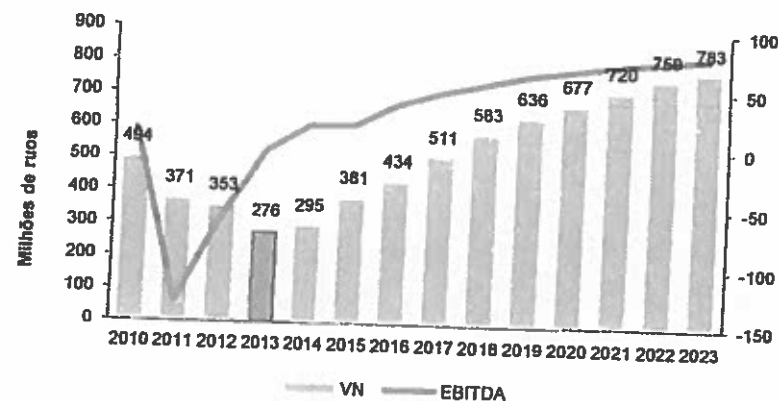
Dos mercados acima referidos, em 2013 a Opway apenas se encontra presente em Moçambique (no sector da construção) e no Brasil (no sector da indústria com a Pavi-Brasil). Contudo, mesmo nestes mercados a sua presença não é significativa: em 2012 os dois mercados apenas representam 6% do volume de negócios da Opway. Adicionalmente, o volume de obras em carteira firmes para estes mercados não é significativo, ascendendo a 37 milhões de euros.

Consideramos assim que o risco de execução do Plano de Negócios apresentado pelo BES para a Opway é elevado pelos seguintes motivos:

- Conforme explicado acima, o Plano de Negócios assenta na aposta em novos mercados em que a Opway ainda não se encontra presente ou se encontra presente com uma atividade muito reduzida e em que a carteira de obras em novembro de 2013 não é significativa;
- O crescimento do volume de negócios previsto para estes mercados é significativo. Os crescimentos dependem das áreas geográficas, mas, conforme detalhado no quadro abaixo, são até 2019 sempre superiores a 10% e entre 2019 e 2022 sempre iguais ou superiores a 6%; e
- A rentabilidade (EBITDA / VN - volume de negócios) estimada para as novas geografias é igualmente elevada, com a exceção do Brasil, uma vez que se estimam taxas de rentabilidade sempre superiores 10%.

Os quadros abaixo detalham as taxas de crescimento e a rentabilidade estimadas por ano para a atividade nestas geografias:

Taxa de Crescimento VN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Argélia	0%	100%	63%	23%	38%	26%	13%	9%	9%	8%	5%
Gana	0%	100%	75%	71%	33%	25%	10%	8%	7%	6%	5%
Brasil	-24%	56%	150%	77%	53%	16%	12%	9%	8%	6%	5%
Moçambique	116%	139%	20%	33%	13%	18%	14%	8%	8%	6%	1%



EBITDA / VN	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Argélia	-	7%	8%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Gana	-	11%	9%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Brasil	-13%	4%	4%	6%	8%	8%	10%	10%	10%	10%	10%
Moçambique	-14%	15%	11%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%

2.1 - Moçambique

A Opway desenvolve atividade em Moçambique desde 1991. Em 2010 começou um processo de reestruturação com a contratação de um novo CEO. O Plano de Negócios prevê um crescimento significativo do volume de negócios, fundamentalmente até 2018, conforme é demonstrado pelo quadro abaixo apresentado.

Adicionalmente, o Plano de Negócios disponibilizado apresenta taxas de EBITDA / VN elevadas, sendo a taxa média ponderada de 13,2%.

Atualmente, a sociedade tem em carteira 27 milhões de euros de obras firmes, ou seja, apenas metade do previsto para 2014, sendo que estas podem prolongar-se por mais de um ano. Adicionalmente, a sociedade tem em carteira 16 milhões de euros de prováveis (de acordo com a gestão com uma probabilidade de concretização de 80%) e 53 milhões de euros com probabilidade (de acordo com a gestão com uma probabilidade de concretização de 50%).

Quadro com a evolução prevista para os principais indicadores da atividade em Moçambique:

Moçambique	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
VN	20.965	50.012	60.000	80.000	90.000	106.200	120.920	130.594	141.565	150.059	152.310	1.102.624
Taxas de Crescimento VN		139%	20%	33%	13%	18%	14%	8%	8%	6%	1%	
EBITDA	-3.039	7.412	6.363	11.241	12.825	14.600	16.868	18.100	19.475	20.557	20.903	145.304
EBITDA / VN		14,82%	10,61%	14,05%	14,25%	13,75%	13,95%	13,86%	13,76%	13,70%	13,72%	13,18%

Face ao acima exposto, consideramos que o Plano de Negócios para esta área geográfica apresenta algum risco de execução, embora menor do que o risco atribuído às restantes áreas geográficas consideradas "novos mercados", uma vez que a Opway já está presente neste mercado e tem um volume de obras em carteira firme superior. Assim, foram solicitadas as seguintes análises de sensibilidade para esta área geográfica:

- Cenário de desvio superior: *haircut* de 30% no volume de negócios; e
- Cenário de desvio inferior: *haircut* de 10% no volume de negócios.

2.2 - Argélia

Encontra-se previsto que a Opway entre no mercado Argelino em 2014, através de uma subsidiária que aposta nas boas relações com o governo. A novembro de 2013, a carteira de obras firmes contratadas no mercado argelino era de 7 milhões de euros, prováveis (de acordo com a gestão com probabilidade de concretização de 80%) de 1 milhão de euros e com probabilidade (de acordo com a gestão com probabilidade de concretização de 50%) de 57 milhões de euros. Considerando as percentagens de concretização atrás referidas, a carteira de obras ponderada ascende atualmente a 45 milhões de euros.

Conforme podemos ver no quadro abaixo, para 2014 está previsto um volume de negócios de 40 milhões de euros (próximo do valor da carteira de obras ponderada pela percentagem de probabilidade de concretização). Nos anos seguintes, até 2018 estão previstos crescimentos do volume de negócios entre os 23% e os 63%, com crescimento médio anual de 37%.

Adicionalmente, as taxas de rentabilidade estimadas (EBITDA / VN) são elevadas, com uma média ponderada de 10,9%. Consideramos esta taxa de rentabilidade elevada uma vez que (i) de acordo com as informações prestadas na apresentação do Plano de Negócios da Opway, não é prática no mercado de construção Argelino haver adendas aos contratos das obras, existindo assim uma limitação ao erro, bem como a uma justificação por eventual falta de informação, na determinação do valor a faturar pelas obras e (ii) este é um mercado em que se perspetiva elevada concorrência, nomeadamente de outras construtoras portuguesas com historial de internacionalização bem sucedido.

Quadro com a evolução prevista para os principais indicadores da atividade na Argélia:

Argélia	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	(em milhares de euros)
VN	40.000	65.000	80.000	110.000	138.900	156.443	170.265	184.995	200.709	210.335	Total
Taxa de Crescimento VN	100%	63%	23%	38%	26%	13%	9%	9%	8%	5%	1.356.647
EBITDA	2.920	5.000	7.700	11.900	15.249	17.957	19.485	21.096	22.796	23.876	147.979
EBITDA / VN	7,30%	7,69%	9,63%	10,82%	10,98%	11,48%	11,44%	11,40%	11,36%	11,35%	10,9%

Assim, e tendo em consideração o acima exposto, foram solicitadas duas análises de sensibilidade para esta área geográfica:

- Cenário de desvio superior: *haircut* de 50% no volume de negócios; e
- Cenário de desvio inferior: *haircut* de 25% no volume de negócios.

2.3 - Gana

A Opway pretende iniciar a atividade no Gana através de parcerias com parceiros locais. Apesar de já existirem alguns contatos ainda não existe nenhum acordo formal para a criação da sociedade nem estão definidos os detalhes das mesmas e as formas como irão funcionar as parcerias.

O Plano de Negócios prevê que a atividade se inicie em 2014 com um volume de negócios estimado de 10 milhões de euros e com crescimentos médios anuais entre 2015 e 2023 de cerca de 27%. Adicionalmente, a margem EBITDA / Volume de Negócios média ponderada entre 2014 e 2023 é de 12,5%.

À data de realização do nosso trabalho não existiam obras firmes em carteira. No entanto, de acordo com a informação disponibilizada, existiam 20 milhões de euros em obras prováveis (grau de probabilidade considerado pela gestão de 80%) e 20 milhões de euros de obras com probabilidade (grau de probabilidade considerado pela gestão de 50%).

Quadro com a evolução prevista para os principais indicadores da atividade no Gana:

Gana	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
VN	10.000	17.500	30.000	40.000	50.000	55.000	59.400	63.558	67.371	70.740	463.570
Taxa de crescimento VN	100%	75%	71%	33%	25%	10%	8%	7%	6%	5%	
EBITDA	1.050	1.575	3.555	5.118	6.318	7.040	7.603	8.135	8.624	9.055	58.073
EBITDA / VN	10,50%	9,00%	11,85%	12,80%	12,64%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,80%	12,53%

Pelos motivos acima mencionados, consideramos que o Plano de Negócios para o Gana apresenta um risco elevado de execução, pelo que foram solicitadas as seguintes análises de sensibilidade para esta área geográfica:

- Cenário de desvio superior: *haircut* de 60% no volume de negócios; e
- Cenário de desvio inferior: *haircut* de 40% no volume de negócios.

2.4 - Brasil

A Opway está presente no Brasil na área da indústria com a Pavicentro Brasil. No Plano de Negócios apresentado encontra-se prevista a entrada na área da construção em 2015, aproveitando ligações privilegiadas com a ESPB, o programa de habitação "Minha vida, minha casa" e o plano de investimento em infraestruturas previstas no Brasil.

Consideramos que o Plano de Negócios previsto para a área da construção no Brasil apresenta um risco de incumprimento elevado pelos seguintes motivos (i) entrada no mercado brasileiro numa altura que se prevê alguma diminuição na construção face ao fim do Mundial de Futebol (2014) e dos Jogos Olímpicos (2016), (ii) forte concorrência de empresas já estabelecidas no mercado brasileiro incluindo empresas portuguesas, (iii) elevados crescimentos estimados para o volume de negócios na área da construção entre 2015 e 2017 e (iv) carteira de obras contratada sem relevância.

Adicionalmente, o Plano de Negócios da Pavibrasil apresenta taxas de crescimento do volume de negócios muito acentuadas e rácios EBITDA / Volume de negócios elevados a partir de 2015, que são incoerentes com o histórico da sociedade.

Quadro com a evolução prevista para os principais indicadores da atividade no Brasil:

Brasil	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Total
VN	7.669	12.000	30.000	53.000	81.000	94.150	105.023	114.662	123.648	131.218	137.779	890.148
Pavi-Brasil	7.669	12.000	12.000	20.000	28.000	41.000	49.200	57.800	65.000	71.600	76.500	440.769
Opway Construção Brasil	-	-	18.000	33.000	53.000	53.150	55.823	56.862	58.648	59.618	61.279	449.379
EBITDA	-988	532	1.191	3.155	6.247	7.376	10.007	11.052	11.984	12.727	13.363	76.647
Pavi-Brasil	-988	532	900	1.900	3.500	4.300	6.700	7.600	8.300	8.900	9.300	50.944
Opway Construção Brasil	-	-	291	1.255	2.747	3.076	3.307	3.452	3.684	3.827	4.063	25.703
Taxas de Crescimento VN		56,47%	150,00%	76,67%	52,83%	16,23%	11,55%	9,18%	7,84%	6,12%	5,00%	546,07%
Pavi-Brasil		56,47%	0,00%	66,67%	40,00%	46,43%	20,00%	17,48%	12,46%	10,15%	6,84%	
Opway Construção Brasil				83,33%	60,61%	0,28%	5,03%	1,86%	3,14%	1,65%	2,79%	
EBITDA / VN Construção			3,97%	5,95%	7,71%	7,83%	9,53%	9,64%	9,69%	9,70%	9,70%	8,61%
Pavi-Brasil	-12,88%	4,43%	7,50%	9,50%	12,50%	10,49%	13,62%	13,15%	12,77%	12,43%	12,16%	11,56%
Opway Construção Brasil			1,61%	3,80%	5,18%	5,79%	5,92%	6,07%	6,28%	6,42%	6,63%	5,72%

Face ao exposto acima, solicitamos duas análises de sensibilidade para esta área geográfica:

- Cenário de desvio superior: *haircut* de 60% no volume de negócios na área da construção e de 20% nas taxas de crescimento da Pavibrasil a partir de 2015 (inclusive); e
- Cenário de desvio inferior: *haircut* de 40% no volume de negócios na área da construção e de 10% nas taxas de crescimento da Pavibrasil a partir de 2015 (inclusive).

Portugal, Espanha e Angola

Para os mercados de Portugal e Espanha consideramos que as projeções não são agressivas: manutenção do volume de negócios e melhoria ligeira da rentabilidade suportadas pelas reestruturações realizada nos últimos anos. Assim, consideramos que para estes, não é necessário realizar análises de sensibilidade.

Para Angola, face à sua imaterialidade no Plano de Negócios, não foi solicitada qualquer análise de sensibilidade.

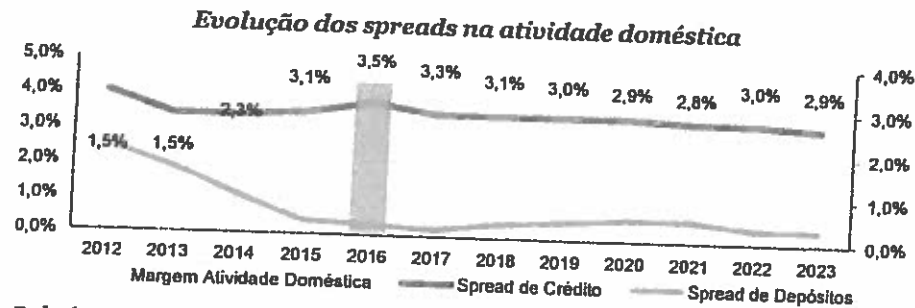
Resumo das análises de sensibilidade solicitadas para a Opway

A tabela abaixo apresenta resume as análises de sensibilidade solicitadas ao Plano de Negócios da Opway, bem com os respetivos fundamentos

<i>Pais</i>	<i>Intitulado</i>	<i>Fundamento da análise de sensibilidade</i>	<i>Cenário de desvio superior</i>	<i>Cenário de desvio inferior</i>
Moçambique	Opway Moçambique	Consideramos que o Plano de Negócios apresenta um risco médio pelos seguintes motivos: - Prevê um crescimento acentuado de 2013 para 2023 no volume de negócios (VN) 21,0 milhões de euros para 152,3 milhões de euros; - Prevê um rácio EBITDA / VN na ordem dos 15%; e - A Opway já se encontra em Moçambique desde 1991 e já iniciou a sua fase de reestruturação em 2010 e ainda não apresenta VN significativos. Como aspeto positivo o facto de terem algumas obras em carteira.	Haircut de 30% no VN	Haircut de 10% no VN
Argélia	Argélia Construção	Consideramos que o Plano de Negócios apresenta um risco elevado pelos seguintes motivos: - Ainda não existe atividade em 2013 - início previsto para 2014; - O Plano de Negócios prevê um VN até 2023 de 1,2 mil milhões de euros quando atualmente apenas têm em carteira 7 milhões de euros; - Prevê um rácio EBITDA / VN médio ponderado de 11%. Como aspeto positivo existe atualmente uma estrutura e fortes relações com o governo.	Haircut de 50% no VN	Haircut de 25% no VN
Gana	Gana Construção	Consideramos que o Plano de Negócios apresenta um risco elevado pelos seguintes motivos: - Ainda não existe atividade em 2013; - Início de atividade previsto para 2014 com crescimento exponencial nos anos seguintes; rácio EBITDA/VN médio ponderado de 13%; - Ainda não se encontram definidos os moldes da parceria a concretizar; e - Dúvidas quanto às percentagens de participação nas parcerias.	Haircut de 60% no VN	Haircut de 40% no VN
Brasil	Brasil Construção	Consideramos que o Plano de Negócios apresenta um risco elevado pelos seguintes motivos: - Ainda não existe atividade em 2013; - O Plano de Negócios prevê um VN até 2023 de 464 milhões de euros, quando atualmente apenas têm 3 milhões de euros de obras em carteira; - Não existe garantia de que os projetos imobiliários do grupo sejam adjudicados a esta empresa; e - Entrada no mercado da construção quando passa a existir capacidade excedentária no Brasil, o que origina uma grande dificuldade para um novo <i>player</i> , apesar dos programas habitacionais que se preveem.	Haircut de 60% no VN	Haircut de 40% no VN
	Pavi Brasil	Consideramos que o Plano de Negócios apresenta um risco médio pelos seguintes motivos: - Crescimento do VN de 7,7 milhões de euros em 2013 para 80,3 milhões de euros; e - Rácio EBITDA/VN é superior a 10% a partir de 2019 (negativo em 2013).	Haircut de 20% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive	Haircut de 10% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive

3 - BES

3.1 Margem entre o spread de crédito e depósitos para a atividade doméstica entre 2014 e 2023.



Conforme podemos constatar pelo gráfico apresentado ao lado, a margem dos *spreads* entre crédito e depósitos para a atividade doméstica em 2012 e a previsão para 2013 é de 1,5%.

Contudo, o Plano de Negócios assume um aumento significativo desta margem até 2016, e posterior manutenção, por uma manutenção do *spread* de crédito e com uma diminuição significativa do *spread* de depósitos.

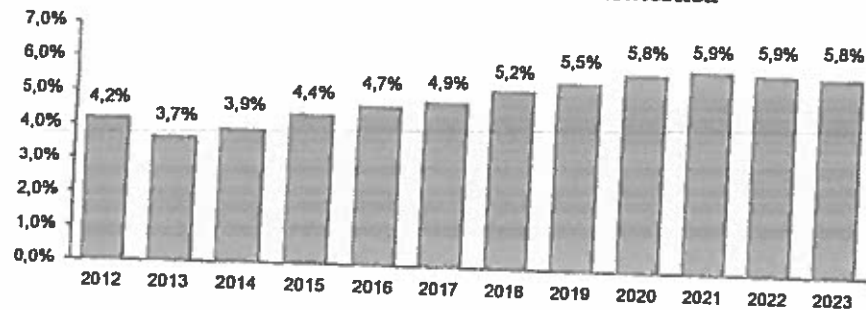
De acordo com o Plano de Negócios, a margem média anual será de 2,7%, mais de um ponto acima da percentagem que se verificou em 2012.

Relativamente ao *spread* dos créditos, a sua manutenção conjugada com uma previsão no Plano de Negócios de aumento significativo das taxas de referência faz com que as taxas *all in* tenham um aumento considerável, conforme apresentado no gráfico abaixo. A partir de 2018 as taxas são superiores a 5%, facto que consideramos só será suportável para o tecido empresarial se existir um crescimento considerável do PIB em Portugal.

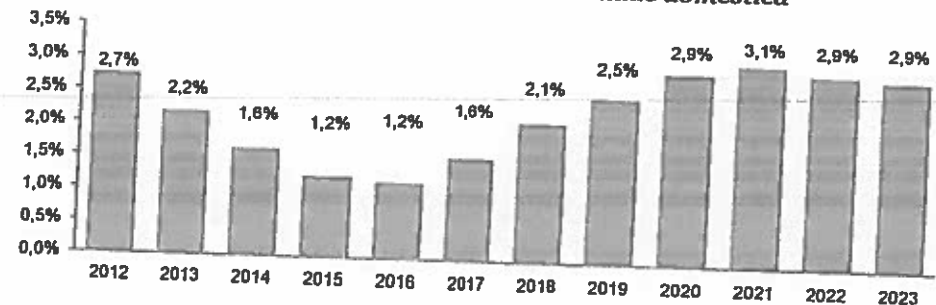
No que diz respeito ao *spread* dos depósitos, consideramos que existe o risco de não existir uma descida tão acentuada dos custos com depósitos, tendo em consideração a concorrência no setor bancário, bem como do Estado português com os certificados de aforro, na captação de poupanças e ao risco percecionado de Portugal.

Adicionalmente, o rácio de transformação do BES em 2012 é de 140% (crédito líquido de provisões sobre depósitos). Face ao objetivo de atingir um rácio de cerca de 120% e com a estagnação do crédito na atividade doméstica nos próximos anos, o banco terá de captar depósitos e, também por esse motivo, consideramos que a execução do previsto no Plano de Negócios relativamente à diminuição dos *spreads* nos próximos anos apresenta algum risco.

Taxa All In do Crédito atividade doméstica



Taxa All In dos Depósitos na atividade doméstica



Pelo acima exposto, e por uma questão de prudência, solicitamos as seguintes análises de sensibilidade:

- Cenário de desvio superior: manter uma margem de 2,25%; e
- Cenário de desvio inferior: manter uma margem 2,5%.

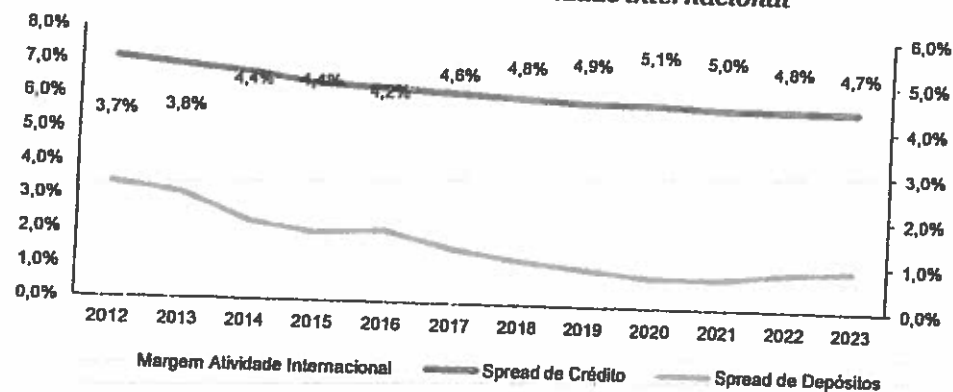
3.2 e 3.3 - Margem entre o spread de crédito e depósitos para a Atividade Internacional e taxa de crescimento de crédito em Angola

Conforme podemos constatar nos gráficos abaixo apresentados, as margens da atividade internacional previstas no Plano de Negócios para os anos de 2014 a 2023 são sempre superiores às verificadas em 2012 e 2013.

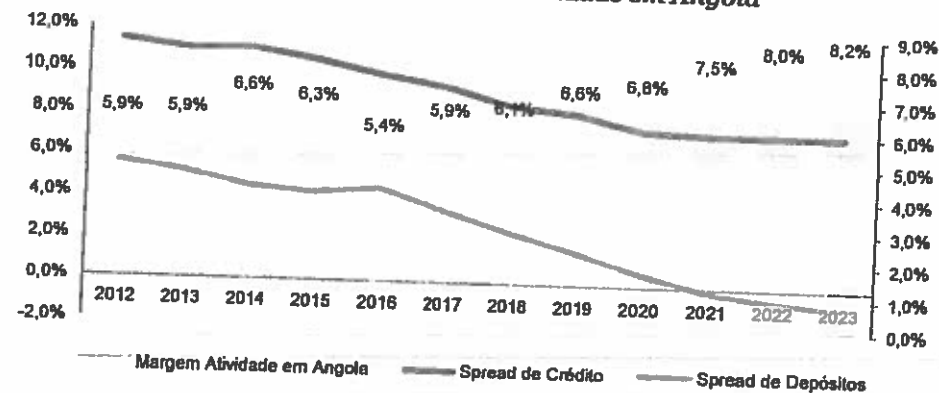
Esta evolução é influenciada de forma significativa pelas perspectivas de evolução dos *spreads* em Angola: o Plano de Negócios prevê uma diminuição desde 2013 até 2023 dos custos com recursos, sendo esta redução mais acentuada a partir do ano de 2016.

Note-se que o Plano de Negócios prevê um aumento dos depósitos em Angola de 2012 até 2023 de 8.549 milhões de euros (aumento de 343%). Apesar de se prever uma bancarização do mercado angolano, o BESA ainda não está presente de forma solidificada na banca de retalho. Assim, as medidas a desenvolver com vista à necessária captação dos depósitos poderão vir a ter um impacto negativo nos *spreads*.

Evolução dos spreads na atividade internacional



Evolução dos spreads na atividade em Angola

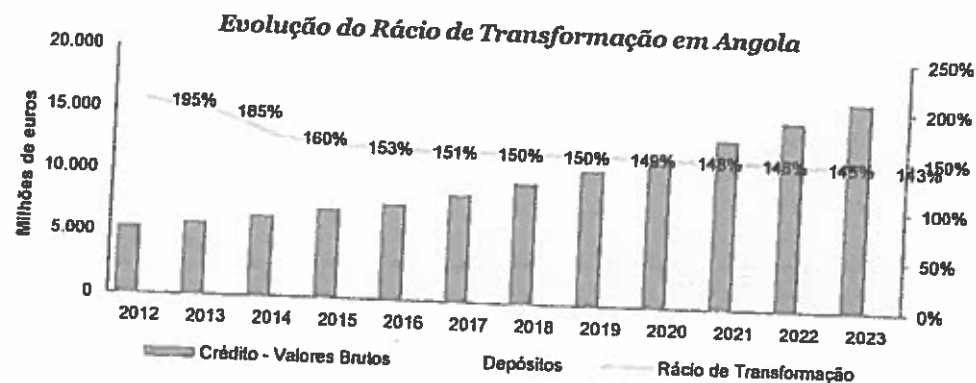
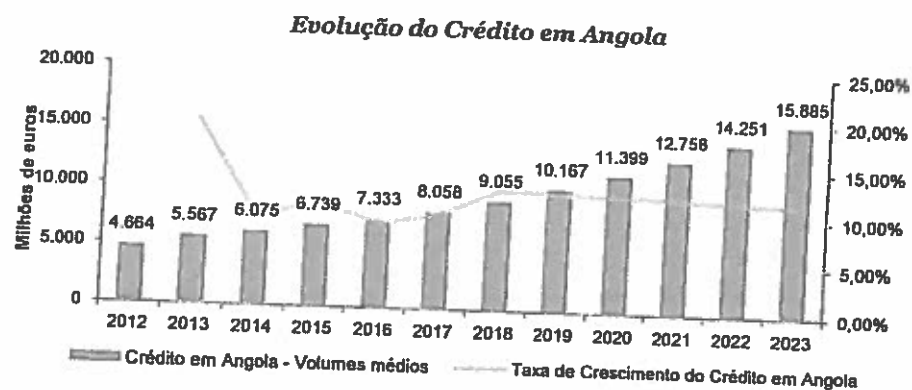


Conforme explicado anteriormente, um dos pressupostos do Plano de Negócios é uma evolução acentuada e constante dos saldos de crédito em Angola: CAGR entre 2012 e 2023 de 11,8%. Consideramos que nos primeiros anos a evolução prevista está em linha com o crescimento expectável do mercado angolano. Contudo, nos anos seguintes as taxas de crescimento apresentadas poderão não vir a ser concretizadas, na medida em que a estratégia do BESA passa por uma expansão na banca de retalho e os volumes de crédito associados a estas operações não são muito elevados. Adicionalmente, existem bancos já consolidados neste segmento, os quais serão uma forte concorrência na angariação de novos créditos.

Adicionalmente, e conforme apresentado no gráfico abaixo, o rácio de transformação (crédito bruto sobre depósitos) em Angola é elevado, em 2012 é de 195%, quando comparado com os principais bancos angolanos de retalho (em que estas taxas são de 50% ou inferiores). No final do Plano de Negócios, este rácio de transformação será de 143%.

Consideramos que, quando comparado com a realidade do mercado angolano, este rácio é demasiado elevado. Por este motivo e de forma a reduzir o mesmo, podem ser adotadas duas estratégias para o Plano de Negócios: reduzir as taxas de crescimento previstas para o crédito e/ou aumentar as taxas de crescimento dos depósitos.

Pelo facto das taxas de crescimento dos depósitos já ser elevada (CAGR entre 2012 e 2023 de 14,5%) consideramos como opção mais apropriada solicitar uma análise de sensibilidade com taxas de crescimento do crédito menos acentuadas.



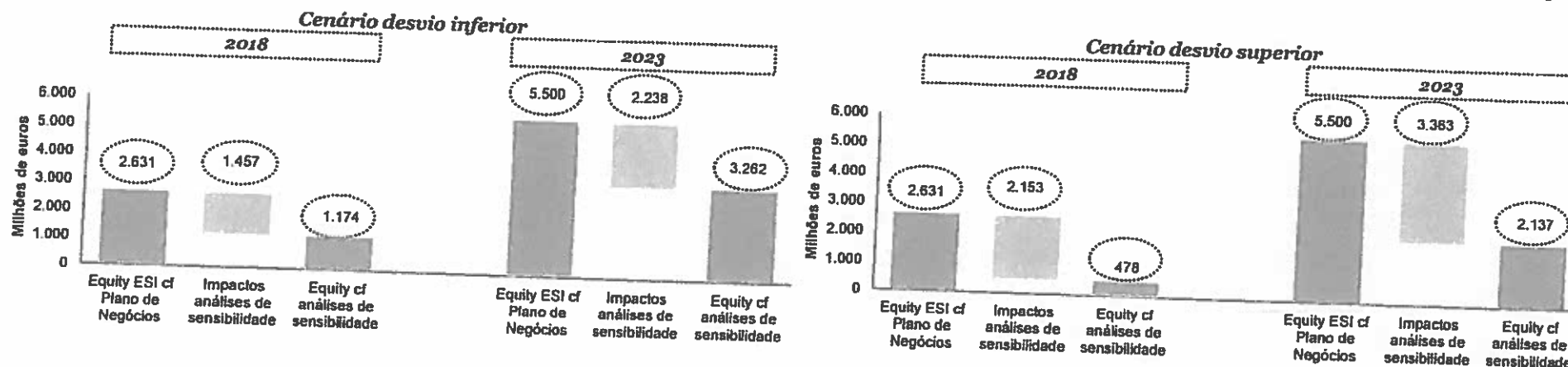
Assim, solicitamos as seguintes análises de sensibilidade:

- Cenário de desvio superior: taxa de crescimento do crédito em Angola de 7,5% e *spread* crédito e depósitos da atividade internacional de 4%; e
- Cenário de desvio inferior: taxa de crescimento do crédito em Angola de 10% e *spread* crédito e depósitos da atividade internacional de 4%.

4.6.2 Impacto das Análises de Sensibilidade

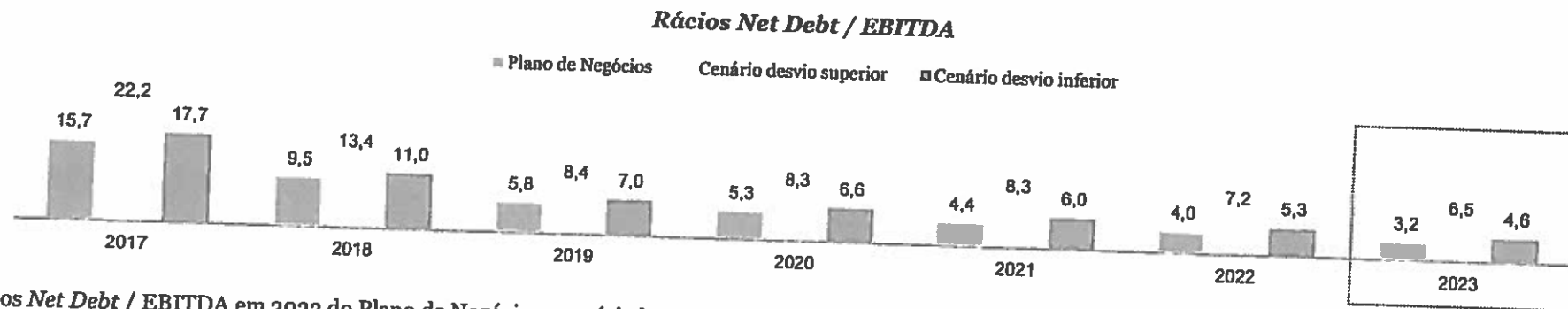
4.6.2.1 – Impacto no Equity

Os impactos das análises de sensibilidade no Equity em 2023 e 2018 estão detalhados nos anexos A.2.2 e A.2.1, respetivamente. Os gráficos abaixo demonstram os impactos cumulativos das análises de sensibilidade. Conforme podemos verificar tanto no ano de 2018 como no ano de 2023 o Equity das subsidiárias após os impactos das análises de sensibilidade são positivos.



4.6.2.2 - Impacto na evolução da dívida

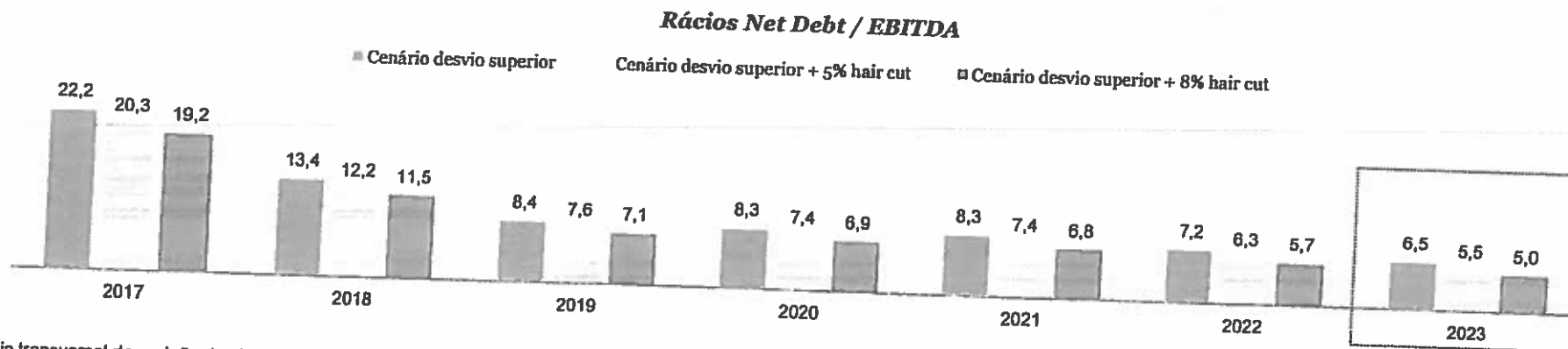
Contudo, e apesar do equity ser positivo, entendemos ser relevante analisar a perspectiva de evolução da dívida ao longo dos anos assim como o rácio *Net Debt / EBITDA* consolidado, apresentados no gráfico abaixo:



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 assegurar o serviço da dívida. Consequentemente, solicitamos 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%.



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. Para assegurar esse nível de endividamento, a imparidade implícita ascenderia a 8%.

4.6.3 Conclusão

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 nos Bancos Participantes 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 perspetiva 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 os Bancos Participantes não têm 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 pelos Bancos Participantes, 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.

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 (ii) nos anos seguintes ou entidades que nos últimos anos têm apresentado atividades deficitárias.

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

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 médio, 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.

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 se encontra incluída no montante global de dívida do Grupo económico 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.

5 Plano de acompanhamento aos Grupos económicos

Enumeramos no quadro abaixo as questões críticas identificadas na análise ao Grupo Espírito Santo (não financeiro), cuja evolução consideramos deve ser regularmente monitorizada, face à sua relevância para os planos de negócio dessas entidades ou para o apuramento das respetivas imparidades:

Holdings	Assuntos a acompanhar	Nível de risco
ES International	• Concretização da alienação da ESCOM, prevista para 2013	Baixo
	• Concretização do aumento de capital previsto para 2013 e do aumento de capital previsto para 2014 e 2015	Elevado
Rioforte	• Concretização da alienação de 322 milhões de euros previstos para 2014	Médio
	• Evolução da dívida: (i) montantes; (ii) taxas; (iii) maturidades/planos de amortização e das taxas destes praticadas	Elevado
ESFG	• Concretização do IPO ao ESFG prevista para 2014	Baixo
	• Concretização da emissão de VMOCs prevista para 2014: valores de emissão e rácios de conversão	Médio
Rioforte - Imobiliário	• Concretização de venda da Tranquilidade em 2016 pelo valor previsto (700 milhões de euros)	Baixo
	• Evolução da atividade em Angola: evolução do crédito e depósitos	Elevado
Rioforte - Turismo	• Evolução das taxas de créditos e depósitos na atividade em Portugal	Médio
	• Evolução do RLE distribuível aos acionistas	Elevado
Rioforte - Energia	• Evolução da distribuição de dividendos do ESFG à Rioforte conforme previsto no Plano de Negócios	Elevado
	• Realização das alienações previstas para 2014, no montante de 131 milhões de euros – Fundos de Investimento Imobiliários Fechados – Filmes Um e Filmes II	Médio
Rioforte - Agropecuária	• Evolução da comercialização dos projetos em carteira na ESPART e dos fundos de investimento imobiliários fechados Imoivens e Palácio da Baronez	Médio
	• Concretização da criação da Espírito Santo Property Moçambique (“ESPM”), prevista para 2014	Baixo
Rioforte - Energia	• Realização da alienação da ES Viagens	Baixo
	• Realização da alienação dos Hotéis Tivoli no Brasil	Baixo
Rioforte - Energia	• Realização da alienação dos Hotéis Tivoli em Portugal	Baixo
	• Evolução da comercialização do projeto “Comporta Dunes” na Herdade da Comporta	Médio
Rioforte - Energia	• Evolução do Plano de Negócios dos projetos, bem como do seu valor de avaliação, fundamentalmente de Georadar, ERB e Asset Geo	Médio
	• Confirmação do desenvolvimento do projeto “Luzboa II”	Elevado
Rioforte - Energia	• Confirmação do montante de alienações previsto pelo Plano de Negócios	Médio
	• Evolução do Plano de Negócios da Payco	Médio

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

ESFG

<i> Holding </i>	<i> Assuntos a acompanhar </i>	<i> Nível de risco </i>
Opway	• Evolução do Plano de Negócios na Argélia	Elevado
	• Evolução do Plano de Negócios no Gana	Elevado
	• Evolução do Plano de Negócios no Brasil	Elevado
	• Evolução do Plano de Negócios em Moçambique	Elevado
Outros	• Concretização da alienação da participação na BHG	Baixo
	• Concretização da alienação da participação na MASA	Baixo
	• Evolução da dívida e taxas de <i>funding</i>	Médio

<i> Nível de Risco </i>	<i> Definição </i>
Elevado	Aspeto crítico cuja evolução terá um impacto significativo no nível de imparidade a ser determinado pelo Banco Participante
Médio	Aspeto crítico cuja evolução se estima que venha a ter um impacto significativo no nível de imparidade a ser determinado pelo Banco Participante
Baixo	Aspeto crítico com impacto nos planos de negócio futuros do GE, mas cuja evolução se estima que não venha a ter um impacto significativo no nível de imparidade a ser determinado pelo Banco Participante

6 Plano de acompanhamento pelo ESFG

Enumeramos abaixo as principais oportunidades de melhoria que entendemos deverem ser considerados pelo Espírito Santo Financial Group, SA na abordagem aos processos de acompanhamento das atividades e de apuramento de imparidade do Grupo Espírito Santo (não financeiro), e que foram identificadas no âmbito deste exercício:

Banco Participante	Oportunidades de melhoria identificadas na abordagem seguida pelos Bancos Participantes nos processos de acompanhamento das atividades e no apuramento de imparidade dos Grupos económicos	Nível de risco
ESFG	<ul style="list-style-type: none"> O banco disponibilizou Planos de Negócios para a maioria das entidades analisadas; Contudo, de uma forma geral, não foi possível identificar o impacto em termos de decisões de gestão das análises de sensibilidade efetuadas, incluindo a análise crítica dos pressupostos utilizados, pelo que recomendamos uma melhor formalização das conclusões e decisões decorrentes de tais análises. 	Baixo

Nível de Risco	Definição
Elevado	Aspeto importante, no âmbito do apuramento de imparidade do GE, com impacto significativo no modelo de imparidade seguido pelo Banco Participante
Médio	Aspeto importante, no âmbito do apuramento de imparidade do GE, que se estima que venha a ter um impacto significativo no modelo de imparidade seguido pelo Banco Participante
Baixo	Aspeto que iria melhorar a forma como o Banco Participante efetua o acompanhamento dos GE e procede ao apuramento de imparidade, mas que não é significativo no modelo de imparidade seguido

Anexo A – Informação complementar

Anexo A.1 Detalhe de cash flows por holding

A.1.1 Cash flow ESI

A.1.2 Cash flow Rioforte

A.1.3 Cash flow Opway

A.1.4 Cash flow consolidado

Anexo A.2 Detalhe dos impactos das análises de sensibilidade

A.2.1 Impacto no equity em 2018

A.2.2 Impacto no equity em 2023

Anexo A.3 Definição dos graus de risco

A.1 Detalhe dos cash flows por holding

A.1.1 Cash flow ESI

	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 State Africa à Rioforte	322	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aumentos de Capital	600	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidação de dívida à ESI	500	300	-	-	-	-	-	-	-	-
Variação dívida	-950	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-2.621	-256	-763	-79	-177	-353	-350	-398	-392	-432

(em milhões de euros)

A.1.2 Cash flow Rioforte Holding

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

A.1.3 Cash flow Opway

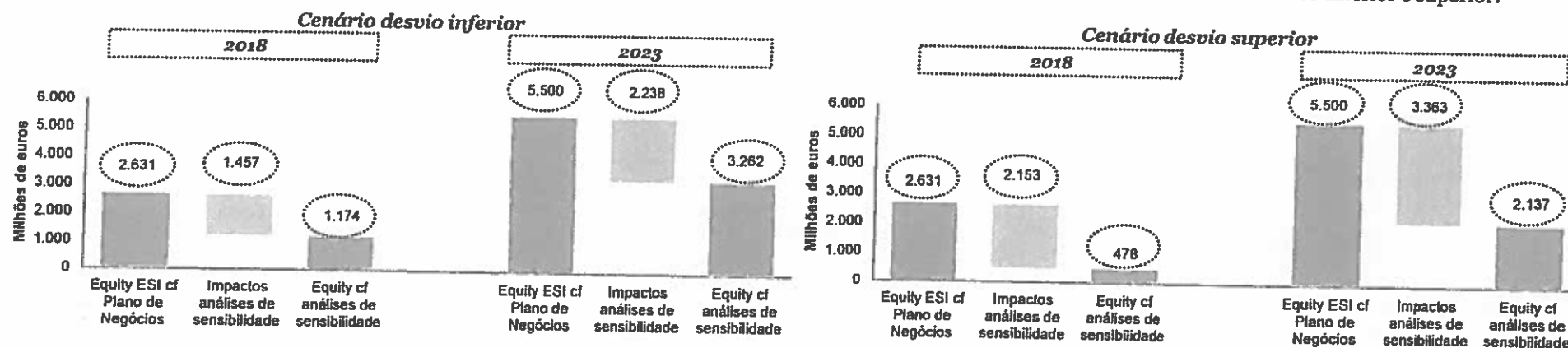
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Cash flow Opway</i>										
Dividendos distribuídos	46	1	21	28	35	40	45	47	51	53
Variação dívida	12	28	-40	-48	-35	-35	-35	-35	-35	-35
	-58	-29	19	20	-	-5	-10	-12	-16	-18

A.1.4 Cash flow consolidado

	<i>(em milhões de euros)</i>									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Cash flow holding Rioforte	-53	-64	-60	-66	-71	-69	-75	-80	-84	-88
Cash flow holding ESI	-135	-107	-92	-84	-85	-73	-64	-51	-35	-16
Cash flow Opway	46	1	21	28	35	40	45	47	51	53
Cash flow ESFG	3	103	854	286	329	378	427	480	536	581
Cash flow Rioforte (não financeira)	446	118	138	29	88	198	159	180	93	97
Cash flow Rioforte (não financeira) - não distribuído à holding	376	22	11	58	38	19	10	10	5	6
Distribuição de dividendos Rioforte	-	-	-	-49	-97	-168	-163	-180	-168	-178
OPA ESFG	-600	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VMOCs	1,034	-66	-66	-36	-36	-36	-36	-36	-36	-36
Alienação ZON	80	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alienação ES Saúde	85	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alienação ES Plaza	150	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alienação Fundos Eurofin	322	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Desenvolvimentos do Real State Africa	-	-	-51	-49	14	88	67	50	51	37
Aumentos de Capital	500	300	-	-	-	-	-	-	-	-
Variação dívida holding Rioforte	801	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variação dívida subsidiárias Rioforte	-376	-22	-11	-58	-38	-19	-10	-10	-5	-6
Variação de dívida ESI	-2,621	-256	-763	-79	-177	-353	-350	-398	-392	-432
Variação de dívida Opway	-58	-29	19	20	-	-5	-10	-12	-16	-18

A.2 Detalhe dos impactos das análises de sensibilidade

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



O detalhe em 2018 e 2013 das análises de sensibilidade apresenta-se como segue:

A.2.1 Detalhe do impacto das análises de sensibilidade no equity em 2018

Entidade / Projeto	Cenário Desvio Inferior		Cenário Desvio Superior	
	Análise de Sensibilidade	Impacto	Análise de Sensibilidade	Impacto
Rioforte e ESI		726		1.136
Imobiliário PT (Expansão)	Desconsiderar 50% do <i>cash flow</i> gerado pelo imobiliário PT (em todos os anos)	83	Desconsiderar o Plano de Negócios.	166
Fimes UM e Fimes II	-	-	Haircut de 20% no valor de alienação	15
ESPB	Considerar um VN para os anos de 2022 e 2023 igual à média do volume de negócios entre 2017 e 2021	40	Considerar um VN para os anos de 2022 e 2023 igual à média do volume de negócios entre 2017 e 2021	40
ESPM	Considerar que a Rioforte apenas detém 30% e 25% da ESPM A e ESPM B, respectivamente	26	Considerar que a Rioforte apenas detém 30% e 25% da ESPM A e ESPM B, respectivamente	26
Luzboa II	Desconsiderar 50% do <i>cash flow</i> gerado pelo projeto Luzboa II (em todos os anos)	-	Desconsiderar o Plano de Negócios	-
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	112	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	112

Entidade / Projeto	Cenário Desvio Inferior		Cenário Desvio Superior	
	Análise de Sensibilidade	Impacto	Análise de Sensibilidade	Impacto
Spread de Funding Rioforte e ESI	Considerar os <i>spreads</i> apresentados na "Tabela de <i>spreads</i> de <i>funding</i> da ESI"	-	Considerar os <i>spreads</i> apresentados na "Tabela de <i>spreads</i> de <i>funding</i> da ESI"	139
Aumento de capital	Considerar um aumento de capital de 250 milhões de euros em 2014 e de 150 milhões de euros em 2015	465	Considerar um aumento de capital de 250 milhões de euros em 2014	638
Opway				
Moçambique	<i>Haircut</i> de 10% no volume de negócios	135		266
Argélia	<i>Haircut</i> de 25% no volume de negócios	23	<i>Haircut</i> de 30% no volume de negócios	70
Gana	<i>Haircut</i> de 40% no volume de negócios	46	<i>Haircut</i> de 50% no volume de negócios	91
Brasil - Construção	<i>Haircut</i> de 40% no volume de negócios	38	<i>Haircut</i> de 60% no volume de negócios	58
Brasil - PaviBrasil	<i>Haircut</i> de 10% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive	16	<i>Haircut</i> de 60% no volume de negócios	25
ESFG				
Margem atividade doméstica	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 2,5%	596	<i>Haircut</i> de 20% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive	22
Margem atividade internacional	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 4%	297	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 2,25%	751
Taxa crescimento de crédito em Angola	Considerar uma taxa de crescimento do crédito em Angola a partir de 2017 (inclusive) de 10%	233	Considerar uma margem entre os <i>spreads</i> de crédito e depósitos de 4%	418
TOTAL		1.457	Considerar uma taxa de crescimento do crédito em Angola a partir de 2017 (inclusive) de 7,5%	2.153

A.2.1 Detalhe do impacto das análises de sensibilidade no equity em 2023

Entidade / Projeto	Cenário Desvio Inferior		Cenário Desvio Superior	
	Análise de Sensibilidade	Impacto	Análise de Sensibilidade	Impacto
Rioforte e ESI		1.152		
Imobiliário PT (Expansão)	Desconsiderar 50% do <i>cash flow</i> gerado pelo imobiliário PT (em todos os anos)	126	Desconsiderar o Plano de Negócios.	1.849
Fimes UM e Fimes II	-	-		252
ESPB				
ESPM	Considerar um VN para os anos de 2022 e 2023 igual à média do volume de negócios entre 2017 e 2021	61	<i>Haircut</i> de 20% no valor de alienação	19
Luzboa II	Considerar que a Rioforte apenas detém 30% e 25% da ESPM A e ESPM B, respectivamente	46	Considerar um VN para os anos de 2022 e 2023 igual à média do volume de negócios entre 2017 e 2021	61
Taxa de Câmbio EUR BRL	Desconsiderar 50% do <i>cash flow</i> gerado pelo projeto Luzboa II (em todos os anos)	93	Considerar que a Rioforte apenas detém 30% e 25% da ESPM A e ESPM B, respectivamente	46
	Considerar 50% no seu valor de alienação;		Desconsiderar o Plano de Negócios	186
	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	174	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	160

Entidade / Projeto	Cenário Desvio Inferior		Cenário Desvio Superior	
	Análise de Sensibilidade	Impacto	Análise de Sensibilidade	Impacto
Spread de Funding Rioforte e ESI	Considerar os spreads apresentados na "Tabela de spreads de funding da ESI"	73	Considerar os spreads apresentados na "Tabela de spreads de funding da ESI"	330
Aumento de capital	Considerar um aumento de capital de 250 milhões de euros em 2014 e de 150 milhões de euros em 2015	579	Considerar um aumento de capital de 250 milhões de euros em 2014	795
Opway		203		398
Moçambique	Haircut de 10% no volume de negócios	35	Haircut de 30% no volume de negócios	104
Argélia	Haircut de 25% no volume de negócios	69	Haircut de 50% no volume de negócios	137
Gana	Haircut de 40% no volume de negócios	57	Haircut de 60% no volume de negócios	86
Brasil - Construção	Haircut de 40% no volume de negócios	24	Haircut de 60% no volume de negócios	37
Brasil - PaviBrasil	Haircut de 10% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive	18	Haircut de 20% nas taxas de crescimento do VN a partir de 2015, inclusive	34
ESFG		883		1.116
Margem atividade doméstica	Considerar uma margem entre os spreads de crédito e depósitos de 2,5%	438	Considerar uma margem entre os spreads de crédito e depósitos de 2,25%	618
Margem atividade internacional	Considerar uma margem entre os spreads de crédito e depósitos de 4%	346	Considerar uma margem entre os spreads de crédito e depósitos de 4%	346
Taxa crescimento de crédito em Angola	Considerar uma taxa de crescimento do crédito em Angola a partir de 2017 (inclusivé) de 10%	100	Considerar uma taxa de crescimento do crédito em Angola a partir de 2017 (inclusivé) de 7,5%	152
TOTAL		2.238		3.363

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%

A.3 Definição dos graus de risco

Risco	Definição
●	Grau de risco elevado: entendemos que dificilmente a operação se concretizará nos moldes previstos
●	Grau de risco médio: existe algum risco de que a totalidade dos pressupostos da operação se venham a concretizar
●	Grau de risco baixo: a operação já se concretizou, ou prevê-se venha a se concretizar, pelo valor estimado, ou próximo deste

Anexo B – Carta de prestação de serviços

pwc

1. **Identificação do Cliente**
Nome: Grupo Espírito Santo
Endereço: Rua da Liberdade, 100
Cidade: São Paulo, SP
CEP: 01302-000

2. **Objetivo do Trabalho**
Exercício transversal de revisão das imparidades dos créditos concedidos a certos grupos económicos – Carta de prestação de serviços

3. **Descrição do Trabalho**
3.1. O trabalho consiste na realização de um exercício transversal de revisão das imparidades dos créditos concedidos a certos grupos económicos, em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.2. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.3. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.4. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.5. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.6. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.7. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.8. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.9. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

3.10. O trabalho será realizado em conformidade com o que é estabelecido no ponto 2. do Anexo A do presente documento.

4. **Responsabilidades**
4.1. O Cliente é responsável por fornecer toda a documentação necessária para a realização do trabalho.

4.2. O Cliente é responsável por garantir a veracidade e a integridade das informações fornecidas.

4.3. O Cliente é responsável por garantir a disponibilidade dos responsáveis pelas informações fornecidas.

4.4. O Cliente é responsável por garantir a confidencialidade das informações fornecidas.

4.5. O Cliente é responsável por garantir a segurança das informações fornecidas.

4.6. O Cliente é responsável por garantir a integridade das informações fornecidas.

4.7. O Cliente é responsável por garantir a validade das informações fornecidas.

4.8. O Cliente é responsável por garantir a atualidade das informações fornecidas.

4.9. O Cliente é responsável por garantir a precisão das informações fornecidas.

4.10. O Cliente é responsável por garantir a clareza das informações fornecidas.

5. **Condições Gerais**
5.1. O presente documento constitui o contrato entre as partes.

5.2. O presente documento é válido por um período de 12 meses.

5.3. O presente documento é válido para o território nacional.

5.4. O presente documento é válido para o setor privado.

5.5. O presente documento é válido para o setor público.

5.6. O presente documento é válido para o setor financeiro.

5.7. O presente documento é válido para o setor não financeiro.

5.8. O presente documento é válido para o setor de serviços.

5.9. O presente documento é válido para o setor de comércio.

5.10. O presente documento é válido para o setor de indústria.

6. **Assinaturas**
6.1. Assinado e aprovado pelo Cliente: _____
6.2. Assinado e aprovado pelo PwC: _____

7. **Informações Adicionais**
7.1. O presente documento é válido para o território nacional.

7.2. O presente documento é válido para o setor privado.

7.3. O presente documento é válido para o setor público.

7.4. O presente documento é válido para o setor financeiro.

7.5. O presente documento é válido para o setor não financeiro.

7.6. O presente documento é válido para o setor de serviços.

7.7. O presente documento é válido para o setor de comércio.

7.8. O presente documento é válido para o setor de indústria.

7.9. O presente documento é válido para o setor de tecnologia.

7.10. O presente documento é válido para o setor de saúde.

8. **Declaração de Independência**
8.1. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.2. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.3. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.4. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.5. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.6. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.7. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.8. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.9. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

8.10. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9. **Declaração de Integridade**
9.1. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.2. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.3. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.4. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.5. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.6. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.7. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.8. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.9. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

9.10. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10. **Declaração de Confidencialidade**
10.1. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.2. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.3. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.4. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.5. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.6. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.7. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.8. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.9. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

10.10. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11. **Declaração de Integridade**
11.1. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.2. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.3. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.4. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.5. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.6. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.7. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.8. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.9. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

11.10. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12. **Declaração de Integridade**
12.1. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.2. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.3. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.4. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.5. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.6. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.7. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.8. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.9. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

12.10. O PwC declara que não possui qualquer relação de dependência com o Cliente.

Assegurar a continuidade da prestação de serviços essenciais em situações de emergência e de calamidade pública.

14. As prorrogações de validade dos contratos de prestação de serviços essenciais em situações de emergência e de calamidade pública, bem como a sua renovação, devem ser condicionadas à existência de uma situação de emergência ou de calamidade pública, devidamente declarada pelo Poder Executivo Municipal, e à existência de uma situação de emergência ou de calamidade pública, devidamente declarada pelo Poder Executivo Municipal.

15. Os contratos de prestação de serviços essenciais em situações de emergência e de calamidade pública, bem como a sua renovação, devem ser condicionados à existência de uma situação de emergência ou de calamidade pública, devidamente declarada pelo Poder Executivo Municipal.

16. Os contratos de prestação de serviços essenciais em situações de emergência e de calamidade pública, bem como a sua renovação, devem ser condicionados à existência de uma situação de emergência ou de calamidade pública, devidamente declarada pelo Poder Executivo Municipal.

Considerações

17. O presente estudo tem por objetivo analisar a situação dos contratos de prestação de serviços essenciais em situações de emergência e de calamidade pública, bem como a sua renovação, e propor medidas para a sua melhoria.

18. Neste estudo é apresentada uma análise detalhada da situação dos contratos de prestação de serviços essenciais em situações de emergência e de calamidade pública, bem como a sua renovação, e são propostas medidas para a sua melhoria.

Responsabilidade dos dados da Administração do Município

19. Este estudo foi elaborado com base nos dados fornecidos pela Administração do Município, e a sua validade depende da veracidade e da atualidade dos dados fornecidos. A Administração do Município é responsável por garantir a veracidade e a atualidade dos dados fornecidos.

Este documento contém informações confidenciais e não deve ser divulgado sem a autorização expressa do autor.

Banco Espírito Santo

1-2-2014

20. Este estudo foi elaborado com base nos dados fornecidos pela Administração do Município, e a sua validade depende da veracidade e da atualidade dos dados fornecidos. A Administração do Município é responsável por garantir a veracidade e a atualidade dos dados fornecidos.

21. Este estudo foi elaborado com base nos dados fornecidos pela Administração do Município, e a sua validade depende da veracidade e da atualidade dos dados fornecidos. A Administração do Município é responsável por garantir a veracidade e a atualidade dos dados fornecidos.

Referências Bibliográficas

22. Este estudo foi elaborado com base nos dados fornecidos pela Administração do Município, e a sua validade depende da veracidade e da atualidade dos dados fornecidos. A Administração do Município é responsável por garantir a veracidade e a atualidade dos dados fornecidos.

23. Este estudo foi elaborado com base nos dados fornecidos pela Administração do Município, e a sua validade depende da veracidade e da atualidade dos dados fornecidos. A Administração do Município é responsável por garantir a veracidade e a atualidade dos dados fornecidos.

24. Este estudo foi elaborado com base nos dados fornecidos pela Administração do Município, e a sua validade depende da veracidade e da atualidade dos dados fornecidos. A Administração do Município é responsável por garantir a veracidade e a atualidade dos dados fornecidos.

25. Este estudo foi elaborado com base nos dados fornecidos pela Administração do Município, e a sua validade depende da veracidade e da atualidade dos dados fornecidos. A Administração do Município é responsável por garantir a veracidade e a atualidade dos dados fornecidos.

Este documento contém informações confidenciais e não deve ser divulgado sem a autorização expressa do autor.

Banco Espírito Santo

1-2-2014