

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ISCAL

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS CONCESSÕES NO SETOR DAS ÁGUAS

Análise comparativa entre concessões públicas e
concessões privadas entre 2010 e 2014

Manuel Vieira

Lisboa, junho de 2017

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

ESTRUTURA FINANCEIRA DAS CONCESSÕES NO SETOR DAS ÁGUAS

Análise comparativa entre concessões públicas e
concessões privadas entre 2010 e 2014

Manuel Vieira

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Mestrado em Controlo de Gestão e dos Negócios, realizada sob a orientação científica de Dr. ° Arménio Fernandes Breia, Professor Especialista em Finanças.

Constituição do Júri:

Presidente	Professora Doutora Maria do Rosário Fernandes Justino
Arguente	Professor Especialista Domingos Custódio Cristóvão
Vogal	Professor Especialista Arménio Fernandes Breia

Lisboa, junho de 2017

Declaro ser o autor desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das suas partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação.

Atesto, ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais, acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

Agradecimentos

Este projeto iniciou-se com as perspectivas de evolução a nível académico, e a nível profissional. Pelo caminho as perspectivas foram-se adaptando à medida que vamos conhecendo outras pessoas que pelo mesmo ou por outro motivo enverdaram neste projeto.

O esforço despendido é largamente compensado, pelas amizades que ficam e pela ajuda e apoio de todos os que partilharam este projeto. A todos eles um agradecimento profundo por toda ajuda, por todo o apoio, pela disponibilidade e acima de tudo pela amizade.

Ao Professor Arménio Breia por ter aceite ser meu orientador, pelos seus importantes conselhos, orientações, pela sua disponibilidade e celeridade nas suas respostas. Sem o seu precioso apoio e o seu incentivo, não teria terminado este projeto.

À Laura Faia e à Patricia Correia um especial agradecimento pela vossa disponibilidade e apoio e conselhos na revisão da dissertação.

A todos os que me acompanham no meu dia à dia, fazem da minha vida um ensinamento constante, e me dão força para vencer.

Resumo

O objetivo deste estudo é analisar um setor primordial para o nosso País e para a população em geral – o setor das Águas.

A estrutura de gastos, o endividamento, a diferenciação entre a gestão privada e a gestão pública das concessões e a influência nos seus resultados são temas de extrema importância para o futuro, não apenas para a sustentabilidade do próprio setor, como também para todos os consumidores.

Esta investigação tem como base uma revisão bibliográfica, fundamentalmente sobre a origem das concessões no nosso País, a sua comparação com outro método de gestão em voga – as parcerias público-privadas. A revisão bibliográfica incide igualmente na análise utilizada para a comparação das empresas em estudo face às suas diferenças. Foi realizado um estudo de caso a três concessões sob a gestão pública e três sob a gestão privada, tentando-se identificar as principais diferenças.

A resposta a perguntas tais como “O setor das Águas em Portugal é sustentável?” ou “Qual dos modelos analisados (Concessão privada ou concessão pública) obtém melhores resultados?” foram o principal foco.

No final deste trabalho verificámos que o setor das Águas pode ser auto sustentável. Não se podendo afirmar inequivocamente qual das concessões é o melhor tipo de gestão, mas podendo-se verificar que a complementariedade das duas seria o melhor dos dois mundos.

Palavras-chave: Concessão; Setor Empresarial do Estado; Endividamento; Estrutura Financeira; Setor das Águas

Abstract

The objective of this study is to analyse a key sector to our country as for the general population – the Water's sector.

The structure of costs, the debt incurred, the differentiation between private and public management of the concessions in our country and the influence on its results are extremely important issues for the future, not only for the sustainability of the sector itself, but also for all the consumers.

This research is based on a literature review, primarily on the origin of the concessions in our country and the comparison with other management method in vogue – public-private partnerships. The literature review also focus on the analysis used for comparison of the companies under investigation regarding to their differences. A case study will be carried out on three concessions under public management and three under private management, in order to try to identify the main differences.

The answer to questions such as "Is the water sector in Portugal sustainable?" Or "Which of the models analyzed (private concession or public concession) obtains better results?" Becomes the main focus.

At the end of this work we verified that the waters sector could be self sustaining. It is not possible to state unequivocally which of the concessions is the best type of management, but it can be verified that the complementarity of the two would be the best of both worlds.

Key words: Concession; State Business Sector; Debt; Financial Structure; Water sector

Índice

1.	Introdução.....	1
	1.1. Objetivo	2
	1.2. Objeto	3
	1.3. Metodologias.....	4
2.	Enquadramento do Setor.....	5
	2.1. Parcerias Público-Privadas	10
	2.2. Concessões	15
3.	Revisão de Literatura/Enquadramento Teórico.....	18
	3.1. Estrutura de Capital	18
	3.2. Indicadores Económicos e Financeiros	23
4.	Estudo de Caso	27
	4.1. Estrutura de capital	27
	4.2. Endividamento e investimento	28
	4.3. Rendibilidade.....	29
	4.4. Ativos	29
	4.5. Principais diferenças entre público e privado	30
	4.6. Comparação internacional	31
	4.7. Evolução pré-Troika – pós-Troika	31
	4.8. Saúde financeira do setor	32
5.	Análise do setor.....	33
6.	Realidade internacional	37
7.	Empresa de Referência.....	40
	7.1. EPAL	40
8.	Concessões Públicas	50
	8.1. Águas do Oeste.....	50
	8.2. Águas do Centro.....	58
	8.3. Águas do Zêzere e Coa.....	66
9.	Concessões Privadas	76
	9.1. <i>BeWater</i> - Águas de Mafra.....	76

9.2. Aquapor - Águas de Cascais	82
9.3. Indaqua Matosinhos - Águas de Matosinhos	89
10. Comparação entre empresas.....	97
11. Respostas às questões.....	107
12. Limitações e estudos futuros	114
13. Conclusão.....	115
14. Referências Bibliográficas	117
15. ANEXOS.....	122

Índice de tabelas

Tabela 2.1 - Diferenças entre a contratação tradicional e as PPP.....	12
Tabela 5.1 - Indicadores económicos da média do setor entre 2010 e 2014.....	34
Tabela 6.1 - Comparação internacional 2010.....	37
Tabela 6.2 - Comparação internacional 2013.....	38
Tabela 7.1 - Variações nas rubricas de rendimentos da EPAL entre 2010 e 2014.....	43
Tabela 7.2 – Evolução dos resultados financeiros da EPAL entre 2010 e 2014.....	45
Tabela 7.3 - Posição financeira da EPAL entre 2010 e 2014	46
Tabela 7.4 - Indicadores económicos da EPAL entre 2010 e 2014	47
Tabela 8.1 - Estrutura acionista da ADO.....	51
Tabela 8.2 - Variações dos rendimentos totais da ADO entre 2010 e 2014	53
Tabela 8.3 - Evolução dos resultados financeiros da ADO entre 2010 e 2014.....	54
Tabela 8.4 - Posição financeira da ADO entre 2010 e 2014.....	55
Tabela 8.5 - Indicadores económicos da ADO entre 2010 e 2014	56
Tabela 8.6 Estrutura acionista da ADC.....	59
Tabela 8.7 - Evolução e variações dos rendimentos totais da ADC entre 2010 e 2014.....	61
Tabela 8.8 - Evolução e variações dos gastos totais da ADC entre 2010 e 2014.....	61
Tabela 8.9 - Evolução dos resultados financeiros da ADC entre 2010 e 2014.....	63
Tabela 8.10 - Posição financeira da ADC entre 2010 e 2014.....	63
Tabela 8.11 - Indicadores económicos da ADC entre 2010 e 2014.....	64
Tabela 8.12 - Estrutura acionista da ADZC	67
Tabela 8.13 - Evolução e variações dos rendimentos totais da ADZC entre 2010 e 2014.....	69
Tabela 8.14 - Evolução e variações dos gastos totais da ADZC entre 2010 e 2014.....	70
Tabela 8.15 - Evolução dos resultados financeiros da ADZC entre 2010 e 2014	71
Tabela 8.16 - Posição financeira da ADZC entre 2010 e 2014.....	72

Tabela 8.17 - Indicadores económicos da ADZC entre 2010 e 2014.....	73
Tabela 9.1 - Variação dos rendimentos totais da BW entre 2013 e 2014.....	77
Tabela 9.2 - Variação dos gastos totais da BW entre 2013 e 2014.....	78
Tabela 9.3 - Evolução dos resultados financeiros da BW entre 2010 e 2014.....	79
Tabela 9.4 - Posição financeira da BW entre 2013 e 2014.....	79
Tabela 9.5 - Indicadores económicos da BW entre 2013 e 2014.....	80
Tabela 9.6 - Variação dos rendimentos totais da AC entre 2010 e 2014.....	84
Tabela 9.7 - Variação dos gastos totais da AC entre 2010 e 2014.....	85
Tabela 9.8 - Evolução dos resultados financeiros da AC entre 2010 e 2014.....	86
Tabela 9.9 - Posição financeira da AC entre 2010 e 2014.....	86
Tabela 9.10 - Indicadores económicos das AC entre 2010 e 2014.....	87
Tabela 9.11 - Variação dos rendimentos totais das IM entre 2013 e 2014.....	91
Tabela 9.12 - Variação dos gastos totais da IM entre 2013 e 2014.....	92
Tabela 9.13 - Evolução dos resultados financeiros da IM entre 2013 e 2014.....	93
Tabela 9.14 - Posição financeira da IM entre 2013 e 2014.....	93
Tabela 9.15 - Indicadores económicos das IM entre 2010 e 2014.....	94
Tabela 10.1 - Comparação da margem EBITDA.....	97
Tabela 10.2 - Comparação da margem EBIT.....	98
Tabela 10.3 - Comparação da autonomia financeira.....	99
Tabela 10.4 - Comparação do ROE.....	100
Tabela 10.5 - Comparação do ROA.....	100
Tabela 10.6 - Comparação do Debt to Equity.....	101
Tabela 10.7 - Comparação da liquidez.....	102
Tabela 10.8 - Comparação dos gastos financeiros em relação ao VN.....	103
Tabela 10.9 - Comparação dos gastos financeiros em relação ao EBITDA.....	103
Tabela 10.10 - Comparação da rotação do ativo.....	104

Tabela 10.11 - Comparação da rotação do ativo intangível.....	105
Tabela 10.12 - Comparação dos gastos com pessoal em relação ao VN.....	106
Tabela 10.13 - Comparação dos gastos com pessoal em relação ao EBITDA.....	106

Índice de figuras

Figura 2.1 - Cadeia de valor do setor das águas.....	16
Figura 2.2 - Serviço de abastecimento de água.....	17

Índice de gráficos

Gráfico 2.1 - PPP: investimento por setores	14
Gráfico 7.1 - Evolução do volume de negócios da EPAL entre 2010 e 2014.....	41
Gráfico 7.2 - Evolução dos resultados líquidos da EPAL entre 2010 e 2014.....	42
Gráfico 7.3 - Evolução dos resultados operacionais da EPAL entre 2010 e 2014	44
Gráfico 8.1 - Evolução do volume de negócios da ADO entre 2010 e 2014.....	51
Gráfico 8.2 - Evolução dos resultados líquidos da ADO entre 2010 e 2014.....	52
Gráfico 8.3 - Evolução das margens operacionais da ADO entre 2010 e 2014.....	54
Gráfico 8.4 - Evolução volume de negócios da ADC entre 2010 e 2014	60
Gráfico 8.5 - Evolução dos resultados líquidos da ADC entre 2010 e 2014	60
Gráfico 8.6 - Evolução das margens operacionais da ADC entre 2010 e 2014.....	62
Gráfico 8.7 - Evolução do volume de negócios da ADZC entre 2010 e 2014.....	68
Gráfico 8.8 - Evolução dos resultados líquidos da ADZC entre 2010 e 2014	69
Gráfico 8.9 - Evolução das margens operacionais da ADZC entre 2010 e 2014.....	71
Gráfico 9.1 - Evolução do volume de negócios da BeWater entre 2013 e 2014.....	76
Gráfico 9.2 - Evolução dos resultados líquidos da Be Water entre 2013 e 2014	77
Gráfico 9.3 - Evolução das margens operacionais da BW entre 2013 e 2014	78

Gráfico 9.4 - Evolução dos resultados líquidos da AC entre 2010 e 2014.....	84
Gráfico 9.5 - Evolução das margens operacionais da AC entre 2010 e 2014	85
Gráfico 9.6 - Evolução do volume de negócios da IM entre 2010 e 2014.....	90
Gráfico 9.7 - Evolução dos resultados líquidos da IM entre 2010 e 2014	91
Gráfico 9.8 - Evolução das margens operacionais da IM entre 2013 e 2014.....	92

Lista de Abreviaturas/Símbolos

AC – Águas de Cascais

ADC – Águas do Centro

ADO – Águas do Oeste

ADP – Águas de Portugal

ADZC – Águas do Zêzere e Coa

AF – Autonomia financeira

BDP – Banco de Portugal

BW – BeWater

CA – Capital alheio

CAE – Classificação de atividades económicas

CAL – Companhia das Águas de Lisboa

CEE – Comunidade Económica Europeia

CP – Capital próprio

DL – Decreto-Lei

EBIT – *Earnings before interest, and taxes* (Resultados antes de juros e impostos)

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização)

EGF – Empresa Geral do Fomento

EPAL – Empresa Portuguesa das Águas Livres, S.A.

ERSAR – Entidade Reguladora dos Serviços de Águas e Resíduos

FSE – Fornecimento e serviços externos

IM – Indaqua Matosinhos

IPE – Investimentos e Participações do Estado

OE – Orçamento do Estado

OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico

PFI – *Private finance initiative*

PIB – Produto Interno Bruto

RAI – Resultados antes impostos

RCP – Rendibilidade dos capitais próprios

RL – Resultados líquidos

S.A. – Sociedade anónima

SEE – Setor Empresarial do Estado

1. Introdução

O estudo associado à formulação desta dissertação pretende identificar as diferenças entre concessões públicas e concessões privadas no setor das Águas, bem como perceber se o setor é sustentável, utilizando como estudo de caso seis dessas concessões e uma empresa de referência no País.

O Estado alterou a sua política de gestão com a criação de mecanismos e instrumentos para permitir novas fontes de financiamento e o aumento da eficácia e da eficiência nos serviços públicos.

As parcerias público-privadas e as concessões são dos mecanismos atualmente mais utilizados para atingir os propósitos definidos.

“Infrastructure has come to be recognized as a prime driver for economic growth, and a number of developing countries have begun adopting new procurement frameworks for enhancing innovation and efficiency in public infrastructure development. Public-private partnerships¹ (PPPs) have been recognized as an important vehicle to this end, and many countries now have special regulations for the award of such concessions” (Verma, 2010).

No setor das Águas, o mecanismo mais utilizado foi o das concessões, abrindo assim a hipótese de a gestão dos serviços de captação, tratamento, transporte e abastecimento de água para consumo humano ser entregue a entidades públicas, em que o Estado – através do grupo Águas de Portugal (ADP) – mantém o controlo e a supervisão, ou a privados, em que a gestão destes serviços é feita por entidades privadas por um determinado período.

Em 1993, através da alteração do Decreto-Lei (DL) n.º 379/93, de 5 de novembro, foram permitidas as alterações inerentes e necessárias à abertura das concessões, iniciando-se assim um novo ciclo. A aprovação dos regimes legais especiais em cada um dos setores de atividade que serviram de base aos contratos de concessão é sustentada pelos DL aprovados à posteriori.

No caso em estudo o DL n.º 319/94, de 24 de dezembro, vem regulamentar e permitir a concessão da exploração e gestão dos sistemas multimunicipais de captação, tratamento e abastecimento de água para consumo público mediante a entrega da gestão dos serviços de abastecimento de água às autarquias, tendo estas a opção de entregarem essa mesma gestão a entidade privadas.

Este tipo de serviços, considerado por muitos de acesso restrito dada a sua importância não só a nível económico, mas também a nível social e estrutural de uma nação, vem assim, sofrer uma enorme alteração na sua política de gestão.

O setor das águas apresenta grandes especificidades em relação aos demais, nomeadamente em termos de períodos de retorno de capital e da estrutura dos investimentos realizados.

O nível de endividamento e a estrutura financeira são pontos que podem ser comparados nas concessões privadas e nas concessões públicas.

Atendendo a um modelo económico com necessidade de recursos para o seu desenvolvimento e renovação, a solução adotada passa pela criação de mecanismos em que a gestão poderá ser realizada por privados sem que o Estado perca o controlo ou abdique de ativos de tamanha importância para o país.

As concessões de longo prazo e as parcerias público-privadas são opções de desenvolvimento e financiamento que vêm permitir ao Estado, por um lado, manter a qualidade dos serviços prestados e, por outro, financiar novos projetos e revitalizar alguns existentes, não estando diretamente dependente do Orçamento do Estado.

É sob esta perspetiva que o presente estudo tenta analisar diferenças entre as concessões entregues a entidades privadas e as concessões sob alçada pública.

1.1. Objetivo

O objetivo desta dissertação é elencar as diferenças mais marcantes, no que respeita ao desempenho e à estrutura de capital, entre as concessões sob a alçada do Estado e as concessões entregues a privados e, de igual modo, comparar com o setor das Águas.

Uma análise quanto à estrutura financeira e endividamento, à composição dos ativos, ao desempenho através da rentabilidade e da estrutura de gastos, entre outros pontos, constituirá a base para tentar responder às questões que irão ser colocadas, tais como se o setor é sustentável, ou qual dos dois tipos de concessão obtém melhores resultados, entre outras mais à frente enunciadas.

Há que ter em conta as diferentes características das empresas em estudo, bem como a sua dimensão. Para isso foram utilizados indicadores económicos e financeiros, de modo a obter base de comparabilidade.

Esta análise tem como fundamento perceber em que medida podemos encarar o futuro de um sector primordial para o desenvolvimento e bem-estar da sua população, analisar alternativas e colocar novas hipóteses. De que modo, podemos indiciar um futuro sustentável, com graus de endividamento apresentados e com a dependência de capitais alheios para o financiamento do setor e das empresas nele inseridas. A adequabilidade dos gastos estruturais em relação à realidade económica do setor, são fundamentos importantes para o estudo em questão e para a verificabilidade de um futuro sustentável para o setor.

A capacidade de o setor responder a eventuais problemas e evoluir face a uma conjuntura cada vez mais exigente, tendo em consideração que a diversidade que caracteriza o setor resulta do consenso de “que não existem modelos perfeitos [cada um,] com as suas virtudes e naturalmente alguns problemas” (Marques, 2011).

1.2. Objeto

Com a alteração da lei, abriram-se as portas ao investimento e à gestão por parte de privados e associações no setor das Águas. Foram criados sistemas municipais e multimunicipais para gerirem o abastecimento de água e o saneamento de aglomerados de população.

De igual modo, foi permitida a entrega da gestão destes serviços a privados através de um modelo de negócio baseado na concessão.

De modo a analisarmos as principais diferenças entre os dois modos de gestão, iremos recorrer à informação financeira das empresas em estudo, bem como indicadores sobre o setor disponibilizados pelo Banco de Portugal.

O recurso a anteriores estudos realizados, permitirá identificar as diferentes opiniões geradas e retirar ilações que nos ajudem a atingir o objetivo deste trabalho.

Krause (2009) refere que os serviços das águas são normalmente citados na literatura sobre o tema como sendo um dos exemplos mais relevantes para os monopólios naturais. Inclusive, o autor utiliza uma definição dada pelo Professor Alfred Edward Hahn, em que um monopólio natural significa que

“[A] tecnologia de certas indústrias ou o caráter do serviço é tal que o cliente pode ser servido ao menor custo ou maior benefício líquido apenas por uma única empresa. No caso de um único produto, uma tecnologia caracterizada por economias de escala (que se traduzem em redução dos custos médios) em toda a faixa de produção é condição suficiente para que este mantenha” (Krause, 2009).

Formulação do problema

A especificidade do setor em questão cria, desafios à sua sustentabilidade. O elevado endividamento face aos investimentos iniciais e para a sua manutenção cria um défice significativo nos resultados financeiros. Também a especificidade dos seus ativos, que, no essencial, são *sunk assets* – infraestruturas que não permitem outras utilizações além das previstas –, enfatiza os gastos irreversíveis ou irrecuperáveis.

Estas especificidades levam nos a questionar situações, tais como: O setor é sustentável?, o nível de endividamento atual condiciona novas alternativas para o setor? Quais dos dois tipos de concessão tem melhores condições de enfrentar novos desafios?.

1.3. Metodologias

As metodologias adotadas na formulação desta dissertação são a análise qualitativa, a análise quantitativa e o estudo de caso.

Na análise qualitativa será demonstrado como a estrutura de custos e o endividamento atual das empresas em estudo são determinantes para a obtenção dos seus resultados.

A análise quantitativa é realizada através de rácios, de modo a obter termos comparativos entre os diversos universos dados pelas várias empresas em estudo.

No estudo de caso serão analisadas seis empresas relacionadas com a produção, captação e distribuição de água para consumo humano, três das quais são concessões em que o Estado não abdicou de manter o controlo através do grupo ADP e as outras três, concessões de longa duração entregues à gestão de privados. Será também realizada uma análise à Empresa Portuguesa das Águas Livres, S.A. (EPAL), considerando-a como empresa de referência do setor no nosso País. Por fim, será feita uma comparação do setor em Portugal com a realidade em outros países.

2. Enquadramento do Setor

O grupo ADP é o interlocutor do Estado nas concessões públicas, sendo responsável por três grandes áreas de atuação: o abastecimento de água limpa, o saneamento de águas residuais e o tratamento e valorização de resíduos.

O setor das Águas, sendo uma área com necessidades de investimento muito elevadas, requer uma capacidade financeira adequada para suportar esses investimentos. Este aspeto fundamental, entre outros, pode conduzir à existência de monopólios naturais.

Assim, como alternativa o Estado alterou o enquadramento legislativo para o setor e abriu as portas aos privados, através de modelos de negócio baseados nas concessões de longa duração. Ficando, ou não, com o controlo, através do grupo ADP, permitiu a existência de outras abordagens de gestão no setor em causa.

Desde 1974, que o Estado, através das nacionalizações associadas a este período, tornou um operador económico de grande envergadura.

O setor nacionalizado tornou-se uma estrutura de grande dimensão, originando alguns problemas de gestão associados quer à dimensão, quer às elevadas necessidades de capital, agravadas, em alguns casos, por situações de prejuízos recorrentes.

Esta grave e acentuada carência levou o Estado a afastar-se da política nacionalista e a recorrer a políticas mais liberalizadoras e privatizadoras, dando assim o mote para uma reestruturação dos princípios usados (Morais, 2000).

Deste modo, encerrado este ciclo de nacionalização de serviços, o Estado passou para uma política de emagrecimento da sua estrutura e da sua dimensão económica, utilizando para isso processos de privatização de bens e serviços nas mais diversas atividades económicas até então da sua responsabilidade.

Com estas alterações de gestão dos órgãos e dos bens afetos ao Estado e ao denominado Setor Empresarial do Estado (SEE), adveio a necessidade da criação de novos mecanismos e instrumentos que permitissem tornar a nova estratégia mais ágil e eficaz, de modo a serem obtidos os efeitos desejados, isto é, a otimização dos serviços e a sua rentabilização sem comprometer o seu desempenho perante os seus utilizadores.

Os primeiros passos para a mudança de política de gestão dos bens e serviços afetos ao Estado dão-se com a revisão constitucional de 1989, através da qual é revogada a lei dos setores vedados à iniciativa privada.

Assim, nos anos 90 do século XX ocorre a abertura à iniciativa privada da gestão de muitos setores, até então sob a alçada exclusiva do Estado, através de concessões ou parcerias público-privadas.

Em 1993, o setor em estudo – o do abastecimento de água – vê definidas as principais linhas orientadoras subjacentes à estratégia, entretanto revista.

Esta estratégia passa, no essencial, por três grandes pontos:

1. Atribuição da responsabilidade da gestão dos serviços às autarquias, com o apoio da Administração Central no que concerne a financiamentos.
2. Permissão da cedência da gestão destas atividades aos municípios, através de um modelo de negócio baseado em concessões a empresas privadas especializadas.
3. Criação de condições de gestão partilhada entre os municípios e os sistemas multimunicipais, com a possibilidade de participação de capitais e *know-how* de privados.

Considera-se que:

“[p]rivatização, concessão e regulação são três vertentes complementares quando se pensa em colocar na iniciativa económica privada a titularidade dos meios de produção ou o direito à exploração relativamente a atividades que não podem, não devem ou ainda não estão a ser exercidas em condições de livre concorrência” (Morais, 2000).

As linhas orientadoras definidas para o setor começam a ser colocadas em prática: o serviço de captação, distribuição e abastecimento de águas é dividido em dois, um na “posse” do Estado – os sistemas multimunicipais – e o outro entregue aos municípios – os sistemas municipais.

Os sistemas multimunicipais e, conseqüentemente, o Estado ficam responsáveis pela captação e distribuição de água pelos municípios, sendo estes sistemas denominados em alta, com uma elevada importância estratégica, uma vez que têm de abranger a área de, pelo menos, dois municípios e exigem um investimento predominante do Estado. Tem como objeto de sua existência a exploração, tratamento e abastecimento de água para consumo dos municípios envolventes do sistema multimunicipal. Tornam-se, assim, um serviço de caráter exclusivo

destes municípios, tendo os sistemas multimunicipais como princípio que estes são os únicos utilizadores do serviço prestado.

Os sistemas municipais, denominados em baixa, ficam responsáveis pela distribuição da água diretamente aos consumidores e podem ser geridos tanto a nível municipal bem como a nível intermunicipal, com a partilha da gestão por dois ou mais municípios.

“Através de soluções supramunicipais, (...) que permitiram uma utilização mais eficiente dos recursos, foi possível prosseguir os objetivos de melhorar a qualidade da água e os níveis de atendimento das populações colocando Portugal entre os melhores desempenhos ambientais da Europa comunitária” (Águas de Portugal, S.A., 2016).

Estes novos processos de gestão implicam que o Estado adote outra postura no palco da gestão de sistemas de abastecimento de água no País – a de monitorização, regulação e supervisão.

É neste âmbito que é criada a empresa pública Águas de Portugal – SGPS, S.A. (ADP), que vem centralizar e monitorizar a gestão dividida pelos vários municípios e sistemas multimunicipais. Segundo o autor Pedro Gonçalves, “[c]oncessões atribuídas a empresas do setor público são reguladas por um regime de concessão em tudo idêntico ao que vigora para as concessões do setor privado” (Gonçalves, 1999: 165).

A então criada ADP SGPS, S.A. passa a ser o interlocutor e o gestor das participações empresariais detidas pelo Estado no setor do abastecimento de água e saneamento de águas residuais.

ADP – SGPS, S.A.

A ADP foi constituída em 1993, sendo uma empresa regida sob o direito comercial privado, mas com acionistas públicos. As principais prioridades da ADP são a regulação da gestão e o desenvolvimento dos sistemas multimunicipais de abastecimento de água e saneamento de águas residuais, então criados. Os sistemas denominados em alta vêm ultrapassar as condicionantes impostas pelo limite de cada município, sendo que o único caso até então com essas condicionantes era a EPAL, anteriormente designada por Companhia das Águas de Lisboa (CAL), empresa centenária que fornecia água a cerca de 20 municípios da Grande Lisboa.

Em 2000 a Empresa Geral do Fomento (EGF) foi integrada no grupo ADP, tornando-se a parte responsável pelo tratamento e valorização de resíduos sólidos e constituindo uma nova unidade de negócio afeto ao grupo.

O grupo ADP, pertencente ao SEE, agrega cerca de 40 empresas de abastecimento de água, saneamento de águas residuais, tratamento e valorização de resíduos, energias renováveis, em serviços partilhados e em mercados internacionais.

O sítio Web do grupo dá-nos uma breve história do mesmo, da qual podem ser retirados alguns pontos com interesse para o estudo em questão:

“O grupo ADP presta serviços, em todo o território continental nos domínios do abastecimento de água e do saneamento de águas residuais. Também opera na área das energias renováveis, em serviços partilhados e em mercados internacionais”
(Águas de Portugal, S.A., 2016).

Cronologia:

- ✓ **1968** – Constituição da CAL, concessionária do abastecimento de água à cidade de Lisboa até 1974, sucedendo-lhe nesse ano a EPAL. Em 1991, esta é transformada em sociedade anónima de capitais integralmente públicos, passando a denominar-se Empresa Portuguesa das Águas Livres, S.A. Em 1993 é integrada no grupo ADP.
- ✓ **1993** – Constituição da ADP, empresa que é integrada no grupo Investimentos e Participações do Estado (IPE) com responsabilidade pelo desenvolvimento dos sistemas multimunicipais de abastecimento de água e saneamento de águas residuais.
- ✓ **1995** – Constituição das empresas concessionárias dos primeiros sistemas multimunicipais de abastecimento de água (Cávado, Douro e Paiva, Barlavento Algarvio e Sotavento Algarvio). Criação do sistema multimunicipal de saneamento da Costa do Estoril e constituição da Sanest – Saneamento da Costa do Estoril, S.A.
- ✓ **1997** – Constituição da Aquapor, empresa vocacionada para a participação no mercado dos sistemas municipais e apoiar a intervenção do grupo ADP nos mercados internacionais, privilegiando os países de expressão portuguesa, como Angola, Brasil, Cabo Verde e Moçambique.
- ✓ **2000** – Integração da EGF no grupo ADP, como *sub-holding* para a área dos resíduos. Criação dos primeiros sistemas multimunicipais integrados de água e saneamento e das respetivas concessionárias. Início do projeto de cooperação em Timor-Leste. Publicação

do primeiro Plano Estratégico de Abastecimento de Água e Saneamento de Águas Residuais (2000-2006).

- ✓ **2001-2002** – Criação da ADP Internacional, com a missão de gerir os negócios do grupo ADP fora do território nacional. Conclusão, por parte da EGF, do processo de desativação, encerramento e recuperação ambiental de cerca de 300 lixeiras. Criação de novos sistemas multimunicipais e das respetivas empresas gestoras. Aquisição de 55% do capital social da Aquasis – Sistemas de informação S.A.
- ✓ **2005** – Publicação da Lei da Água, transpondo para a ordem jurídica nacional a Diretiva Quadro da Água. É também neste ano que em Portugal se vive uma situação de seca sem precedentes, tendo a ADP colaborado no desenvolvimento e implementação de uma ampla campanha de sensibilização para a utilização racionada de água e na minimização dos efeitos da seca.
- ✓ **2007** – Reorganização do grupo ADP no sentido de uma focalização na gestão de sistemas multimunicipais de abastecimento de água e saneamento de águas residuais, iniciando-se a alienação da Aquapor – Serviços S.A. e de outras empresas em atividades complementares em mercados internacionais. Publicação do novo Plano Estratégico de Abastecimento de Água e Saneamento de Águas Residuais (2007-2013).
- ✓ **2009** – Criação de um novo modelo para a gestão integrada do ciclo urbano da água, assente na celebração de contratos de parceria entre o Estado e as autarquias. Estabelecimento das primeiras parcerias nas regiões de Aveiro e do Alentejo, cujas gestão e exploração foram atribuídas ao grupo ADP.
- ✓ **2012** – Início do processo de reorganização do setor das Águas, tendo em vista assegurar a continuidade, a universalidade, a qualidade e a sustentabilidade na prestação destes serviços públicos essenciais, materializado num conjunto de reformas territoriais, organizacionais, de regulação e de financiamento.
- ✓ **2014** – Apresentação da estratégia de reestruturação do setor das Águas, no âmbito da qual são implementados um novo plano estratégico setorial até 2020 – o PENSAAR 2020 –, um novo programa de apoio financeiro – o POSEUR –, o reforço da regulação económica com um novo estatuto para a Entidade Reguladora do Saneamento e das Águas Residuais (ERSAR) e com a Lei da Fatura Detalhada e a reorganização do Grupo ADP. Aprovação do processo de reprivatização da EGF.

- ✓ **2015** – Criação dos novos sistemas multimunicipais de água e saneamento do Norte, do Centro Litoral e de Lisboa e Vale do Tejo e das respetivas sociedades gestoras. Conclusão do processo de venda do capital social da EGF.

2.1. Parcerias Público-Privadas

As parcerias público-privadas (PPP) são um modelo de gestão, a par das concessões, que vieram permitir ao Estado a resolução de um problema de liquidez e disponibilidade para a concretização de novos investimentos, o que limitava o País no desenvolvimento ou melhoria de condições existentes.

Assim, torna-se necessário perceber os princípios das PPP de modo a encontrarem-se as principais diferenças em relação às concessões.

Através das PPP, o Estado obtém meios necessários para investimentos, cedendo temporariamente a gestão de serviços públicos à iniciativa privada. As PPP apresentam grande potencial, uma vez que introduzem competências de gestão do setor privado e de investimento na produção de serviços públicos, tornando-as uma forma alternativa à privatização (Meiduté & Paliulis, 2011).

As PPP constituem uma forma de envolver entidades privadas em projetos de cariz público. A sua definição no DL n.º 111/2012, de 23 de maio, indica-nos:

“Entende-se por parceria público-privada, (...), o contrato ou a união de contratos por via dos quais entidades privadas, designadas por parceiros privados, se obrigam, de forma duradoura, perante um parceiro público, a assegurar, mediante contrapartida, o desenvolvimento de uma atividade tendente à satisfação de uma necessidade coletiva, em que a responsabilidade pelo investimento, financiamento, exploração, e riscos associados, incumbem, no todo ou em parte, ao parceiro privado” (DL n.º 111/2012, n.º2, art.º2).

O envolvimento das entidades privadas permite não só financiar os projetos envolvidos, utilizando os recursos de terceiros, como também aproveitar o “pragmatismo” da gestão privada nos mesmos.

Não existindo uma definição concreta e única para uma PPP, podem encontrar-se na literatura especializada vários autores que a tentam descrever.

Joaquim Sarmiento define uma PPP como um contrato entre o setor público e uma entidade privada em que a última presta um serviço de acordo com os requisitos definidos no contrato e pelo qual recebe uma contrapartida remunerada por parte da entidade pública (Sarmiento, 2013).

Para Silva (2005) a definição de PPP consiste numa relação contratual entre entidades públicas e entidades privadas. Esta relação é definida através da concretização de objetivos propostos ao invés de financiamento de projetos na íntegra, os quais têm peso relativo no orçamento anual do Estado.

As PPP são não só um mecanismo de recurso ao financiamento por parte do Estado, como também envolvem a partilha de outros recursos e a junção de forças que permitem o ganho de eficácia e de eficiência na gestão de projetos.

De acordo com McQuaid (2000) as PPP são instrumentos que garantem ganhos de eficiência e de eficácia, resultando numa melhor gestão dos recursos públicos, complementando-se funções e diminuindo a duplicação das mesmas.

Já Stephen (2010) defende que o modelo das PPP não é mais do que uma utilização dos contratos de concessão numa forma de financiamento ao desenvolvimento e à construção de infraestruturas ditas essenciais para o País, em que o Estado, devido à falta de recursos financeiros, não teria outra forma de os financiar.

Podemos, então, encontrar na literatura especializada várias definições para PPP, mas em todas elas existem pontos comuns: um deles sustenta que as PPP partem de uma necessidade de financiamento por parte do Estado, permitindo garantir o cumprimento de necessidades sociais e de desenvolvimento do País.

Associada às PPP está a partilha de responsabilidades e riscos financeiros entre o Estado e as entidades privadas envolvidas. A cooperação na execução de projetos e nas várias fases dos projetos é fundamental nestes contratos, desde que “essa cooperação reúna habilidades técnicas, financiamento e recursos materiais de ambos os parceiros” (Ham, 2001)

Podemos, assim, identificar algumas vantagens e desvantagens das PPP, sendo que os benefícios são mútuos para ambas as partes envolvidas.

Para Sarmiento (2013) as PPP apresentam três vantagens principais e cinco desvantagens principais.

Como principais vantagens, este autor aponta: a partilha de competências, beneficiando o público das competências e da eficiência do privado; a já anteriormente mencionada partilha do

risco, em que o risco é assumido tanto pelo Estado, como pelo setor privado; e, por fim, a possibilidade de execução de projetos de cariz público, que, se não fosse o recurso a este método, não poderiam acontecer (Sarmiento, 2013).

Quanto às principais desvantagens, além da forma como o risco é partilhado entre os dois intervenientes, Sarmiento indica também: a tentação de desorçamentar; o aumento do custo de financiamento, sendo que no setor privado, à partida, será maior do que no público; a possibilidade de perdas de qualidade, já que o projeto é realizado numa perspetiva de rendibilidade e não garante o cariz público; a transparência e divulgação dos contratos; e, por fim, a contabilização do projeto, uma vez que este envolve várias entidades (Sarmiento, 2013).

Na tabela 2.1 são indicadas as principais diferenças entre a contratação tradicional e as PPP (Sarmiento, 2013).

Tabela 2.1 - Diferenças entre a contratação tradicional e as PPP

Condições	Contratação tradicional	PPP
Investimento	Responsabilidade do Estado Contrato entre o Estado e empresa de construção Risco de derrapagem da responsabilidade do Estado	Responsabilidade do setor privado O contrato de construção é da responsabilidade do privado e é entre ele e a empresa de construção Risco de derrapagem é assumido pelo setor privado
Financiamento	Orçamento de Estado e fundos comunitários	Privado através de dívida bancária ou de recursos próprios
Custos para o Estado	Custo inicial do investimento Custo anual de manutenção do ativo	Pagamentos anuais após conclusão da construção e pelo período predefinido
Riscos	Totalmente alocado ao setor público	Repartidos entre o setor público e o setor privado

Fonte: Adaptado de Sarmiento (2013)

As PPP permitem ao Estado e aos seus intervenientes garantir a prestação de serviços com elevada qualidade, sustentados pela eficácia e eficiência que lhes é exigida (Araújo & Silvestre, 2014).

A PERSPETIVA INTERNACIONAL

Atendendo à atual situação financeira, algo comum no Mundo, na sua generalidade, aumenta a tendência de recurso às PPP.

Diversos países recorrem a este instrumento para fazer face à crescente necessidade de renovação, construção de novos projetos e/ou melhoria de projetos já existentes.

O Reino Unido foi o primeiro país a recorrer a este mecanismo, na década de 1990. Com uma denominação diferente da usada em Portugal (naquele país designam-se por *private finance initiative* – PFI), tem sido um dos instrumentos mais utilizados para dinamizar a recuperação, a melhoria e a construção de infraestruturas naquele território, incidindo em diversos setores, como estradas, ferrovias, saúde e escolas, entre outros.

No Reino Unido estes projetos terão representado um investimento de cerca de 80 mil milhões de euros entre os anos 1997 e 2008 (Sarmiento, 2013).

Este recurso permitiu àquele país evitar as restrições orçamentais, contudo, aumentando significativamente os compromissos financeiros a médio e longo prazo. A substituição das restrições orçamentais por um problema orçamental ao longo dos anos seguintes é a principal consequência da opção pelas PPP.

De acordo com a informação prestada em diversos relatórios pelo *National Audit Office*, e evidenciada por Sarmiento, a eficiência das PPP é colocada em dúvida quanto à rentabilidade dos privados face ao risco assumido. Aquele autor apresenta-nos o caso britânico como um exemplo do que pode correr bem e mal na opção por este instrumento, através de vários projetos bem-sucedidos e de outros com consequências desastrosas para a entidade pública, chegando mesmo a ter de ser resgatados (Sarmiento, 2013).

Outros países, embora não sendo tão entusiastas como o Reino Unido, têm recorrido às PPP para promoverem a reestruturação e evolução dos seus projetos públicos, nomeadamente Portugal, que tem sido um dos países que mais tem usufruído deste mecanismo. Outros Estados, como a Hungria, a Grécia e o Chipre, têm igualmente uma forte dependência das PPP, situando-se imediatamente abaixo de Reino Unido e Portugal, no que lhe diz respeito.

Em Portugal, as PPP cresceram de forma exponencial nos últimos anos, permitindo a realização de projetos, apesar das restrições orçamentais. O investimento realizado recaiu maioritariamente nos setores das autoestradas e da saúde.

Como reverso da medalha, a permissão de investimento fugindo às restrições orçamentais, veio criar outro problema num espaço temporal de médio e longo prazo. A sustentabilidade das contas públicas devido ao excesso de encargos assumidos no passado, que recairão maioritariamente entre os anos 2014 e 2020, representando neste período 1% do Produto

Interno Bruto (PIB) do País, está em causa. No período entre 2020 e 2030 esses encargos diminuirão para 0,5 % do PIB português, mas ainda com forte impacto nas contas nacionais.

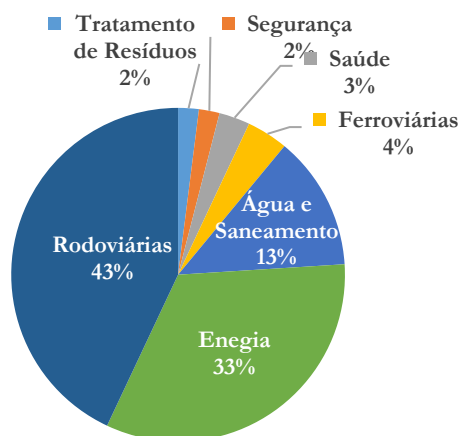


Gráfico 2.1 - PPP: investimento por setores

Fonte: DGTF (2009)

CONCLUSÕES A RETIRAR

Numa entrevista ao jornal *Público* o Juiz Conselheiro do Tribunal de Contas, Carlos Moreno, defende que, hoje em dia, as PPP não são recomendáveis para o Estado, afirmando que “[e]sta forma de o Estado lançar projetos é mais cara, menos competitiva e com maiores riscos para quem dá a concessão”.

Carlos Moreno indica que em mais de 100 auditorias realizadas às diversas PPP, apenas em uma se concluiu não ter havido gestão ruínosa, colocando assim em evidência os principais problemas e desvantagens das PPP. “[O] facto de, sucessivamente, os riscos de tráfego, os riscos comerciais terem vindo a ser progressivamente assumidos pelo Estado, enquanto que as taxas de rendibilidade das empresas concessionárias acionistas se mantêm inalteradas” (Pinto, 2010).

Das várias análises realizadas às PPP retira-se a conclusão de que estas foram úteis ao desenvolvimento do País, mas, por outro lado, trouxeram um encargo muito elevado para as contas públicas nos próximos anos. Num artigo do jornal *Público*, Luísa Pinto analisa um relatório da *troika* que indica que “[se] o Estado português quisesse resgatar todas as concessões, e pagar, a preços de 2012, todos os investimentos que contratou através do modelo de parceria público-privada (PPP), precisaria de alocar 15,7% de toda a riqueza nacional produzida durante esse ano” e que os encargos, durante os próximos quatro anos previstos com as PPP vão absorver cerca de 1% do PIB (Pinto, 2010).

2.2. Concessões

A concessão de um serviço público passa pela entrega da sua gestão a um privado por um tempo previamente determinado.

A concessão de um serviço público e as PPP têm como base princípios e objetivos comuns: o financiamento do Estado para a execução de obras de caráter público e o aproveitamento do pragmatismo da gestão privada para o aumento de eficácia e de eficiência nestes serviços.

Sobre concessão no Serviço Público, podem ser encontradas as seguintes afirmações:

“No âmbito do direito administrativo, concessão é o ato pelo qual uma pessoa coletiva de direito público encarrega outra entidade, que costuma ser particular, de explorar certo serviço público de caráter empresarial, serviço do qual tinha exclusividade. A pessoa que concede assume o risco, e transfere temporariamente para ela o exercício dos direitos correspondentes” (7Graus, 2016).

“Trata-se de uma gestão indireta de um serviço público onde o concessionário, desempenhando uma função pública, deve respeitar as instruções da Administração, para que o serviço público concessionado mantenha a sua natureza, embora seja gerido por uma entidade privada...” (7Graus, 2016).

PRINCIPAIS DIFERENÇAS ENTRE PPP E CONCESSÕES

Porquê a criação de dois mecanismos com as mesmas características? O que diferencia os dois?

A concessão é um contrato através do qual a entidade à qual é entregue a concessão fica obrigada a gerir, em nome próprio e sob a sua responsabilidade, uma atividade de serviço público. Esse contrato é delimitado por um determinado período, sendo que o mesmo é remunerado pelos resultados dessa gestão.

A PPP é um contrato através do qual a entidade privada se torna parceira do Estado e assume o compromisso de disponibilizar à Administração Pública ou à comunidade uma certa utilidade previamente definida, mediante a gestão e a manutenção de uma obra pública previamente projetada, financiada e construída. Em contrapartida, o Estado pagará uma determinada remuneração periódica, variável consoante o desempenho no período da parceria.

CONCESSÕES NO SETOR DAS ÁGUAS

A entrada de Portugal na Comunidade Económica Europeia (CEE), em 1986, veio delinear as linhas orientadoras para o setor das Águas.

Em 1993, à alteração do DL n.º 379/93, de 5 de novembro, seguiram-se as mudanças inerentes e necessárias ao início das concessões.

A aprovação dos regimes legais especiais em cada um dos setores de atividade que serviram de base aos contratos de concessão é sustentada pela legislação complementar aprovada posteriormente.

No caso em estudo o DL n.º 319/94, de 24 de dezembro, veio regulamentar e permitir a criação da concessão da exploração e gestão dos sistemas multimunicipais de captação, tratamento e abastecimento de água para consumo público, com a entrega da gestão dos serviços de abastecimento de água às autarquias, tendo estas a possibilidade e a opção de entrega dessa mesma gestão a entidades privadas, através de modelos de gestão delineados.

A complementação destas atribuições aos municípios é realizada pela Administração Central, no que concerne ao abastecimento denominado em alta, realizando a avaliação e suportando investimentos necessários ao desenvolvimento do setor e à melhoria do serviço, seja em qualidade ou em quantidade.

SETOR DAS ÁGUAS

O setor das Águas é dividido em dois serviços distintos, o de abastecimento de água para consumo humano e o de tratamento e encaminhamento de águas residuais.

O abastecimento de água apresenta uma cadeia de valor com início na captação, passando pelo tratamento, elevação, transporte, armazenamento e distribuição até à utilização de água.

A figura 2.1 ilustra a cadeia de valor no serviço de captação, transporte e abastecimento de água potável.

Figura 2.1 - Cadeia de valor do setor das águas



Fonte: ERSAR (2014)

O abastecimento de água pode ser dividido em dois grupos: o abastecimento em alta, através do qual se faz a ligação entre os recursos hídricos e a rede de distribuição, composto por vários elementos, tais como adutores, estações de tratamento e elevatórias e reservatórios; e o sistema em baixa, em que é feita a ligação entre o sistema em alta e o consumidor final, constituído por redes/malhas de condutas.

O setor das Águas, seja através de sistemas em alta ou em baixa, enquadra-se numa indústria em rede em que as suas infraestruturas naturais obrigam ou originam a existência de um monopólio natural que pode ser um bem ou serviço do qual as pessoas podem ser excluídas, mas cuja utilização por uns não diminui a utilidade da utilização por outros (Silva, 2004).

Numa perspetiva económica, o setor tem a sua especificidade no facto de o investimento inicial ter grande porte e um grande período de retorno de capital.

Na figura 2.2 é representado o serviço de abastecimento de água.

Figura 2.2 - Serviço de abastecimento de água



Fonte: ERSAR (2014)

Desde 2013, com a alteração da lei de delimitação de setores, os sistemas multimunicipais estão possibilitados de conceder gestão minoritária a privados, mantendo o Estado sempre uma posição maioritária. Assim, os sistemas municipais deixam de ser os únicos abertos à gestão privada, sendo alargada à iniciativa privada a entrada nos sistemas multimunicipais, ainda que limitada à minoria do capital e ao facto de o controlo ser imperativamente do Estado.

3. Revisão de Literatura/Enquadramento Teórico

O setor público assume cada vez mais uma maior relevância na atividade económica de um País. A evolução a que tem sido predisposto tem levado a um crescimento em termos de dimensão, relevância e complexidade. Esta mudança de paradigma assenta na diversidade que o setor tem de estar sujeito, para fazer face à crescente importância na economia moderna do País.

O SEE, como uma diversificação da gestão pública, o qual permite a sua aproximação da gestão privada, apesar de estar sujeito e restrito a regras próprias, tais como a inserção em grupo económico monopolista, e de na última instância a gestão ser direcionada de modo a contribuir para o objetivo de equilíbrio orçamental do Estado. Apesar da sua tentativa de descentralização e dependência do Estado, é um grande consumidor de recursos deste.

Este estudo, de modo, a obter uma base de comparabilidade entre os diversos atores económicos, tem de ter em consideração as teorias económicas que abordam a estrutura financeira e do endividamento das empresas, apesar do SEE, não se enquadrar e identificar totalmente com estas teorias.

3.1. Estrutura de Capital

A estrutura financeira de uma empresa determina a sua capacidade de enfrentar os mercados e os seus concorrentes. O financiamento da atividade é feito tanto por capitais próprios, como por capitais alheios. Qual a melhor forma de financiamento? É uma questão várias vezes colocada.

As perguntas de Myers (1984: 575-592) sobre “como as empresas escolhem a sua estrutura de capital”, bem como as perguntas de Modigliani e Miller (1958, 1963) sobre “o que sabemos sobre estrutura de capital”, continuam sem respostas conclusivas.

As teorias existentes sobre a estrutura de capitais baseiam-se no pressuposto de que existem mercados eficientes e o livre acesso das empresas ao mercado de capitais acionista e obrigacionista, o que na realidade não acontece, estando as mesmas dependentes de outros tipos de financiamento, como o bancário, para o respetivo desenvolvimento ou para as suas atividades correntes.

Nas suas pesquisas iniciais, Modigliani e Miller (1958) estabeleceram que a estrutura de capital é irrelevante para a criação de valor nas empresas.

Desde então, a resposta desencadeou diversas teorias que tentam explicar os principais fatores associados à composição da estrutura de capital.

Das teorias que dominam os principais estudos e discussões sobre a estrutura de capital destacam-se três: *Static Trade-off*, *Pecking Order* e *Market Timing*.

Static Trade-off

Como referido, inicialmente os estudos efetuados por Modigliani e Miller (1958) defendem que a estrutura de capital seria indiferente na valorização de uma empresa, de acordo com o pressuposto de que haveria ausência de impostos e que, por isso, os custos de financiamento seriam irrelevantes para os resultados finais e para a valorização da empresa. Em 1963, os mesmos autores concluem que a teoria anteriormente apresentada estaria incompleta, segundo a perspectiva de que a introdução de impostos sobre os rendimentos, e, conseqüentemente, a possibilidade de dedução dos custos de financiamento nos resultados de uma empresa, traria melhores resultados transitados e maior valorização da mesma (Modigliani & Miller, 1963).

A teoria *Static Trade-off* é suportada pelo conceito de custo de agência estudado por Jensen e Meckling, segundo a qual os benefícios fiscais resultantes da dívida são limitados, ou mesmo anulados, pelos custos de falência (Jensen & Meckling, 1976).

Tendo em conta este conceito, Bradley, Jarrell e Kim sustentam que esta teoria implica que as empresas definam um nível de endividamento que considerem como ótimo e que represente a compensação dos benefícios fiscais em relação aos custos de agência e de falência (Bradley, Jarrell, & Kim, 1984).

Esta teoria parte do princípio de que as empresas escolhem o nível de dívida em que querem laborar, com base no *trade-off* proporcionado pelos benefícios e pelos custos gerados pela dívida, e indica-nos que é necessário avaliar as vantagens e desvantagens entre dois cenários divergentes: por um lado, os benefícios/vantagens gerados pela dívida, como as deduções fiscais obtidas dos encargos financeiros, e por outro, os custos/desvantagens que o excesso de endividamento e os inevitáveis custos de falência provocam na gestão corrente da empresa.

No que diz respeito a estes custos de falência a que a empresa está sujeita devido ao excesso de endividamento, podemos diferenciar entre custos diretos, tais como custos legais relacionados com a recuperação da empresa, e custos indiretos, relacionados com as dificuldades da gestão corrente num cenário de excessivo endividamento, como por exemplo uma redução do volume de negócios, uma quebra de confiança de clientes e fornecedores, bem como do fornecimento, e inevitavelmente uma maior dificuldade de acesso ao crédito.

A teoria *Static Trade-off* diz-nos que é possível e necessário encontrar o equilíbrio entre estas duas vertentes e uma estrutura ótima de capital para cada situação diferente. A estrutura ótima de capital permite a minimização dos custos do capital, e com isso, a maximização do valor da empresa. O equilíbrio entre um maior ou menor endividamento é fulcral para a maximização do valor da empresa. Os custos de falência *versus* os benefícios fiscais resultantes do serviço da dívida têm de combinar entre si, de modo a atingir-se a máxima valorização da empresa.

De igual forma, esta teoria assenta no facto de o nível de endividamento estar diretamente relacionado com a rentabilidade da empresa.

São normalmente apresentadas várias justificações para o impacto dos níveis de rentabilidade terem influência nos rácios de endividamento: em primeiro lugar, o aumento dos custos de falência associados a uma menor rentabilidade apresentada pela empresa (e vice-versa). Em segundo lugar, as diferenças nos impostos sobre os rendimentos das empresas que obtêm lucro em relação às que obtêm lucros menores ou até mesmo prejuízos.

DeAngelo e Masulis (1980) defendem que as empresas com maiores lucros enfrentam taxas de imposto mais elevadas, levando a um aumento dos níveis de dívida de forma a obterem maiores benefícios fiscais comparado com as empresas com menores lucros ou prejuízos. Esta afirmação não pode ser desassociada das diferentes realidades fiscais praticadas pelos diversos Países.

Numa análise a esta teoria, Damodaram (2004) enuncia as vantagens e desvantagens da criação de dívida: as empresas que optam por se endividar, por um lado, pagam os juros inerentes a essa dívida, mas, por outro, beneficiam fiscalmente do pagamento que esses juros geram. O senão desta política é que exige aos gestores uma maior rigidez nos projetos em que investem, criando critérios de investimento mais apertados.

Em terceiro e último lugar, os maiores meios financeiros disponibilizados podem levar ao problema identificado por Jensen de que os gestores, ao depararem-se com um maior *cash-flow* disponível, tendem a desperdiçá-lo em investimentos de menor rentabilidade. Assim, as empresas que apresentam maiores lucros e maior disponibilidade estão mais sujeitas ao pragmatismo dos gestores (Jensen, 1986).

Pecking Order

A teoria *Pecking Order*, mais recente, foi desenvolvida por Myers e Maluf e tem em conta as assimetrias ao nível da informação presentes no mercado de capitais e provocadas, fundamentalmente, pelo facto de os gestores terem uma posição privilegiada em relação aos

restantes investidores, através do acesso a mais informações, nomeadamente sobre a qualidade e o valor presente nos fluxos de caixa dos investimentos da empresa (Myers & Maluf, 1984).

Para Nakamura (2007) a mesma teoria baseia-se no facto de os gestores terem possibilidade de escolha na forma como definir os recursos, criando uma hierarquia de preferências sobre a utilização dos mesmos, tanto internos como externos, e dos quais necessitam para financiar os projetos da empresa.

Esta teoria defendida por Myers pressupõe a existência de uma hierarquização otimizada para o tipo de financiamento, tendo como principal motivo de escolha os títulos que sejam menos sensíveis a informações. Assim, tem início com a utilização dos recursos gerados internamente e pela própria empresa, passando depois pelo recurso à criação de novas dívidas e, como última opção, pelo recurso à abertura da empresa a novas ações no mercado, sendo esta a opção de menor interesse devido aos maiores custos associados e, segundo Harris e Raviv (1991), ao facto de as implicações de recursos residirem na má interpretação que o mercado pode ter em relação ao anúncio da emissão de novas ações, demonstrando que a empresa esgotou as suas fontes de financiamento prioritárias.

Com esta hierarquia de preferências no que concerne a alternativas de financiamento, o recurso ao aumento de capital através de novas ações seria a última das opções a tomar, mas para que essa hierarquia fosse considerada na íntegra teríamos de desprezar outros fatores.

O grau de endividamento de uma empresa pode influenciar os gestores na tomada dessa decisão: por exemplo, se o grau de endividamento for elevado, aumentá-lo para um patamar superior irá aumentar os riscos de falência ou de incumprimento. A exposição da empresa a esse risco pode levar os gestores a optarem por um financiamento através do aumento de capital, mesmo que este passe para o mercado e crie nos investidores uma má interpretação.

A dimensão e a rentabilidade das empresas estão também subjacentes à decisão do método de financiamento. As empresas menos lucrativas e com menos meios tendem a financiar-se através da dívida, porque a sua estrutura não permite que isso seja feito de outra forma. As empresas mais lucrativas tendem a não recorrer com tanta frequência ao financiamento através da dívida, por terem recursos suficientes na sua estrutura. Estas premissas influenciam a teoria da hierarquização de financiamento, condicionando quem decide.

Frank e Goyal (2003), após testarem esta teoria no mercado americano tendo como amostra um grande grupo de empresas, concluíram que o recurso ao financiamento externo é muitas vezes

utilizado, devido ao financiamento interno ser escasso e, em muitos casos estudados, não ser suficiente para garantir as despesas de investimento.

Esta teoria entra em contradição com a teoria *Static trade off*, a partir do momento em que não se verificam algumas situações: em primeiro lugar, não existir um rácio ótimo de endividamento, estando este sujeito às necessidades que a empresa apresenta e não ao seu nível de rentabilidade; em segundo lugar, a afirmação de que as empresas com maiores lucros recorrem ao endividamento para retirar benefícios fiscais é uma falácia, preferindo estas recorrer a capitais próprios para se financiarem; em último lugar, comparando empresas com níveis de rentabilidade semelhantes, o endividamento é maior naquelas que têm investimentos mais elevados, visto que a necessidade de financiamento é igualmente maior. Desta forma, quando os recursos internos escasseiam, têm de recorrer à emissão de dívida para suportar esses investimentos.

Market Timing

A teoria *Market Timing* vem contrariar o que é defendido pelas duas teorias anteriormente apresentadas e parte do pressuposto de que os gestores sabem de antemão quando o valor da empresa está subavaliado no mercado, podendo usar essa informação como vantagem para prever flutuações temporárias de valor do mercado (Baker & Wurgler, 2002).

Assim, esta teoria tem como principal elemento associado ao nível de endividamento a utilização que os gestores fazem relativamente às flutuações do mercado, isto é, a antecipação e a tentativa de os gestores perceberem em que momento a empresa se vai encontrar sobre ou subavaliada.

As vantagens, obtidas ou não ao longo do tempo, que os gestores podem retirar desta informação são fundamentais para a determinação da estrutura de capital e do nível de endividamento da empresa (Alti, 2006) (Baker & Wurgler, 2002).

Baker e Wurgler sustentam a sua teoria, comparando o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico dos capitais próprios com o capital angariado pela empresa no mercado. Assim, nesta teoria, o principal influenciador do endividamento é o valor de mercado das empresas e as tentativas dos gestores em identificarem a sobre ou a subavaliação da empresa (Baker & Wurgler, 2002).

Na literatura consultada percebe-se a insuficiência das teorias tradicionais em explicar os fatores determinantes da estrutura de capital, havendo teorias díspares e que se contrapõem. Na escolha dos indicadores a utilizar na análise das empresas que integram o estudo de caso procurámos integrar elementos que tenham em conta as várias teorias identificadas.

3.2. Indicadores Económicos e Financeiros

As demonstrações financeiras de uma empresa, só por si, não são suficientes para uma análise total à sua posição financeira no mercado. “A medição da capacidade financeira da empresa, assim como a avaliação da sua estrutura financeira são aspetos centrais para aferir o nível de desequilíbrio e as condições da empresa [...]” (Pires & Rodrigues, 2004).

Neves (2007) citando Brealey diz “os rácios ajudam a fazer as perguntas certas, mas não dão as respostas”. Um auxílio importante para uma tomada de decisão sustentada e equilibrada é o estudo e acompanhamento dos indicadores económicos e financeiros, sejam os da própria empresa numa perspetiva interna, sejam os dos concorrentes e do mercado envolvido numa perspetiva externa. Estes indicadores, pela sua evolução e acompanhamento temporal, permitem um maior conhecimento acerca da situação interna e posição da empresa em relação ao mercado e aos seus concorrentes.

Os indicadores podem dar informação sobre o progresso da empresa, de modo a atingir um objetivo delineado, bem como ser um recurso para se perceber uma tendência ou fenómeno que não sejam imediatamente detetáveis (Hammond et al., 1995).

A utilização dos indicadores para o estudo das empresas permite uma melhor compreensão da realidade e do futuro. Relembrando Van Bellen (2002) sobre a definição da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) “um indicador deve ser entendido como um parâmetro ou valor derivado de parâmetros os quais apontam e fornecem informações sobre o estado de um fenómeno, com uma extensão significativa”.

A análise e a correta interpretação dos indicadores económico-financeiros de uma entidade assumem, neste contexto, um papel de extrema importância (Hawkins, 2002).

O estudo aprofundado em relação à estrutura de capitais, à liquidez, à rentabilidade e a outros fatores permite um maior conhecimento necessário para uma tomada de decisão sustentada.

A análise aos indicadores, sendo que estes se baseiam numa análise comparativa, obriga a um estudo permanente dos mesmos. A evolução ao longo dos períodos e a comparação entre eles permitem que seja realizada uma análise tanto interna, como externa da empresa.

A existência destes métodos de avaliação, nomeadamente dos indicadores, garante a comparabilidade entre empresas no mesmo ou noutro mercado. “Os rácios consistem numa relação entre grandezas, fornecendo uma informação em termos relativos e, logo, mais adequada que a informação em valor absoluto” (Breia, 2014).

No entanto, os indicadores podem levar a uma armadilha e a uma falsa percepção da realidade se o seu estudo não for realizado com o bom senso necessário e uma análise crítica, fugindo assim à análise estática dos seus valores. Brealey (2007) refere exatamente isso: “Não existe nenhum padrão internacional para os rácios financeiros. Vale muito mais um pouco de reflexão e bom senso do que a aplicação cega das fórmulas (...)”.

Os gestores e todos os envolvidos no processo que precisem de retirar informação dos indicadores não podem ficar exclusivamente presos à análise estática dos valores dados pela informação contabilística. Têm necessariamente de utilizar como premissa a evolução dos indicadores e o seu comportamento ao longo dos vários períodos. Uma boa análise crítica e as questões certas em torno dos resultados obtidos através dos rácios são fulcrais.

“Os rácios financeiros não são uma bola de cristal. São apenas um instrumento prático para resumir um grande número de dados financeiros e comparar o desempenho das empresas. Os rácios ajudam a fazer as perguntas certas, mas raramente fornecem as respostas” (Brealey, 2007).

Abad Navarro, Arquero Montañó e Jiménez Cardoso, através de alguns estudos realizados, vêm afirmar que a análise e a comparação de rácios não são de todo suficientes para se prever o resultado da gestão atual de uma empresa (Navarro, Montañó & Cardoso, 2003).

Estes autores salientam que existem empresas que obtêm valores de rácios diferentes, mesmo tendo uma situação financeira semelhante. Os rácios assentam numa base em que a informação financeira está adequadamente elaborada, contendo informação verdadeira e não ocultando nenhuma informação (Navarro, Montañó & Cardoso, 2003).

Os gestores necessitam igualmente de ter outros cuidados no tratamento dos rácios, como por exemplo, e conforme indicam Brandão (2003) e Gonçalves (2013), a possível distorção da informação no caso de alterações às políticas contabilísticas, o eventual efeito de sazonalidade em alguns setores e a qualidade da informação utilizada.

Além destes pressupostos, os gestores devem estar cientes de que a análise aos rácios é condicionada pelas suas dificuldades, pois os valores demonstrados podem ser enviesados (Breia, 2014).

Para uma análise coerente dos rácios devemos ter em conta vários aspetos da informação prestada, tais como (Breia, 2014):

- ✓ O setor de atividade;

- ✓ O tipo e a composição dos ativos e dos passivos;
- ✓ As condicionantes contabilísticas evidenciadas, por exemplo, na existência de reservas na certificação legal de contas;
- ✓ O facto de essa informação retratar, geralmente, dados históricos que podem servir de base à análise de elementos previsionais (convém não esquecer que as análises de sustentabilidade e continuidade implicam sempre alguma dose de subjetividade);
- ✓ A análise de elementos quantitativos, pelo que dois valores iguais de saldos de clientes e vendas poderão significar que, não obstante, o prazo médio de recebimento é igual a riscos e incertezas completamente diferentes quanto à transformação desses saldos em fluxos monetários;
- ✓ O facto de a análise de um conjunto de rácios poder levar a falsas comparabilidades (bastando que as empresas em questão tenham práticas contabilísticas diferentes).

Por isso, e como referido anteriormente, a utilização dos rácios ou indicadores financeiros não deverá limitar-se a uma análise estática, mas sim à sua evolução ao longo do tempo e à respetiva comparação, tanto temporal como em relação a outras empresas que atuem no mesmo setor de atividade (Breia, 2014).

Segundo Myers (1984), os rácios podem ser agrupados em quatro grupos:

- Rácios de liquidez em que a análise é essencialmente no curto prazo e em que a sua avaliação se baseia na capacidade de a empresa cumprir com o pagamento do seu passivo de curto prazo;
- Rácios de endividamento que avaliam o passivo da empresa em questão e a sua capacidade de reembolso no médio e longo prazo;
- Rácios de rendibilidade ou eficiência avaliam a eficiência na gestão dos recursos utilizados;
- Rácios de funcionamento.

Desta forma, considere-se que o estudo dos rácios deve ser efetuado com consciência do que os mesmos nos transmitem, onde a recolha de informação que os alimenta é fundamental.

A utilização dos vários rácios depende, fundamentalmente, dos objetivos da análise a efetuar. Assim, os rácios ideais para a análise de uma empresa são definidos pelos gestores e utilizadores da informação consoante o objetivo da mesma: “[o]s rácios ideais são definidos pelos gestores (...) considerando uma gestão racionalizada” (Neves, 2007: 114).

No estudo de caso deste trabalho vamos recorrer, maioritariamente, a rácios utilizados pela análise realizada pelo Banco de Portugal (BDP), de modo a encontrar uma base de comparação com o setor em Portugal e noutros Países.

4. Estudo de Caso

Nesta dissertação é realizado um estudo de caso, uma vez que “o estudo de caso contribui, de forma inigualável, para a compreensão que temos dos fenômenos individuais, organizacionais, sociais e políticos” (Yin, 2003: 21), com a realização da análise económica e financeira das concessões escolhidas para o efeito, tentando-se responder a algumas questões.

Para efeitos de comparação foram escolhidas seis concessões, três das quais (Águas do Oeste – ADO, Águas do Centro – ADC – e Águas do Zêzere e Coa – ADZC) são concessões sob a alçada e controlo do Estado, e as outras três (BeWater – Águas de Mafra, Aquapor – Águas de Cascais e Indaqua – Águas de Matosinhos) são concessões cuja gestão foi entregue a entidades privadas. A EPAL surge como a empresa de referência do setor em Portugal, de modo a obter-se, em conjunto com os indicadores do BDP, uma base de partida para a comparação.

4.1. Estrutura de capital

A estrutura de capital de uma empresa, como referido anteriormente, determina a capacidade de esta enfrentar os mercados e os concorrentes. Segundo Esperança e Matias (2010) traduz a composição das origens de fundos quer sejam com recurso a capitais próprios quer sejam alheios.

Para Brandão (2003), a estrutura de capital de uma empresa é a composição dos meios de financiamento entre capitais próprios e endividamento, e esta composição pode influenciar o valor da empresa.

No caso do setor em estudo, estando inserido num monopólio devido às suas características, não se pode colocar a questão nos termos de “enfrentar os mercados e os concorrentes”, mas sim se a estrutura de capital destas empresas permite garantir condições para se manter ou conservar independente de recursos por parte do Estado. Assim, neste trabalho vamos tentar avaliar se a estrutura de capital das concessões permite a independência necessária. Numa perspetiva de análise aos dois tipos de concessões, vamos tentar estabelecer as diferenças na estrutura de capital entre ambas.

Para diferenciarmos os dois tipos de concessão e avaliarmos as perspetivas futuras em termos de independência vamos tentar responder à questão:

- As diferenças nas estruturas de capital nas concessões públicas e nas concessões privadas, o custo do passivo e o peso desse mesmo passivo determinam a sustentabilidade das concessões?

4.2. Endividamento e investimento

O setor das Águas é um setor com elevadas necessidades de investimento. “Os serviços de águas caracterizam-se por ser uma “indústria” capital intensivo, fruto da expressão financeira dos investimentos em infraestruturas que lhe estão associados” (Narciso, Vaz, & Enteiriço, 2013).

Dada esta característica associada ao setor, é de extrema importância analisar o nível de endividamento das concessões, a comparação entre as concessões públicas e as concessões privadas, a comparação com o endividamento do País e/ou com empresas do setor homólogo noutros Países.

As concessões públicas estão dependentes da decisão por parte do acionista maioritário e este, por sua vez, está dependente da intervenção governamental.

As instruções para o SEE nos últimos anos partem de um princípio de contenção, de restrição ou até mesmo de diminuição dos níveis de endividamento.

Nas concessões a entidades privadas, o endividamento deve ter em conta dois aspetos: por um lado, os compromissos assumidos no contrato de concessão em termos de investimentos a realizar durante a duração do mesmo e, por outro, o retorno dos projetos de modo a tornar rentável o contrato de concessão.

De modo a tentarmos perceber a situação, em termos de endividamento, e as condições das concessões lidarem com esse mesmo endividamento no futuro, vamos tentar responder às seguintes questões:

- O nível de endividamento das concessões pode condicionar as estratégias futuras para desenvolvimento do setor?
- O grau de endividamento é superior nas concessões sob gestão pública ou nas concessões sob a gestão de privados, e qual a tendência desse nível de endividamento?
- Qual o custo do endividamento em ambos os casos?
- O nível de endividamento das concessões em estudo é dispare da do setor no nosso País? E em relação a outros Países?
- Quais as principais fontes de financiamento?

Estas questões a que se pretende obter resposta, irão permitir-nos perceber a atual realidade do setor das águas e qual as possibilidades de desenvolvimento do setor.

4.3. Rendibilidade

A rendibilidade é uma das variáveis analisadas pelas análises económicas e financeiras devido à importância que lhe é atribuída. A rendibilidade representa o rendimento obtido por determinada grandeza, ou seja, a comparação do rendimento líquido com o valor dessa grandeza, tais como ativos, capitais próprios, volume de negócios e outros, estando assim associada aos conceitos de retorno e de avaliação de eficiência.

No caso de uma empresa, para saber a sua rendibilidade podemos comparar os seus resultados líquidos com os seus capitais próprios, o que nos dá a rendibilidade dos capitais próprios. A rendibilidade “permite avaliar a eficiência das políticas de financiamento e investimento adotadas pela empresa, emitindo sinais de alerta quando o seu valor se encontra relativamente díspar do normal do setor de atividade” (Carmo, 2013, p. 33).

Podemos igualmente ter em conta a rendibilidade operacional dos ativos, que no caso do setor em questão e dos contratos de concessão poderá ser de relativa importância na gestão e nos resultados. “A sua construção, análise e comparação é bastante vantajosa pois permite medir a rendibilidade gerada com base nos investimentos no ativo da empresa” (Carmo, 2013, p. 33).

É importante percebermos os níveis de rendibilidade proporcionados pelas concessões em estudo. Sendo um setor de grande especificidade no que concerne aos ativos, será realizado o cálculo da rendibilidade operacional dos mesmos de modo a tentarmos responder às questões:

- Qual é a rendibilidade apresentada pelos dois modelos de concessão e qual dos dois apresenta uma maior rendibilidade dos capitais investidos?
- Comparando com o setor qual a rendibilidade retirada dos ativos em ambos os tipos de gestão das concessões?

4.4. Ativos

Os serviços de Águas, à semelhança de outros baseados em infraestruturas, têm associado um investimento em ativos fixos muito elevado e, por consequência, uma necessidade de capital intensiva e de longa duração (Marques, 2011). Este pressuposto implica que a gestão dos ativos é fundamental para a sustentabilidade do setor e das empresas em estudo.

As concessões partem do princípio de que os ativos são pertença da entidade concessionária e de que os concessionados apenas têm o seu usufruto mediante um valor estipulado.

Para empresas dependentes de ativos, importa perceber o valor que os ativos têm na gestão da empresa e em que medida isso influencia o seu desempenho.

- Qual das concessões é mais eficiente na utilização dos seus ativos?

Aquando da sua concessão é estipulado o investimento a realizar em ativos ao longo do período da mesma. A eficiência e a eficácia retiradas dos ativos são fundamentais para a formação dos resultados.

4.5.Principais diferenças entre público e privado

Como já foi referido, sendo as concessões um mecanismo que vem proporcionar ao Estado meios de evoluir, tanto a nível de eficácia e de eficiência como a nível de financiamento de projetos, importa analisar eventuais ganhos e diferenças.

Com a rigidez do Estado em relação à gestão de pessoal e a dificuldade na redução de gastos, no que se refere tanto ao pessoal, como aos gastos em geral, importa perceber as principais diferenças nas rubricas de gastos dos dois tipos de concessão em estudo.

Na comparação entre as três concessões públicas e as três concessões privadas em estudo, tentar-se-á responder a questões como:

- Qual dos dois tipos de concessão apresenta maior peso de gastos com pessoal em termos relativos?
- Há diferenciação no modo de gestão, relativamente à utilização de recursos internos ou à opção de utilização de fornecimentos e serviços externos, em ambos os tipos de concessões?
- Qual a diferenciação do peso dos gastos operacionais, nos dois tipos de concessões?
- Qual o enquadramento do peso dos gastos operacionais relativamente ao setor em Portugal?

Um dos argumentos apresentados para a origem da concessão e abertura à gestão privada, é esta ser mais eficiente na utilização de recursos, assim podemos com a resposta às questões acima enumeradas, tentar encontrar as diferenças nos dois tipos de gestão.

4.6. Comparação internacional

Não podemos encontrar uma resposta realista sem utilizarmos uma comparação deste setor, com a realidade de outros países. Esta comparação poderá ajudar a perceber a diferenciação que encontramos entre ambos os tipos de concessões. Para isso, a ajuda dos indicadores fornecidos pelo BdP permite a comparação entre a média do nosso País com a média internacional em vários países e com as concessões em estudo, pelo que formulámos a seguinte questão.

- Das perguntas acima mencionadas, podemos tentar enquadrar as concessões em estudo com o setor em outros Países, identificar as diferenças mais evidentes?

A comparação dos vários indicadores fornecidos pelo BdP e o cálculo de alguns deles para as concessões em estudo permitem perceber e posicionar as concessões em relação a Portugal e aos países mencionados.

4.7. Evolução pré-Troika – pós-Troika

O País, envolto numa crise económica acentuada a partir de 2011 que levou ao pedido de ajuda externa, assiste a uma mudança de gestão até então preconizada. A ajuda externa chega sob a forma de medidas de redução e contenção orçamental refletidas em todos os setores de atividade sob a alçada do Estado.

A redução de gastos, nomeadamente com pessoal, e a diminuição de investimentos são algumas das medidas impostas. Estas medidas levam ao reajustamento da gestão não só da estrutura estadual, bem como no dito SEE.

Impõe-se uma análise às implicações que esta mudança originou no setor das Águas para se tentar perceber as grandes diferenças da gestão antes da *troika* e depois da *troika*.

- O que mudou na gestão dos dois tipos de concessão com a intervenção da *troika*?
- Que implicações teve o período de ajuda externa na gestão e nos resultados operacionais e líquidos das concessões?

A ajuda externa, com a imposição de medidas de contenção e restrição, diminuiu a utilização de recursos para investimentos, obrigando a uma redução de gastos, entre outras implicações.

- Esta situação foi comum a ambos os tipos de concessões ou apenas às concessões públicas?

4.8. Saúde financeira do setor

Após resposta a algumas das anteriores questões, podem colocar-se as seguintes questões:

- O setor encontra-se deficitário financeiramente?
- Encontra-se em melhores ou piores condições face aos outros setores de atuação do Estado?
- Qual dos dois tipos de concessão apresenta melhor “saúde”?

Com a resposta às questões anteriores tenta-se mostrar as principais diferenças entre os dois tipos de concessões analisadas. Tenta-se, de igual modo, perceber se a opção pelo controlo ou não das concessões ganha com isso melhor eficiência e eficácia dos recursos disponíveis.

- Podemos identificar as vantagens do Estado em optar por a concessão?

5. Análise do setor

O setor das águas é um serviço público, de caráter estrutural do País, essencial ao bem-estar geral das populações, bem como para as atividades económicas, contribuindo para a criação de emprego e riqueza. Assim, sendo e apresentando-se como um setor primordial para a sustentabilidade e evolução de um País, é obrigado a obedecer a um conjunto de princípios, tais como o acesso, a continuidade do serviço, a eficiência e custos para o utilizador com valores equitativos.

Em Portugal, este setor apresenta algumas especificidades que criam dificuldades na definição do melhor e mais eficaz modelo de gestão para este setor. A disparidade em quantidade, bem como em heterogeneidade de entidades gestoras, torna-se só por si uma dificuldade elevada na adoção e definição do modelo de gestão adequado. Aliado a essas dificuldades, pode-se acrescentar que se trata de um serviço que funciona em monopólio pelos diversos motivos, havendo lugar apenas uma entidade gestora por área de atuação, algo que limita as opções de escolha dos seus utilizadores.

Em termos económicos, numa perspetiva macro, este setor apresenta um valor económico acrescentado, visto o seu desenvolvimento em termos futuros, permitir um maior desenvolvimento em termos de crescimento, investimento e criação de emprego.

Subdividido em dois serviços distintos, o de saneamento de águas de residuais e o de abastecimento de águas potáveis, o setor das águas enquadra-se num tipo de indústria de rede, dando assim o mote a uma configuração de infraestruturas propensas a situações de monopólio natural, onde se encontram custos fixos e investimentos iniciais muito elevados e longos períodos de retorno do investimento.

Em Portugal, devido essencialmente a uma grande dispersão populacional, existem cerca de 320 sistemas de abastecimento de água potável, em que cerca de metade se considera de pequenas dimensões, ou seja, abastece água potável a populações inferiores a 10.000 habitantes.

Para uma melhor compreensão e de modo a facilitar uma posterior comparação com as empresas em análise neste trabalho vamos tentar identificar alguns indicadores.

PRINCIPAIS INDICADORES DO BANCO DE PORTUGAL

O Bdp recolhe dados contabilísticos das empresas que têm como fonte de informação, a Informação Empresarial Simplificada (IES).

Com uma recolha das contas e das demonstrações financeiras das empresas do setor das águas, filtrado pelo código de atividade empresarial (CAE) retira-se os indicadores que consideramos, os que mais refletem as discrepâncias existentes nas empresas em estudo (tabela 5.1).

Tabela 5.1 - Indicadores económicos da média do setor entre 2010 e 2014

	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%)	32,84%		34,72%		34,61%		31,01%		43,00%
EBITDA / VN		1,88%		-0,11%		-3,59%		11,98%	
Margem EBIT (%)	12,15%		14,74%		14,99%		10,42%		20,88%
EBIT / VN		2,60%		0,25%		-4,57%		10,47%	
Autonomia Financeira (%)	28,32%		29,02%		29,39%		29,98%		27,04%
Capital próprio / AT		0,70%		0,36%		0,60%		-2,95%	
ROE (%)	3,33%		3,80%		3,50%		0,98%		5,47%
RL / CP		0,46%		-0,29%		-2,53%		4,50%	
ROA (%)	2,02%		2,69%		2,75%		1,90%		3,32%
EBIT / AT		0,66%		0,06%		-0,85%		1,42%	
Debt to Equity (%)	118,39%		115,51%		115,90%		111,80%		137,65%
End. Bancário / CP		-2,88%		0,38%		-4,10%		25,85%	
Liquidez (%)	51,96%		66,52%		66,21%		75,97%		73,77%
A. Corrente / P. Corrente		14,56%		-0,31%		9,76%		-2,20%	
Peso dos G. Fin. no VN (%)	4,56%		6,62%		7,31%		6,89%		7,44%
G.Financeiros/VN		2,06%		0,69%		-0,42%		0,55%	
Peso G. Fin. no EBITDA (%)	13,89%		19,08%		21,12%		22,22%		17,31%
G.Financeiros /EBITDA		5,19%		2,05%		1,09%		-4,91%	
Rotação do ativo (n.º vezes)	0,166		0,182		0,183		0,182		0,159
VN / AT		1,57%		0,12%		-0,13%		-2,31%	
Rot. ativo intangível (n.º vezes)	0,370		0,409		0,417		0,406		0,316
VN / A. Intangível		3,88%		0,77%		-1,06%		-9,06%	
Peso G. Pessoal (%)	22,01%		19,76%		19,04%		20,75%		18,41%
G. Pessoal / VN		-2,25%		-0,72%		1,72%		-2,34%	
P. G. Pessoal no EBITDA (%)	67,01%		56,91%		55,01%		66,92%		42,82%
G. Pessoal / EBITDA		-10,10%		-1,90%		11,91%		-24,10%	

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos elementos da Central de Balanços do Banco de Portugal)

O setor das águas em Portugal, apresenta uma **margem EBITDA** média, nos cinco anos em análise, de 35.24%. Entre os anos 2010 e 2013 este valor pautou-se pela regularidade, apenas se distinguindo em 2014 com um aumento de 12 pontos percentuais, situando-se nos 43%.

Este aumento denota uma melhoria na produtividade e eficiência, em 2014, no setor em geral, mas não temos em consideração uma possível degradação da qualidade do serviço.

Tendo em consideração a **margem EBIT**, esta, segue a mesma tendência da margem EBITDA, apresentando entre 2010 e 2013 uma relativa estabilidade, aumentando em 2014 em 10 pontos percentuais situando-se nos 20.88%. A média dos cinco anos situou-se nos 14.64%.

Estes dois indicadores permitem perceber uma ligeira melhoria operacional em 2014, sobrepondo-se assim à estabilidade apresentada até então.

Em relação à estabilidade financeira apresentada pelo setor, podemos analisar a **autonomia financeira (AF)** do mesmo, a qual apresenta uma média de 28.75% nos cinco anos em consideração, tendo um ligeiro agravamento em 2014, situando-se nos 27.04%.

Entre 2010 e 2014 este indicador apresentou poucas oscilações, registando apenas uma ligeira diminuição em 2014 face a 2013. Os valores apresentados pelo setor neste indicador mostram uma significativa dependência de capitais alheios para financiar os seus ativos.

O **ROE** do setor entre 2010 e 2012 situou-se numa média de 3.5% e mostrando uma estabilidade nos três anos referidos. Em 2013, verificou-se uma redução de 0.98%, demonstrando uma diminuição do rendimento dos capitais próprios.

Em 2014, este indicador melhora significativamente face a 2013, no setor das águas, registando um ROE de 5.47%. A média do ROE nos cinco anos situa-se 3.42%, em consonância com os três primeiros anos em análise.

Em relação à rentabilidade operacional retirada dos ativos, no setor entre 2010 e 2014, verifica-se uma média de 2.53% revelando reduzida capacidade de absorção de gastos financeiros. Também no **ROA** se reflete a melhoria significativa registada no ROE em 2014.

O endividamento ou **Debt to Equity** do setor das águas, em média dos anos analisados, situa-se nos 119.85% do capital próprio. O nível de endividamento entre 2010 e 2013 apresenta uma tendência de diminuição, impulsionada pelas instruções do Estado para o SEE, começando em 2010 nos 118.39% e acabando em 2013 nos 111.80%. Em 2014, o endividamento em relação ao capital próprio inverteu a tendência até então, e registou um aumento de 26 pontos percentuais situando-se nos 137.65%.

A **liquidez** mostra nos que o setor pode ter algumas eventuais dificuldades na sua gestão de tesouraria e na liquidação das suas obrigações de curto prazo, com uma liquidez média de 66.89%, o seu ativo corrente é inferior ao seu passivo corrente. A liquidez apresenta uma

tendência de melhoria tendo apresentado em 2010 um valor de 51.96% e finalizando em 2014 com uma liquidez de 73.77%.

O **peso dos gastos financeiros no volume de negócios** nos cinco anos em análise tem demonstrado uma tendência de aumento. Em 2010 esta relação situava-se nos 4.56% tendo chegado a 2014 nos 7.44%. A média do setor entre os anos 2010 e 2014 situa-se nos 6.54%, mas como referido com uma tendência de aumento, o que nos demonstra um aumento da dependência dos capitais alheios, aliás evidenciado no *debt to equity*.

Se relacionarmos o **peso dos gastos financeiros em relação ao EBITDA**, demonstram a mesma tendência em relação ao volume de negócios, excetuando em 2014 que beneficia de uma melhoria significativa da margem EBITDA, melhorando esta relação. A média do setor situa-se em 18.72%.

A **Rotação do ativo total** do setor situa-se em média nos 0.18, sendo o número de vezes que transforma o valor dos seus ativos em vendas. Se fizermos esta comparação relativamente aos ativos intangíveis o valor da **rotação dos ativos intangíveis** regista-se nos 0.386. Esta consideração relativamente aos ativos intangíveis realiza-se devido às imposições das concessões, em que os ativos são concessionados e não propriedade da entidade concessionária.

Uma das grandes rubricas de gastos do setor é os gastos com pessoal, assim se analisarmos os **gastos com pessoal em relação ao volume de negócios** do setor, estes apresentam uma média de 19.99% nos cinco anos em análise. Em 2010 o setor apresentava um peso de gastos com pessoal de 22.01%, reduzindo este valor até aos 18.41% apresentados em 2014. Esta redução evidencia-se especialmente entre 2013 e 2014.

Se relacionarmos os **gastos com pessoal em relação com o EBITDA**, estes apresentam uma média de 57.73% nos cinco anos em análise. Em 2010, o setor apresentava um peso de gastos com pessoal de 67.01%, reduzindo este valor até aos 42.82% apresentados em 2014. A redução entre 2013 e 2014 situa-se nos 24%, muito superior à redução evidenciada comparando com o volume de negócios. Esta situação deve-se à melhoria evidenciada nos resultados operacionais do setor.

6. Realidade internacional

De modo a podermos perceber a realidade das concessões públicas e privadas tentamos comparar com alguns indicadores fornecidos pelo Banco de Portugal. O BdP faz a compilação de indicadores comparativos de alguns Países europeus, tais como, a Bélgica, a Espanha, a França e a Itália.

Nesta comparação, estamos limitados aos indicadores fornecidos pelo BdP, não sendo possível a utilização de alguns dos indicadores escolhidos para a execução deste trabalho. Assim, em 2010 podemos verificar na tabela 6.1 que as concessões públicas e o setor em Portugal obtêm os piores valores na maioria dos indicadores definidos.

Tabela 6.1 - Comparação internacional 2010

2010		Bélgica	Espanha	França	Itália	Portugal	Públicas	Privadas
Rotação do ativo	VN/AT	0,289	0,257	0,490	0,267	0,151	0,065	0,493
Peso G. Pessoal no EBITDA	G. Pessoal / EBITDA	58,01%	57,54%	76,46%	51,08%	37,82%	26,21%	63,96%
ROE	RAI/CP	2,21%	8,61%	16,56%	5,80%	6,34%	-7,19%	34,35%
RV	RAI/VN	4,22%	17,84%	8,88%	6,24%	10,40%	-8,74%	9,60%
Autonomia Financeira	Capital próprio/AT	55,33%	53,29%	26,29%	28,78%	24,77%	5,83%	13,78%

Fonte: Elaboração própria

A rotação de ativo, é um indicador que procura medir o grau de eficiência de utilização dos ativos, sendo a França é o país que se destaca com 49% de grau de eficiência. O setor em Portugal situa-se abaixo dos Países analisados obtendo uma média de 15.10%. Comparando as concessões, verificámos que as que se encontram sob domínio público apresentam a menor eficácia na gestão dos seus ativos, obtendo 6.58%, contrapondo com as privadas que estão acima da média dos Países analisados, sendo mesmo as que apresentam mais eficácia com 49.3%.

No peso dos gastos de pessoal no EBITDA, a média dos quatro Países analisados situa-se nos 60.77%, sendo que a França se destaca perante os restantes com 76.46%. Portugal situa-se abaixo de qualquer dos outros Países, com um peso de gastos com pessoal de 37.82% sob o EBITDA. Existem vários fatores possíveis de influenciar esta discrepância, como por exemplo, o nível salarial praticado no País, associado ao poder de compra de cada um deles. Em relação às concessões verifica-se uma grande diferença entre as públicas e as privadas, em que se verifica que as privadas têm um peso mais significativo de gastos com pessoal no EBITDA situando-se nos 63.96%, enquanto, as públicas situam-se nos 26.21%. As concessões privadas encontram-se em consonância com a realidade nos outros Países europeus aqui analisados. Outro indicador utilizado pelo BdP é constituído pelos resultados antes impostos (RAI) sobre o CP, o qual, nos

dá a rendibilidade dos capitais próprios, expurgando o efeito dos impostos diretos. O nível de impostos é diferente em cada País, pelo que, utilizando o RAI, expurga-se o efeito dos impostos, permitindo-nos uma comparação mais fiável em relação à rendibilidade dos capitais.

Assim, analisando os diversos Países, podemos verificar que o ROE¹ é discrepante entre eles, em que, a França obtém os melhores resultados com um ROE de 16.56% e a Bélgica retira uns 2.21% de rendibilidade. Portugal situa-se nos 6.34% no setor em questão. Comparando os dois tipos de concessões podemos verificar que as concessões privadas se situam nos 34.35%, acima de qualquer uma das médias dos Países analisados. As concessões públicas apresentam valores negativos devido a duas das concessões analisadas apresentarem um RAI negativo.

Em relação à rendibilidade das vendas² (RV), podemos verificar que neste indicador, ao contrário do que sucedia no indicador anterior, em que as concessões privadas eram a que mais rendibilidade tiravam comparando com os outros Países, aqui não acontece. As concessões privadas apresentam uma RV de 9.60% estando em consonância com a RV de Portugal, situada nos 10.40%. Mas, comparando com outros Países, verificamos que a Espanha é o País que maior RV retira com 17.84%. As concessões públicas analisadas, com valores de RAI negativos, indicam que não tiram rendibilidade das vendas.

No que concerne à AF, podemos verificar que a Bélgica e a Espanha apresentam uma AF acima dos 50% e que a França e a Itália, em consonância com Portugal se situam entre os 24% e os 26%. As concessões privadas apresentam um valor de 13.78% de autonomia financeira, bem abaixo dos valores do setor na Europa, considerando os países analisados. As concessões públicas são as que mais dependem de capitais externos, apresentando uma AF de 5.83%.

Tabela 6.2 - Comparação internacional 2013

2013		Bélgica	Espanha	França	Itália	Portugal	Públicas	Privadas
Rotação do ativo	VN/AT	0,251	0,198	0,434	0,267	0,182	0,081	0,351
Peso G. Pessoal no EBITDA	G. Pessoal / EBITDA	51,98%	50,04%	82,32%	44,22%	39,76%	21,47%	47,17%
ROE	RAI/CP	1,49%	-0,04%	6,00%	7,58%	3,45%	-14,68%	23,60%
RV	RAI/VN	3,13%	-0,97%	2,67%	8,88%	5,68%	-7,37%	8,98%
Autonomia Financeira	Capital próprio/AT	52,91%	20,36%	19,29%	31,36%	29,98%	4,43%	11,86%

Fonte: Elaboração própria

¹ ROE - Calculado em função do RAI, ou seja, (RAI/CP) expurgando assim o efeito dos impostos.

² RV - Calculado em função do RAI, ou seja, (RAI/VN) expurgando assim o efeito dos impostos

Como podemos verificar na tabela 6.2, que nos dá os mesmos indicadores em 2013, não houve alterações significativas em maior parte deles.

Na rotação de ativo, a França mantém-se como o destaque, apesar de ter diminuído relativamente a 2010. Na maioria dos países analisados houve um agravamento deste indicador, com exceção da Espanha que obteve uma melhoria de 6 pontos percentuais. De notar que os valores apresentados pelas médias das concessões, as concessões públicas apresentam uma melhoria da rotação do ativo, enquanto as concessões privadas apresentam uma degradação deste mesmo indicador, em consonância com o registado na maioria dos Países analisados.

No peso dos gastos de pessoal no EBITDA, podemos verificar que a Bélgica, Espanha e Itália tem um agravamento deste indicador, mostrando um aumento do peso dos gastos com pessoal sobre os seus resultados operacionais. Portugal, assim como ambos os tipos de concessões demonstram uma redução deste indicador, muito fruto das imposições e restrições impostas devido ao acentuar da crise económica.

Na demonstração do ROE podemos verificar, que houve uma degradação da rendibilidade dos capitais próprios na generalidade, sendo exceção a Itália com uma ligeira melhoria. Espanha apresenta a variação maior passando dos 8.61 apresentados em 2010 para deixar de obter rendibilidade em 2013. Relativamente a RV, podemos verificar a mesma tendência ocorrida no ROE, apenas notando uma melhoria deste indicador na Itália.

No indicador da autonomia financeira, Itália e Portugal demonstram uma melhoria, aumentando a sua AF e por consequência diminuindo a sua dependência dos capitais alheios. Bélgica, Espanha e França ao contrário dos dois Países anteriormente referidos aumentam a sua dependência de capitais alheios.

7. Empresa de Referência

7.1. EPAL

A EPAL é uma empresa de referência no setor da captação, transporte e distribuição de águas limpas em Portugal. Com vários anos de existência e de experiência, servirá como base de comparação nesta dissertação para que se possa encontrar uma referência para o estudo em questão.

APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A EPAL foi constituída em 1974, altura em que foi nacionalizada, tendo sucedido à antiga e centenária empresa privada concessionária do abastecimento de água a Lisboa, a CAL. Assim, é criada a empresa pública de águas com a denominação EPAL – Empresa de Águas de Lisboa.

Em 1981 a designação é alterada para EPAL – Empresa Pública das Águas Livres, e assim se mantém até 1991. É então transformada em sociedade anónima de capitais públicos, passando então a designar-se por EPAL – Empresa Pública das Águas Livres, S.A.

Esta nova realidade vem, de certo modo, impulsionar o desenvolvimento e o crescimento da empresa, proporcionando uma maior flexibilidade de gestão de modo a colocar a sua missão em prática com uma maior versatilidade e a aumentar o seu desenvolvimento estratégico.

Em 1993, com as novas linhas orientadoras inerentes à entrada de Portugal na CEE, a EPAL é integrada no grupo ADP, criado então para a gestão do serviço de abastecimento de águas em Portugal. Assim, e até aos dias de hoje, a EPAL torna-se uma empresa integrante do grupo ADP, inserida no denominado SEE, e encontra-se sujeita ao enquadramento legal subjacente a esta qualificação.

A EPAL é a única empresa portuguesa de águas sob titularidade do Estado em que o modelo de gestão é um modelo baseado na delegação.

“Apesar de na descrição dos modelos de gestão de sistemas de titularidade estatal constante do já citado Decreto-Lei n.º 92/2013, de 11 de julho, não estar expressamente previsto, existe em Portugal, por razões históricas, um modelo de gestão delegada de titularidade estatal” (ERSAR, 2014).

O Estado, através deste modelo de gestão, detém e controla em exclusivo a empresa, mas transfere para esta o cumprimento do seu objeto de funcionamento ou de execução das

atividades inerentes aos seus estatutos (captação, tratamento, adução e distribuição de água para consumo humano na cidade de Lisboa e distribuição em alta nos concelhos limítrofes).

Em 2014, abasteceu, em média 526 212 m³ de água por dia, distribuídos por uma área de 7095 km² e servindo 349 151 clientes diretos inseridos no abastecimento denominado em baixa, e abastece em alta um total de 35 municípios (EPAL, S.A., 2014).

ESTRUTURA ACIONISTA

O grupo ADP é o único acionista da EPAL, tendo sido criado pelo Estado para a gestão de serviço público de abastecimento de água em Portugal.

ANALISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

A EPAL apresenta um volume de negócios estável ao longo dos anos, com uma ligeira redução nos últimos anos provocado pela tendência de redução de água abastecida e faturada apresentada nos últimos anos. Tratando-se da principal fonte de geradora dos resultados finais, a venda de água assume uma influência significativa no volume de negócios.

Em 2014, o decréscimo do volume de água vendido foi o principal motivo da redução em 0,8% do volume de negócios face ao ano anterior (gráfico 7.1).

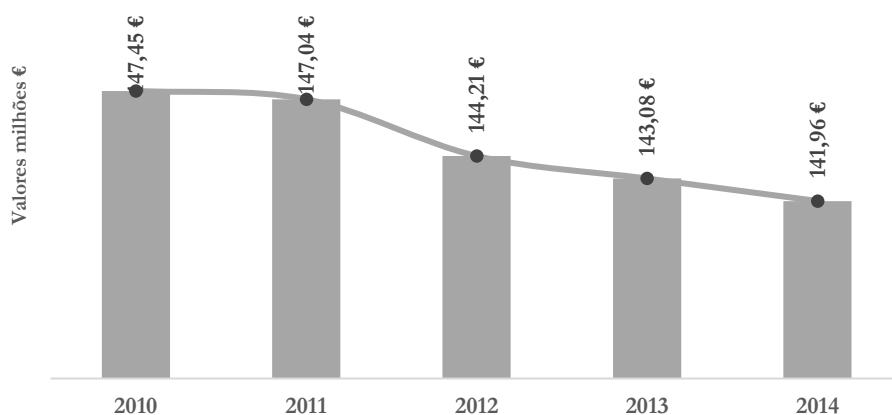


Gráfico 7.1 - Evolução do volume de negócios da EPAL entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da EPAL)

A variação no valor de volume de negócios entre 2009 e 2014 – os anos limiares utilizados para a elaboração deste estudo – apresenta uma redução de 4,9%.

Inerente à redução do volume de negócios poderia estar a redução dos resultados líquidos da empresa, mas esta situação não se verifica, devido a uma compensação no valor dos gastos. Os

resultados líquidos, em 2014, contrariamente ao valor do volume de negócios, o qual atingiu o valor mais baixo nos anos em análise, atingiram um valor de 54 milhões de euros, valor este que em relação ao ano anterior, registou um aumento de 35,2%, na ordem dos 14 milhões de euros.

A redução significativa em fornecimentos e serviços externos e nos gastos com pessoal, compensa a quebra nas vendas e prestações de serviços, o que levou a um aumento dos resultados operacionais registados pela empresa em 2014 face a 2013.

Entre 2010 e 2014, a EPAL registou valores médios de resultados líquidos na ordem dos 45 milhões de euros, como se pode verificar no gráfico 7.2.

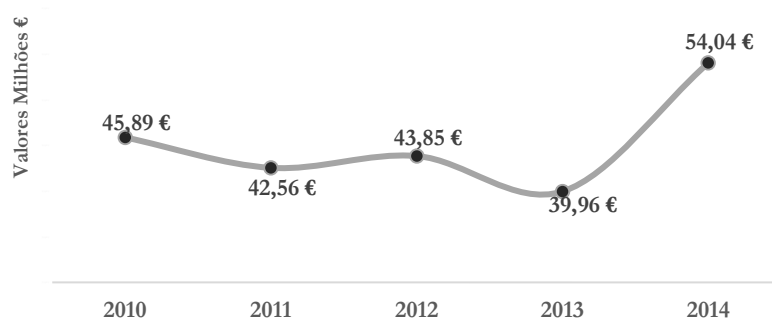


Gráfico 7.2 - Evolução dos resultados líquidos da EPAL entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da EPAL)

Os rendimentos totais em 2014 apresentam uma variação positiva de 6,5% relativamente ao ano de 2013, invertendo a tendência de diminuição apresentada nos anos anteriores.

A rubrica de outros rendimentos e ganhos operacionais teve especial relevância na obtenção dos rendimentos registados em 2014, devido à venda de um terreno à Câmara Municipal de Lisboa o qual foi considerado um rendimento pontual, mas por causa do valor envolvido assume especial significado nos rendimentos totais.

Em 2010, contribuindo para os seus rendimentos totais, a EPAL juntou uma adenda a um protocolo de colaboração com a Câmara Municipal de Lisboa, através da qual foi possível reverter uma provisão anteriormente constituída no valor de 10,6 milhões de euros.

Na tabela 7.1 podemos verificar os valores relativos às rubricas de rendimentos e respetivas variações nos anos em análise.

Tabela 7.1 - Variações nas rubricas de rendimentos da EPAL entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Volume de negócios	147,45	-0,3%	147,04	-1,9%	144,21	-0,8%	143,08	-0,8%	141,96
Subsídios ao investimento	1,87	0,5%	1,88	-33,5%	1,25	1,9%	1,28	0,0%	1,28
Reversão de Provisões e ajustamentos	10,94	-98,4%	0,18	367,5%	0,83	-100,0%	0,00	0,0%	0,00
Outros rendimentos e ganhos operacionais	2,40	28,2%	3,07	39,6%	4,29	-39,3%	2,60	458,1%	14,53
Juros e rendimentos similares	1,46	151,9%	3,68	-5,8%	3,46	-19,2%	2,80	-36,1%	1,79
Rendimentos Totais	164,13	-5,0%	155,85	-1,2%	154,04	-2,8%	149,76	6,5%	159,55

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da EPAL)

No que concerne aos gastos, e em consonância com os objetivos definidos no Orçamento de Estado (OE) para o SEE, têm-se verificado reduções significativas ao longo dos últimos anos.

A redução entre extremos, no período em análise, foi de 19%, o equivalente a um valor perto dos 20 milhões de euros. Face a 2013, a redução em 2014 situou-se nos 11%, com especial incidência nos fornecimentos e serviços externos e nos gastos com o pessoal. Os gastos totais sofreram uma forte redução no último ano em análise, compensando assim a redução ocorrida no volume de negócios e tendo um impacto positivo na formulação dos resultados líquidos.

Numa das mais significativas rubricas de gastos, os gastos com pessoal, a EPAL tem vindo a registar uma redução significativa em valores remuneratórios praticados, fruto do contexto macroeconómico vivido pelo País e das indicações inscritas na lei do OE sobre as restrições impostas ao SEE. No final de 2014 a empresa apresentava um número de trabalhadores de 768, vinte dos quais com contratos a termo certo. Contava ainda com 273 trabalhadores em regime de prestação de serviços.

Com a redução de número de trabalhadores, em conjunto com outras reduções remuneratórias a EPAL entre 2009 e 2014 reduziu os seus custos com o pessoal; comparando os extremos do período em análise, verifica-se que em 2014 houve uma redução de 14 milhões de euros anuais relativamente a 2009, o que significa uma diminuição percentual de 38 pontos.

Apesar da estabilidade em termos do número de empregados, o seu custo *per capita* reduziu-se significativamente. Em 2009 o custo de um empregado com todas as rubricas associadas (remuneração, benefícios, encargos sociais, etc.) situava-se nos 47 790 € anuais por empregado. Em 2014, e com o mesmo número de empregados, pode verificar-se que os custos anuais por

cada um diminuíram para os 29 560 €, nomeadamente devido a restrições orçamentais impostas pela LOE.

A estrutura de gastos que a EPAL apresenta poderá ser dividida em três categorias de maior evidência: o fornecimento e serviços externos; os gastos com pessoal; as depreciações e perdas de imparidade. Refira-se ainda uma quarta categoria, de menor relevância no conjunto final, onde se poderão incluir os restantes gastos apresentados.

A EPAL apresenta um total de 83,680 milhões de euros em gastos totais no ano de 2014, sendo que, ao analisarmos e dividirmos esses gastos pelas categorias acima descritas, a maior fatia corresponde aos fornecimentos e serviços externos, com 35% dos gastos totais, contabilizando cerca de 29 milhões de euros. Os gastos com pessoal, contabilizados em cerca de 22.5 milhões de euros, representam 27% e as amortizações, depreciações e perdas de imparidade representam 29%, com os restantes gastos a reunirem 9% do total.

A rubrica de fornecimentos e serviços externos apresentou uma redução de 10 149 milhões de euros entre os dois anos descritos, enquanto a rubrica de gastos com pessoal registou uma redução de 8 994 milhões de euros. A redução do volume de negócios, anteriormente referida, e a compensação na redução de gastos, mantém uma margem e um *cash-flow* operacionais com valores estáveis. Em 2014, a margem operacional representou 72,15% do volume de negócios da empresa – um incremento de 25,77% face a 2013. Este incremento deveu-se não só ao aumento dos rendimentos operacionais, como também à redução dos gastos operacionais, tendo sido assim valorizado a gestão operacional da EPAL.

O gráfico 7.3, abaixo representado, mostra-nos a evolução dos resultados operacionais da EPAL entre os anos 2010 e 2014.

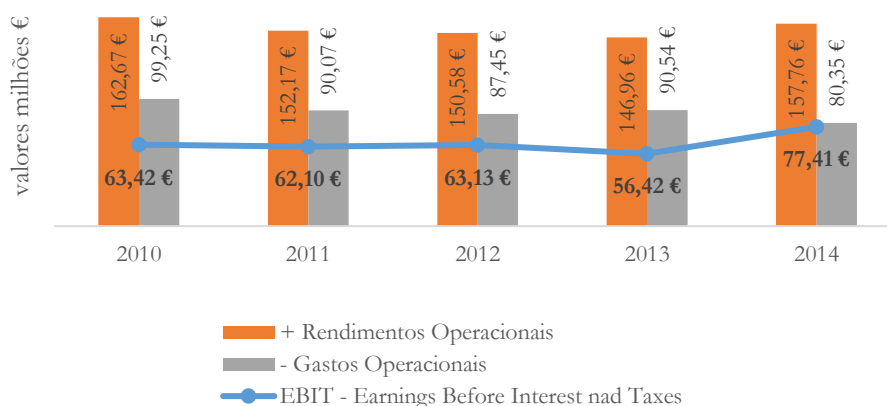


Gráfico 7.3 - Evolução dos resultados operacionais da EPAL entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da EPAL)

Nos seus resultados financeiros a EPAL indo de encontro com a “crise económica” que o País atravessa associada à crise bancária nacional e internacional, obrigaram os bancos a reduzir drasticamente as remunerações dos capitais ao seu dispor.

Na tabela 7.2 podemos verificar a evolução dos resultados financeiros entre 2010 e 2014 apresentados pela EPAL.

Tabela 7.2 – Evolução dos resultados financeiros da EPAL entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Rendimentos	1,46	151,9%	3,68	-5,8%	3,46	-19,2%	2,80	-36,1%	1,79
Gastos	-4,35	34,6%	-5,85	-13,9%	-5,04	-24,9%	-3,78	-12,0%	-3,33
Total	-2,89	-24,7%	-2,17	-27,7%	-1,57	-37,5%	-0,98	56,6%	-1,54

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da EPAL)

O endividamento de médio e longo prazo, face às instruções delineadas para o País e para o setor, tem mantido a tendência de redução, passando dos 239 milhões apresentados em 2010 para os 170 milhões de euros em 2014. A limitação de novos investimentos e a consecutiva amortização na ordem dos 17 milhões anuais, cumprindo os planos previstos, permitem a redução do endividamento junto das entidades bancárias.

As empresas inseridas no setor das águas apresentam características em que é evidenciado grandes valores de ativos, a EPAL, apresenta nas suas contas um total de ativo no valor de 865 milhões de euros referente a 2014. O ativo não corrente representa 88% do ativo total valorizado em 762 milhões de euros, enquanto o ativo corrente valoriza 104 milhões de euros, representando os restantes 12% do ativo total. Em relação ao passivo não corrente, o mesmo representa 80% do passivo total e o passivo corrente, os restantes 20% do passivo total.

A tabela 7.3 mostra-nos um fundo de maneo significativamente positivo e os pesos relativos do ativo e passivo correntes e não correntes.

Tabela 7.3 - Posição financeira da EPAL entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Total do ativo não corrente	803,99	-1,5%	791,54	-1,8%	777,21	-2,8%	755,49	0,8%	761,57
Total do ativo corrente	112,87	-2,0%	110,63	-2,5%	107,87	0,3%	108,25	-4,3%	103,58
Total do ativo	916,85	-1,6%	902,16	-1,9%	885,09	-2,4%	863,73	0,2%	865,15
Total do passivo não corrente	334,61	-6,4%	313,22	-7,0%	291,37	-8,1%	267,84	-8,8%	244,36
Total do passivo corrente	76,14	-15,3%	64,52	-5,9%	60,75	-1,8%	59,63	-1,1%	58,99
Total do Passivo	410,74	-8,0%	377,75	-6,8%	352,12	-7,0%	327,47	-7,4%	303,35

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da EPAL)

PRINCIPAIS INDICADORES

Na tabela 7.4. podemos visualizar uma análise realizada aos principais indicadores económicos e financeiros da EPAL, retirados e calculados com base na apresentação de contas explanada nos relatórios e contas.

Tabela 7.4 - Indicadores económicos da EPAL entre 2010 e 2014

	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%)	58,97%		58,83%		60,97%		56,91%		72,15%
EBITDA / VN		-0,13%		2,14%		-4,06%		15,24%	
Margem EBIT (%)	43,01%		42,24%		43,78%		39,43%		54,53%
EBIT / VN		-0,77%		1,54%		-4,34%		15,10%	
Autonomia Financeira (%)	55,20%		58,13%		60,22%		62,09%		64,94%
Capital próprio / AT		2,93%		2,09%		1,87%		2,85%	
ROE (%)	9,07%		8,11%		8,23%		7,45%		9,62%
RL / CP		-0,95%		0,11%		-0,78%		2,17%	
ROA (%)	6,92%		6,88%		7,13%		6,53%		8,95%
EBIT / AT		-0,03%		0,25%		-0,60%		2,42%	
Debt to Equity (%)	49,82%		45,81%		41,96%		38,37%		33,44%
End. Bancário / CP		-4,01%		-3,85%		-3,59%		-4,93%	
Liquidez (%)	148,24%		171,45%		177,58%		181,53%		175,57%
A. Corrente / P. Corrente		23,21%		6,13%		3,95%		-5,95%	
Peso dos G. Fin. no VN (%)	1,96%		1,48%		1,09%		0,69%		1,08%
G.Financeiros/VN		-0,48%		-0,39%		-0,40%		0,40%	
Peso G. Fin. no EBITDA (%)	3,32%		2,51%		1,79%		1,21%		1,50%
G.Financeiros /EBITDA		-0,81%		-0,73%		-0,58%		0,30%	
Rotação do ativo	0,160		0,163		0,162		0,165		0,164
VN / AT		0,22%		-0,01%		0,27%		-0,16%	
Rot. ativo intangível	N/A		N/A		N/A		N/A		N/A
VN / A. Intangível									
Peso G. Pessoal (%)	21,47%		17,51%		15,89%		17,64%		15,96%
G. Pessoal / VN		-3,95%		-1,63%		1,76%		-1,68%	
P. G. Pessoal no EBITDA (%)	36,40%		29,77%		26,06%		31,00%		22,12%
G. Pessoal / EBITDA		-6,64%		-3,71%		4,94%		-8,88%	

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da EPAL)

A EPAL regista uma **margem EBITDA** (antes das amortizações e provisões), em 2014 de 72.15%. Ao longo dos anos em análise demonstra um ligeiro crescimento, mais acentuado em 2014. A média da margem EBITDA entre 2010 e 2014 situa-se nos 61.6%.

Tendo em conta o EBITDA, e retirando deste as depreciações, amortizações e provisões, obtemos a **margem EBIT**, na qual segue a mesma tendência da margem EBITDA, situando-se a média dos cinco anos nos 44.6%.

Ambos os indicadores apresentam uma ligeira melhoria situada em cerca de 15% relativamente a 2013, indicando uma melhoria a nível operacional e uma maior eficácia. A estabilidade financeira da EPAL, permite obter uma **AF** situada em média nos 64.9%, este indicador

demonstra uma tendência de crescimento, tendo melhorado em 9 pontos percentuais entre 2010 e 2014.

O **ROE**, ou seja, a rentabilidade dos capitais próprios por ano na EPAL situa-se, entre os anos 2010 e 2014, em média nos 8.5%. Entre os anos 2010 e 2013 verificou-se um ligeiro decréscimo do ROE, situando-se em 2013 nos 7.45%. Em 2014, essa tendência inverteu-se, registando uma rentabilidade de 9.62% sendo a mais elevada dos anos em análise.

A rentabilidade operacional retirada dos ativos ou **ROA**, na EPAL, considerando os anos em análise, verifica-se uma rentabilidade média de 7.28%. Em 2014, registou-se um ligeiro aumento face aos anos anteriores, situando-se nos 8.95% contrapondo aos 6.53% registados em 2013

O **Debt to Equity** em relação com o capital próprio representa, em 2014, 33.44% do capital próprio. A média dos anos em análise situa-se nos 41.88%. Desde o ano 2010 que a EPAL, em consonância com os principais objetivos delineados para o SEE descritos nos orçamentos de Estado, tem vindo a reduzir o seu endividamento bancário. Assim, demonstra-se uma tendência de redução de ano para ano passado dos 49.82% registados em 2010 para os 33.44% em 2014, representando uma redução de 16.38% pontos percentuais.

Os ativos correntes da EPAL permitem fazer face aos passivos correntes, permitindo assim uma almofada financeira e um fundo de maneo capaz de gerar **liquidez** em caso de necessidades imediatas. Em média entre o ano 2010 e o ano 2014 a liquidez da EPAL situa-se nos 170.87%, demonstrando assim uma boa capacidade de solver necessidades imediatas, ou no curto prazo.

O **peso dos gastos financeiros** da EPAL representa em 2014, 1.08% do **volume de negócios** realizado. Esta percentagem, desde 2010 que apresenta uma tendência de redução, em virtude dos objetivos de redução de dívida ou endividamento do SEE. Por outro lado, o custo do financiamento face à realidade atual a nível económico e financeiro do País e da Europa tem diminuído. Em comparação com anterior indicador podemos analisar **os gastos financeiros em relação ao EBITDA**. Assim, os gastos financeiros representam em média 2.07% do EBITDA. Esta percentagem tem apresentado, igualmente como o anterior indicador, uma tendência de redução entre 2010 e 2013, apenas revelando um ligeiro aumento de 0.30% em 2014 face a 2013.

A **rotação dos ativos** na EPAL devido a um elevado valor de ativos face ao seu VN, este indicador situa-se em 0.16, ou seja, o número de vezes que os ativos são convertidos em vendas.

A EPAL não regista ativos intangíveis por isso não podemos tomar em conta o indicador de **rotação dos ativos intangíveis**.

Os gastos com pessoal, como os gastos financeiros, desde 2010 obtiveram diretrizes por parte da estratégia para o SEE de redução dos custos com os mesmos. Em 2010, **os gastos com pessoal em relação ao volume de negócios** representavam 21.47%, passando em 2011 para 17.51% evidenciando uma redução de 3.95% de acordo com as diretrizes assumidas. Após 2011, os gastos com pessoal oscilam entre os 15% e os 17% do volume de negócios.

Numa comparação dos **gastos com pessoal em relação ao EBITDA** podemos verificar que os mesmos representam uma média de 29.07%. Em 2010 estes representavam 36.40% do EBITDA apresentando uma tendência de redução nos anos seguintes, apenas com uma ligeira oscilação em 2013 em que se situou nos 31%. Em 2014 essa redução atingiu os 22.12% do valor do EBITDA.

8. Concessões Públicas

8.1. Águas do Oeste

APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

Na linha da reestruturação do setor das Águas em Portugal, a criação da Águas do Oeste, S.A. (ADO) é feita em novembro de 2000, sustentada pelo DL n.º 305-A/2000, tendo a empresa obtido a concessão do serviço de abastecimento e saneamento de águas da região do Oeste.

Assim, esta concessão ficou responsável pela captação, tratamento e distribuição de água para consumo público, bem como pelo saneamento dos 15 municípios envolvidos neste sistema multimunicipal: Alcobaça, Alenquer, Arruda dos Vinhos, Azambuja, Bombarral, Cadaval, Caldas da Rainha, Lourinhã, Mafra, Nazaré, Óbidos, Peniche, Rio Maior, Sobral de Monte Agraço e Torres Vedras.

ESTRUTURA ACIONISTA

A ADO pertence ao denominado SEE, sendo este representado através da ADP, com 51% do capital social, ficando assim com o controlo de gestão da empresa.

As restantes participações são divididas pela comunidade intermunicipal constituída pelos municípios de Alcobaça, Alenquer, Arruda dos Vinhos, Azambuja, Cadaval, Caldas da Rainha, Lourinhã, Nazaré, Óbidos, Peniche Rio Maior, Sobral de Monte Agraço e Torres Vedras.

Na tabela 8.1 podemos ver a repartição do capital por cada uma das partes envolvidas.

Tabela 8.1 - Estrutura acionista da ADO

Entidade	Capital	%
ADP - Águas de Portugal, SGPS, S.A.	15.300.000 €	51,0%
Comunidade Intermunicipal do Oeste	5.000 €	0,0%
Município de Alcobaça	1.540.190 €	5,1%
Município de Alenquer	1.702.670 €	5,7%
Município de Arruda dos Vinhos	439.665 €	1,5%
Município de Azambuja	1.784.885 €	5,9%
Município do Bombarral	462.200 €	1,5%
Município do Cadaval	465.230 €	1,6%
Município das Caldas da Rainha	1.051.340 €	3,5%
Município da Lourinhã	1.206.915 €	4,0%
Município da Nazaré	468.505 €	1,6%
Município de Óbidos	501.430 €	1,7%
Município de Peniche	660.685 €	2,2%
Município de Rio Maior	789.820 €	2,6%
Município de Sobral de Monte Agraço	324.910 €	1,1%
Município de Torres Vedras	3.296.555 €	11,0%
Total	30.000.000 €	100,0%

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

ANALISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

O volume de negócios da ADO apresenta valores estáveis nos últimos anos, verificando-se um ligeiro aumento em 2014 face ao registado em 2013. Este aumento ficou a dever-se, essencialmente, a uma subida das vendas e a um aumento de subsídios ao investimento (gráfico 8.1).

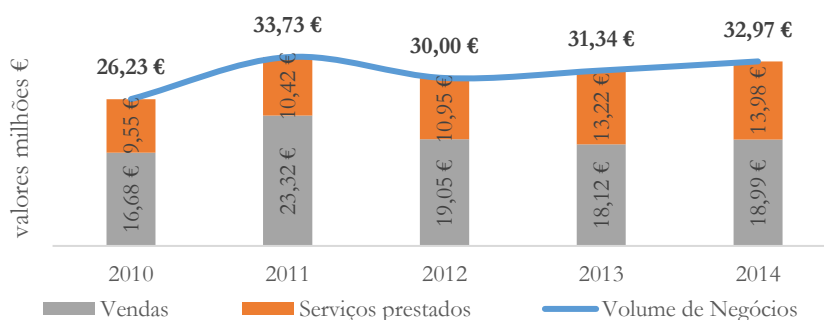


Gráfico 8.1 - Evolução do volume de negócios da ADO entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

Em relação aos resultados líquidos a ADO apresenta valores negativos nos últimos três anos dos períodos em análise. Em 2010, apesar dos resultados operacionais apresentarem valores

positivos, os mesmos não foram suficientes para obter um resultado líquido positivo, situando-se este nos 780 mil euros negativos. Em 2011 verifica-se um aumento nos resultados operacionais o que contribuem para a apresentação de resultados líquidos positivos, entre os anos 2010 e 2014, sendo este único ano com resultados líquidos positivos.

A partir de 2012, a ADO situa os seus resultados líquidos em terrenos negativos, contribuindo para isso essencialmente, uma redução do volume de negócios em consonância com um aumento de imparidade de dívidas a receber e dos gastos financeiros, rubricas essas que demonstraram um aumento significativo nos últimos períodos.

Em 2014, um ligeiro aumento do volume de negócios associado a uma redução significativa dos gastos permitiu a subida dos resultados operacionais e a consequente melhoria dos resultados líquidos, apesar de estes permanecerem em terreno negativo.

No gráfico 8.2 podemos verificar a evolução dos resultados líquidos, bem como dos resultados operacionais ocorrida na EPAL entre os anos 2010 e 2014.

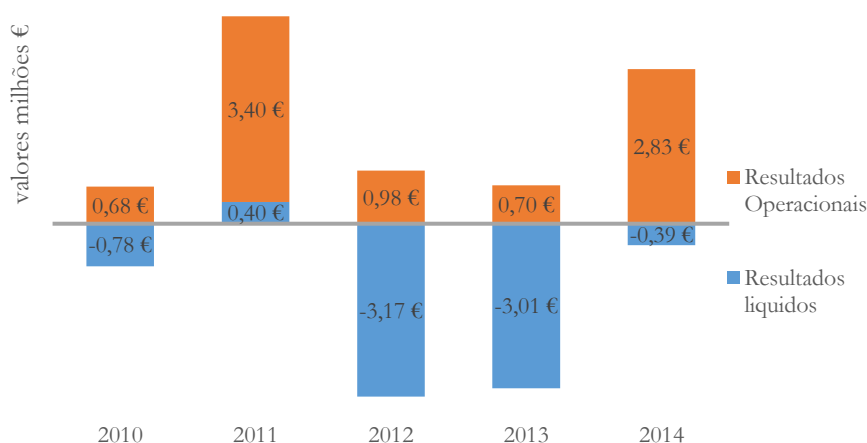


Gráfico 8.2 - Evolução dos resultados líquidos da ADO entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

Analisando os rendimentos totais da ADO, estes mantêm-se estáveis nos anos em análise. Em 2014 a rubrica de outros rendimentos e ganhos sofre uma ligeira redução face ao registado em 2013, mas é compensada pelo aumento de cerca de 5% no volume de vendas e pelo aumento de 20% dos subsídios ao investimento, o que representa 2,4 milhões de euros no total de rendimentos obtidos.

Na Tabela 8.2 podemos ver os valores e as variações das diversas rubricas que contribuem para os rendimentos totais.

Tabela 8.2 - Variações dos rendimentos totais da ADO entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Volume de negócios	26,23	28,6%	33,73	-11,1%	30,00	4,5%	31,34	5,2%	32,97
Subsídios ao investimento	3,81	23,5%	4,70	-22,2%	3,66	3,4%	3,78	20,9%	4,57
Outros rendimentos e ganhos operacionais	0,34	42,0%	0,48	-51,8%	0,23	-48,5%	0,12	-68,0%	0,04
Juros e rendimentos similares	0,99	81,2%	1,80	21,8%	2,19	-5,9%	2,06	3,2%	2,13
Rendimentos Totais	31,37	29,8%	40,72	-11,4%	36,09	3,4%	37,31	6,4%	39,71

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

Para a contribuição da manutenção dos gastos totais em valores na ordem dos 40 milhões de euros, apresentados em 2013 e 2014, a rubrica de gastos com pessoal, juntamente com a de fornecimentos e serviços externos, apresentam uma redução na ordem dos 8,5%. Contrapondo com a rubrica das perdas por imparidade, a qual regista um aumento na ordem dos 11,7% em 2014 face a 2013.

Nos gastos com pessoal, em 2014, verificou-se uma redução na ordem dos 9% em relação a 2013. Esta redução deve-se, essencialmente, a saída temporária ou definitiva de trabalhadores. De modo a colmatar as saídas e tendo em conta as restrições orçamentais, a ADO recorreu à contratação através de empresas de trabalho temporário, não impedindo que na rubrica de FSE também houvesse uma redução face a 2013.

Analisando a estrutura de gastos da ADO, as maiores três rubricas correspondem aos fornecimentos e serviços externos, perdas por imparidade e custos com mercadorias vendidas e matérias consumidas. Em 2014 estas rubricas representavam 78% dos gastos totais e, respetivamente, 21%, 29% e 28% dessa estrutura.

As margens operacionais da ADO, embora positivas, apresentam alguma instabilidade ao longo dos anos em análise. Em 2014, registou-se uma melhoria das margens operacionais, face a 2013, devido a um aumento do volume de negócios (gráfico 8.3).

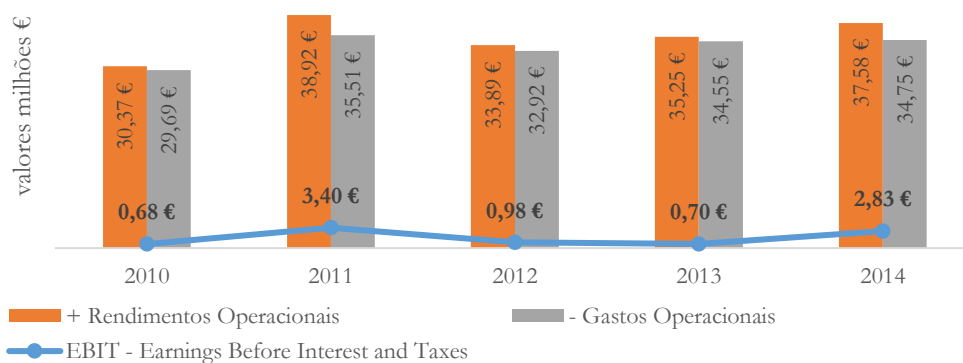


Gráfico 8.3 - Evolução das margens operacionais da ADO entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

No que concerne aos resultados financeiros e, apesar do agravamento dos mesmos até 2012, no ano seguinte a ADO inicia um novo ciclo, ao registar uma melhoria nesse parâmetro que advém, principalmente, de uma redução nos gastos, fruto de melhores condições junto das entidades bancárias. A tabela 8.3 apresenta esta evolução.

Tabela 8.3 - Evolução dos resultados financeiros da ADO entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Rendimentos	0,99	-81,2%	1,80	-21,8%	2,19	5,9%	2,06	-3,2%	2,13
Gastos	-3,57	-42,5%	-5,09	-26,5%	-6,44	9,1%	-5,85	4,1%	-5,61
Total	-2,58	-27,6%	-3,29	-29,1%	-4,25	10,8%	-3,79	8,0%	-3,48

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

O ativo total da ADO apresenta valores ligeiramente superiores aos do passivo total. Em 2014, os valores do ativo não corrente não permitiam fazer face aos valores do passivo não corrente. Em contraponto a esta situação, os ativos correntes permitem saldar os passivos correntes com uma margem de cerca de 52%. Na tabela 8.4 podemos verificar as variações ocorridas e os pesos relativos ao total de cada rubrica.

Tabela 8.4 - Posição financeira da ADO entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Total do ativo não corrente	260,51	-5,3%	246,63	-0,5%	245,44	-4,9%	233,40	-4,7%	222,33
Total do ativo corrente	48,07	19,4%	57,40	-10,0%	51,64	-1,8%	50,73	-3,4%	49,01
Total do ativo	308,58	-1,5%	304,04	-2,3%	297,09	-4,4%	284,13	-4,5%	271,34
Total do passivo não corrente	260,14	-6,3%	243,66	-0,5%	242,47	-2,5%	236,32	-3,3%	228,41
Total do passivo corrente	25,28	45,6%	36,82	-7,7%	33,97	-11,2%	30,17	-14,9%	25,68
Total do Passivo	285,42	-1,7%	280,48	-1,4%	276,43	-3,6%	266,49	-4,7%	254,09

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

A ADO apresenta um elevado nível de endividamento a médio e longo prazo junto das entidades bancárias. Os valores apresentados representam cerca de 52% do passivo total em 2014.

Em 2011, registou um aumento do endividamento na ordem dos 8 milhões de euros, situação que inverteu nos anos seguintes, com ligeiras reduções ao nível do endividamento, situando-se em 2014 nos 118 milhões de euros.

PRINCIPAIS INDICADORES

Realizando uma análise aos principais indicadores económicos e financeiros da ADO, retirados e calculados mediante a apresentação de contas explanada nos relatórios e contas, podemos verificar, consoante apresentado na tabela 8.5.

Tabela 8.5 - Indicadores económicos da ADO entre 2010 e 2014

	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%)	38,54%		45,25%		38,18%		37,01%		45,53%
EBITDA / VN		6,71%		-7,07%		-1,17%		8,52%	
Margem EBIT (%)	2,59%		10,08%		3,25%		2,24%		8,59%
EBIT / VN		7,49%		-6,83%		-1,01%		6,35%	
Autonomia Financeira (%)	7,51%		7,75%		6,95%		6,21%		6,36%
Capital próprio / AT		0,24%		-0,80%		-0,74%		0,15%	
ROE (%)	-3,37%		1,68%		-15,34%		-17,09%		-2,27%
RL / CP		5,05%		-17,02%		-1,75%		14,82%	
ROA (%)	0,22%		1,12%		0,33%		0,25%		1,04%
EBIT / AT		0,90%		-0,79%		-0,08%		0,80%	
Debt to Equity (%)	578,90%		602,70%		703,18%		785,58%		747,21%
End. Bancário / CP		23,80%		100,48%		82,40%		-38,37%	
Liquidez (%)	190,14%		155,91%		152,04%		168,17%		190,88%
A. Corrente / P. Corrente		-34,23%		-3,87%		16,13%		22,71%	
Peso dos G. Fin. no VN (%)	9,82%		9,75%		14,15%		12,08%		10,57%
G.Financeiros/VN		-0,08%		4,40%		-2,07%		-1,51%	
Peso G. Fin. no EBITDA (%)	0,254		0,215		0,370		0,326		0,232
G.Financeiros / EBITDA		-3,95%		15,53%		-4,42%		-9,43%	
Rotação do ativo	0,085		0,111		0,101		0,110		0,121
VN / AT		2,60%		-1,00%		0,93%		1,12%	
Rot. ativo intangível	0,105		0,144		0,132		0,146		0,159
VN / A. Intangível		3,90%		-1,24%		1,17%		1,52%	
Peso G. Pessoal (%)	11,61%		8,23%		8,33%		9,74%		8,47%
G. Pessoal / VN		-3,38%		0,10%		1,41%		-1,27%	
P. G. Pessoal no EBITDA (%)	30,13%		18,19%		21,82%		26,31%		18,60%
G. Pessoal / EBITDA		-11,94%		3,63%		4,49%		-7,71%	

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADO)

A ADO regista uma **margem EBITDA** antes das amortizações e provisões, em 2014 de 45.53%. Em 2011 e 2014 regista valores de 45% de margem, nos restantes anos essa margem situa-se nos 38%. A média dos anos em análise situa-se nos 40.9%, ligeiramente superior à do setor.

Em relação à **margem EBIT** a ADO em consonância com a margem EBITDA obtém valores mais elevados nos anos 2011 e 2014 situando-se os mesmos em 10.08% e 8.59% respetivamente. Nos restantes anos a margem situa-se mais abaixo em valores entre os 2% e 3%. A média dos anos em análise situa-se nos 5.35%, esta ao contrário do indicador anterior, menor do que a apresentada pelo setor, esta situação demonstra os elevados gastos com depreciações e amortizações por parte da ADO em relação ao setor, onde a média apresentada se situa nos

14.64% na margem EBIT e nos 35.24%, demonstrando assim uma discrepância menor entre os dois indicadores.

A **AF** da ADO tem demonstrado uma tendência negativa, em 2010 apresenta um valor de 7.51%, em 2011 apresenta um valor de 7.75%, mas daí para a frente tem registado valores inferiores e com tendência negativa e vindo a perder autonomia chegando a 2014 num valor de 6.36%.

O **ROE**, ou seja, a rentabilidade dos capitais próprios da ADO é negativo, devido aos resultados líquidos apresentados nos últimos anos.

O **ROA** da ADO em média entre 2010 e 2014 situa-se nos 0.59%. Entre 2010 e 2011, apresenta uma melhoria de cerca de 1%, em 2012 com o agravamento sofrido volta aos valores de 2010, iniciando-se após isso uma tendência de melhoria, situando-se em 2014 nos 1.04%. A rentabilidade retirada dos ativos por parte da ADO é inferior ao setor, sendo que a média desta se situa nos 2.53%.

A ADO apresenta um **Debt to Equity** com uma tendência de aumento nos cinco anos analisados. Em 2010, o nível de endividamento representa 579% do capital próprio, chegando a 2013 com um valor de 785%. Em 2014 regista uma ligeira diminuição de 38% situando nos 747%. Estes valores demonstram a grande dependência dos capitais alheios e de financiamento externo. Em termos de **liquidez**, a ADO apresenta uma situação aceitável, o seu ativo corrente permite-lhe fazer face ao seu passivo corrente, demonstrando uma situação em termos de tesouraria confortável e estável. O indicador da liquidez apresenta valores médios nos anos em análise a 171%, tendo em 2014 um valor de 190.88%.

Em 2014, os **gastos financeiros** da ADO representam 10.57% do **volume de negócios**. A média entre os anos 2010 e 2014 situa-se nos 11.27%. Em 2012 registou-se um aumento relativamente a 2011 de 4.4%, situando-se no 14.15%. Desde 2012, tem-se vindo a registar uma redução do peso dos gastos financeiros no volume de negócios.

Em comparação com anterior indicador podemos analisar o **peso dos gastos financeiros em relação ao EBITDA**, este situa-se num valor médio de 27.99%. Em 2012 sofreram um aumento de 15.53% em relação ao ano 2011. Desde 2012 iniciou-se uma tendência de redução do peso dos gastos financeiros em relação ao EBITDA, em 2014 situou-se num valor de 23.21%.

A **Rotação do ativo total** da ADO situa-se em média nos 0.136, sendo o número de vezes que transforma o valor dos seus ativos em vendas. Se fizermos esta comparação relativamente aos

ativos intangíveis o valor da **rotação dos ativos intangíveis** regista-se nos 0.093. Esta consideração relativamente aos ativos intangíveis realiza-se devido às imposições das concessões, em que os ativos são concessionados e não propriedade da entidade concessionária.

Os **gastos com pessoal no volume de negócios** da ADO representam em média nos anos em análise 9.28%. Em 2010, representava 11.61% do volume de negócios tendo chegado a 2014 num valor de 8.47%, representando uma redução dos gastos com pessoal em relação ao volume de negócios de 3.14%.

Em relação ao EBITDA os gastos com pessoal representam em média 23.01% nos 5 anos analisados. Mantendo a mesma tendência do indicador anterior, em 2014 o **peso dos gastos com pessoal no EBITDA** representava 18.60%.

ENQUADRAMENTO SECTORIAL

A ADO, com os resultados negativos obtidos nos cinco anos em análise, não apresenta rentabilidade dos capitais, sendo assim um indicador não possível de comparação com o setor. Relativamente ao setor a ADO apresenta um nível de endividamento muito superior. Este endividamento tem maior incidência no médio e longo prazo, tendo por consequência um agravamento da AF, situando-se esta muito abaixo da apresentada pelo setor. Em contrapartida, a ADO apresenta uma situação a curto prazo mais equilibrada do que a que o setor, demonstrada pelos valores da liquidez. Relativamente aos ativos a ADO retira menor rentabilidade dos mesmos do que a média do setor, implicando isto maiores gastos de depreciação e amortização.

8.2. Águas do Centro

APRESENTAÇÃO

A ADC é uma empresa integrada no grupo ADP que iniciou a concessão em 2001, com uma duração prevista de 30 anos, ficando responsável pelo sistema municipal de abastecimento de água e do saneamento de Raia, Zêzere e Nabão.

Esta empresa surge como consequência da reestruturação do setor de abastecimento e fornecimento de água em Portugal, titulada pelo DL n.º 197-A/2001, de 29 de junho, e tem como objetivos a captação, tratamento e distribuição de água para consumo e recolha, bem como o tratamento de efluentes dos municípios de Alvaiázere, Castanheira de Pera,

Castelo Branco, Ferreira do Zêzere, Figueiró dos Vinhos, Idanha-a-Nova, Oleiros, Pampilhosa da Serra, Pedrógão Grande, Proença-a-Nova, Tomar, Viola Velha de Ródão, Entroncamento, Mação, Sardoal e Vila Nova da Barquinha.

ESTRUTURA ACIONISTA

A ADC pertence ao denominado SEE, em que este é representado através da ADP com 70% do capital social, ficando assim com o controlo de gestão da empresa.

As restantes participações são divididas pela comunidade intermunicipal constituída pelos municípios de Alvaiázere, Castanheira de Pera, Castelo Branco, Ferreira do Zêzere, Figueiró dos Vinhos, Idanha-a-Nova, Oleiros, Pampilhosa da Serra, Pedrógão Grande, Proença-a-Nova, Sertã, Tomar e Vila Nova de Ródão. Na tabela 7.6 podemos ver a repartição do capital por cada uma das partes envolvidas.

Tabela 8.6 - Estrutura acionista da ADC

Entidade	Capital	%
ADP - Águas de Portugal, SGPS, S.A.	16.800.000 €	70,0%
Município de Alvaiázere	280.800 €	1,2%
Município de Castanheira de Pera	115.200 €	0,5%
Município de Castelo Branco	3.295.200 €	13,7%
Município de Ferreira do Zêzere	312.000 €	1,3%
Município de Figueiró dos Vinhos	151.200 €	0,6%
Município de Idanha-a-Nova	412.800 €	1,7%
Município de Oleiros	115.200 €	0,5%
Município de Pampilhosa da Serra	124.800 €	0,5%
Município de Pedrógão Grande	240.000 €	1,0%
Município de Proença-a-Nova	328.800 €	1,4%
Município da Sertã	304.800 €	1,3%
Município de Tomar	1.396.800 €	5,8%
Município de Vila Nova de Ródão	122.400 €	0,5%
Total	24.000.000 €	100,0%

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

ANALISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

A ADC apresenta um volume de negócios crescente nos últimos exercícios. Desde 2010, o primeiro ano em estudo, que o volume de negócios tem tido uma tendência positiva, permitindo assim um crescimento de faturação sustentado (gráfico 8.4).



Gráfico 8.4 - Evolução volume de negócios da ADC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

Apesar do crescente volume de negócios a ADC, não reflete isso nos resultados líquidos, tendo obtido valores negativos no período em análise, com uma ligeira melhoria no ano de 2014, mas ainda a flutuar em terrenos negativos. Apesar de apresentar resultados operacionais positivos, a contribuição dos resultados financeiros é fulcral para a formulação dos resultados líquidos negativos. O grau de endividamento e os custos associados são elevados atendendo à sua estrutura.

No gráfico 8.5 podemos verificar a evolução dos resultados operacionais e dos resultados líquidos. A variação ocorrida nos resultados operacionais é refletida nos resultados líquidos obtidos.

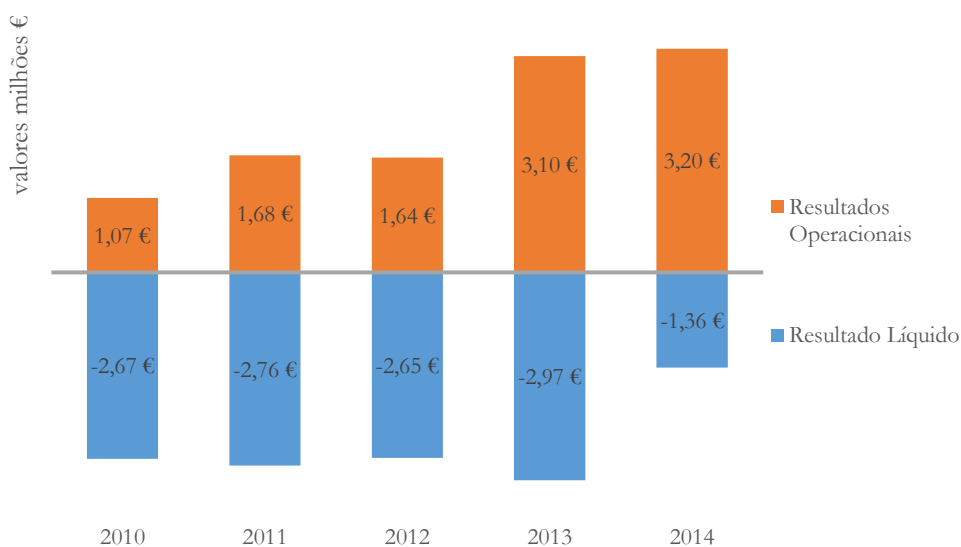


Gráfico 8.5 - Evolução dos resultados líquidos da ADC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

Os rendimentos totais da ADC apresentam uma melhoria ao longo dos anos em análise, sustentada principalmente no aumento do volume de negócios. Em 2013, atingiu o valor mais elevado, tendo-se situado na ordem dos 20 milhões de euros.

Na tabela 8.7 podemos ver a evolução das várias rubricas dos rendimentos totais e as suas variações ao longo dos anos em análise, ficando evidenciada a contribuição do volume de negócios para a formulação dos rendimentos totais.

Tabela 8.7 - Evolução e variações dos rendimentos totais da ADC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Volume de negócios	13,14	13,2%	14,87	-5,4%	14,06	15,2%	16,21	-0,6%	16,12
Subsídios ao investimento	2,46	19,6%	2,94	-9,1%	2,68	3,7%	2,78	-3,1%	2,69
Outros rendimentos e ganhos operacionais	0,67	-56,9%	0,29	108,0%	0,60	-29,5%	0,42	-3,8%	0,41
Juros e rendimentos similares	0,97	-4,8%	0,93	-12,9%	0,81	-9,3%	0,73	-9,4%	0,66
Rendimentos Totais	17,24	10,4%	19,03	-4,6%	18,15	11,0%	20,14	-1,3%	19,88

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

Na rubrica dos gastos totais, a principal incidência vai para os FSE e para os gastos financeiros, sendo as que maior peso apresentam nos totais de gastos. As depreciações e perdas por imparidade é a rubrica que mais contribui para o valor dos gastos totais com 34%. Como podemos verificar na tabela 8.8.

Tabela 8.8 - Evolução e variações dos gastos totais da ADC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
CMVMC	-1,01	-30,3%	-1,44	9,1%	-1,32	2,3%	-1,29	-7,1%	-1,39
FSE	-4,64	5,2%	-4,41	-5,1%	-4,65	-4,2%	-4,85	0,6%	-4,82
Gastos com o pessoal	-2,18	5,8%	-2,06	12,4%	-1,83	-14,4%	-2,14	3,8%	-2,06
Depreciações e perdas imparidade em ativos	-6,95	-12,5%	-7,95	9,7%	-7,25	-2,8%	-7,45	2,7%	-7,26
Perdas por imparidade	0,00	-100,0%	-0,16	26,6%	-0,13	34981,9%	0,00	0,0%	0,00
Outros gastos operacionais	-0,43	-25,0%	-0,57	-12,3%	-0,65	13,4%	-0,57	17,9%	-0,49
Juros e gastos similares	-4,79	-14,9%	-5,62	-5,3%	-5,94	-14,6%	-6,95	34,0%	-5,19
Gastos Totais	-19,99	-10,0%	-22,22	2,1%	-21,77	-6,4%	-23,26	9,7%	-21,20

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

A estrutura de gastos da ADC, conforme representado, mostra nos que a ADC tem os seus gastos divididos maioritariamente por três grandes contas, os FSE, as depreciações e perdas por imparidade e os gastos financeiros.

Os FSE são os que mais contribuem para a formulação dos resultados operacionais e para o *cash flow* operacional.

A ADC apresenta margens operacionais positivas e crescentes nos anos em análise, no gráfico 8.6 podemos verificar que o aumento das margens operacionais, se deve maioritariamente a um aumento dos rendimentos operacionais e a uma manutenção dos gastos operacionais.

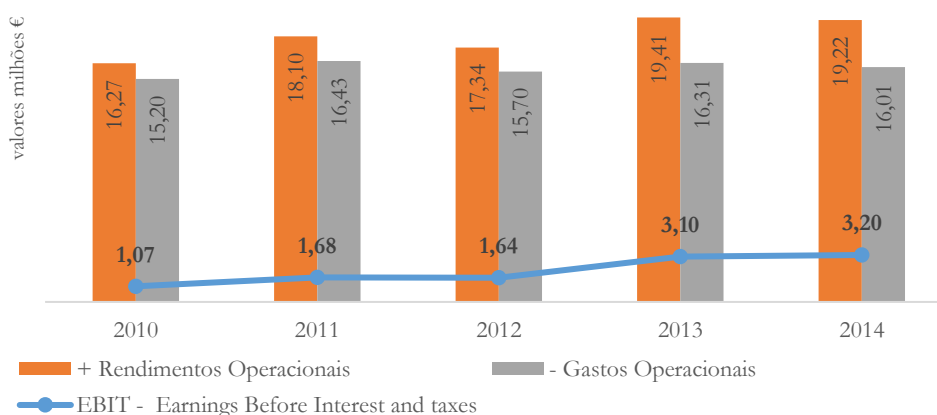


Gráfico 8.6 - Evolução das margens operacionais da ADC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

Os resultados financeiros da ADC em 2014, cortaram com a tendência de aumento demonstrada nos anos anteriores. Em 2014, apresenta uma melhoria de cerca de 27% em relação a 2013.

Entre 2010 e 2013, a tendência de agravamento dos resultados financeiros era notória, sendo que em 2010 os resultados apresentavam valores de -3.8 milhões de euros, chegando a 2013 aos -6.2 milhões de euros. Esta tendência, como já referido, é quebrada em 2014, onde se verifica uma redução para resultados na ordem dos -4.5 milhões de euros, ou seja, uma melhoria relativamente a 2013 de 1.7 milhões.

Na tabela 8.9 podemos verificar a evolução dos resultados financeiros e identificar que os gastos demonstram a tendência de aumento que se verifica nos resultados.

Tabela 8.9 - Evolução dos resultados financeiros da ADC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Rendimentos	0,97	4,8%	0,93	12,9%	0,81	9,3%	0,73	9,4%	0,66
Gastos	-4,79	-17,5%	-5,62	-5,6%	-5,94	-17,1%	-6,95	25,4%	-5,19
Total	-3,82	-23,1%	-4,70	-9,2%	-5,13	-21,2%	-6,22	27,3%	-4,52

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

A posição financeira da ADC, analisando a tabela 8.10, podemos verificar que a ADC tem um grave problema de tesouraria considerando o seu ativo corrente e o seu passivo corrente. A discrepância que existe entre estes dois valores indica que a ADC tem problemas de tesouraria no curto prazo, não tendo capacidade para solver os seus compromissos correntes. Por outro lado, mantém sob controlo a sua balança no médio/longo prazo, com um rácio de cerca de 62 % o que lhe dá uma relativa segurança. Este rácio permite-lhe resolver o problema existente de tesouraria, podendo passar passivo corrente para o passivo não corrente.

Tabela 8.10 - Posição financeira da ADC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Total do ativo não corrente	230,78	-1,9%	226,28	2,4%	231,77	-0,4%	230,77	0,5%	231,90
Total do ativo corrente	20,27	-29,9%	14,22	-18,6%	11,58	-11,2%	10,28	-4,1%	9,86
Total do ativo	251,04	-4,2%	240,49	1,2%	243,34	-0,9%	241,04	0,3%	241,76
Total do passivo não corrente	142,51	13,3%	161,48	-5,0%	153,39	-7,3%	142,22	2,6%	145,93
Total do passivo corrente	92,15	-29,0%	65,40	20,8%	79,00	15,0%	90,84	-1,8%	89,21
Total do Passivo	234,66	-3,3%	226,88	2,4%	232,38	0,3%	233,06	0,9%	235,14

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

O endividamento a curto prazo, apresenta uma tendência crescente, registando um aumento de 11% entre o ano 2010 e o ano 2014, situando-se em 2010 nos 41 milhões de euros para os 51 registados em 2014. Em relação ao endividamento a médio e longo prazo, este mantém valores na ordem dos 55 milhões de euros nos financiamentos obtidos, e de 75 milhões nos subsídios disponíveis para o investimento.

PRINCIPAIS INDICADORES

Realizando uma análise aos principais indicadores de económicos e financeiros da ADC, retirados e calculados mediante a apresentação de contas explanada nos relatórios e contas, podemos verificar, consoante apresentado na tabela 8.11.

Tabela 8.11 - Indicadores económicos da ADC entre 2010 e 2014

	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%)	61,02%		63,61%		62,29%		65,09%		64,88%
EBITDA / VN		2,59%		-1,32%		2,80%		-0,21%	
Margem EBIT (%)	8,13%		10,18%		10,76%		19,11%		19,86%
EBIT / VN		2,05%		0,58%		8,35%		0,75%	
Autonomia Financeira (%)	6,52%		5,66%		4,50%		3,31%		2,74%
Capital próprio / AT		-0,86%		-1,16%		-1,19%		-0,57%	
ROE (%)	-16,28%		-20,30%		-24,22%		-37,24%		-20,57%
RL / CP		-4,02%		-3,92%		-13,02%		16,67%	
ROA (%)	0,43%		0,63%		0,62%		1,28%		1,32%
EBIT / AT		0,20%		-0,01%		0,66%		0,04%	
Debt to Equity (%)	587,75%		760,35%		956,43%		1313,70%		1613,49%
End. Bancário / CP		172,61%		196,08%		357,27%		299,79%	
Liquidez (%)	21,99%		21,74%		14,65%		11,31%		11,05%
A. Corrente / P. Corrente		-0,25%		-7,08%		-3,34%		-0,27%	
Peso dos G. Fin. no VN (%)	29,05%		31,60%		36,49%		38,38%		28,06%
G.Financeiros/VN		2,55%		4,89%		1,89%		-10,32%	
Peso G. Fin. no EBITDA (%)	47,60%		49,67%		58,58%		58,96%		43,26%
G.Financeiros /EBITDA		2,07%		8,91%		0,38%		-15,71%	
Rotação do ativo	0,052		0,061		0,058		0,067		0,067
VN / AT		0,95%		-0,40%		0,94%		-0,06%	
Rot. ativo intangível	0,059		0,069		0,064		0,074		0,073
VN / A. Intangível		0,99%		-0,51%		1,01%		-0,09%	
Peso G. Pessoal (%)	16,56%		13,83%		13,01%		13,19%		12,78%
G. Pessoal / VN		-2,73%		-0,82%		0,18%		-0,41%	
P. G. Pessoal no EBITDA (%)	27,14%		21,74%		20,89%		20,27%		19,70%
G. Pessoal / EBITDA		-5,40%		-0,85%		-0,62%		-0,57%	

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADC)

A ADC regista uma **Margem EBITDA** antes das amortizações e provisões, em 2014 de 64.88%. Ao longo dos anos em análise demonstra uma rentabilidade média de 63.38%, mantendo valores pouco dispersos da média.

A **margem EBIT**, em 2014 situava-se em 19.86%. Com uma tendência positiva entre 2010 e 2014, apresentou um aumento de 11.74%. Em 2010, situava-se em 8.13%, passando para os 19.86% de 2014, já referidos, demonstra um aumento significativo da margem EBIT.

Em relação à **AF**, a ADC regista em 2014, um valor de 2.74%. Este indicador, desde 2010 tem apresentado uma tendência negativa, tendo-se verificado uma redução entre 2010 e 2014 de 3.78% pontos percentuais. Esta situação é reflexo dos resultados líquidos negativos, apresentados nos últimos períodos, reduzindo o capital próprio.

Como referido anteriormente, os resultados líquidos negativos que a ADC apresenta nos últimos períodos têm diminuído o valor do capital próprio, não apresentando rendibilidade do mesmo. O **ROE**, indicador dependente destas duas rubricas, demonstra um agravamento desde 2010 até 2013 de 20.96%, apenas melhorando em 2014, devido a uma melhoria registada nos resultados líquidos, ainda que os mesmos se mantenham em valores negativos.

O **ROA**, considerando os anos em análise, verifica-se uma rendibilidade média de 0.86%. Este indicador apresenta valores com uma tendência crescente, em 2010 apresentava um valor de 0.43%, passando em 2014 para um valor de 1.32%. Assim, a ADC demonstra uma melhoria na eficácia dos ativos, aumentando a sua rendibilidade.

A ADC tem um nível de endividamento bancário em relação ao seu capital próprio com valores médios de 1046%. O **Debt to equity**, entre 2010 e 2014 apresentou um agravamento de 1025%, sendo que em 2010 situava-se nos 587% do capital próprio e em 2014 passou para um valor de 1013%. Esta situação agrava-se pela tendência de diminuição de capital próprio que se tem evidenciado nos 5 anos. O nível de endividamento apresenta um ligeiro aumento.

Em termos de **liquidez**, ou capacidade de solver as suas dívidas no curto prazo, a ADC tem vindo a diminuir essa capacidade. Este indicador tem apresentado uma tendência negativa, em 2010 situava-se nos 21.99%, passando em 2014 para 11.05%, apresentando uma diminuição de cerca de 10%.

O **peso dos gastos financeiros** da ADC, em relação ao seu **volume de negócios**, representam em média 32.72%. Os gastos financeiros evidenciam uma tendência de aumento, apenas registando uma ligeira diminuição em 2014. Em 2010, situavam-se nos 29.05%, aumentando até 2013 para os 38.38%, e ficando em 2014 nos 28.06%.

Em relação ao EBITDA, o peso dos gastos financeiros aumenta para valores perto dos 50%, situando-se em média nos 51.61%. Em consonância com indicador anterior, apresenta uma tendência de subida até ao ano 2013, invertendo essa tendência em 2014. Em 2010 o peso dos gastos financeiros em relação ao EBITDA representavam 47.6%, passando em 2014 para 43.26%.

A **Rotação do ativo total** da ADC situa-se em média nos 0.061, sendo o número de vezes que transforma o valor dos seus ativos em vendas. Se fizermos esta comparação relativamente aos ativos intangíveis o valor da **rotação dos ativos intangíveis** regista-se nos 0.068. Esta consideração relativamente aos ativos intangíveis realiza-se devido às imposições das concessões, em que os ativos são concessionados e não propriedade da entidade concessionária.

O peso dos gastos de pessoal em relação ao volume de negócios, evidencia uma tendência negativa, apresentando uma redução entre os anos de 2010 e 2014 de 3.78%. Em 2010, os gastos de pessoal representavam 16.56% do volume de negócios da ADC, reduzindo ao longo dos 5 anos, situando-se em 2014 nos 12.78%. Esta redução mostra uma melhoria na utilização dos recursos humanos. Em relação ao EBITDA, **o peso dos gastos com pessoal**, representam em média dos anos em estudo 21.95%. Neste indicador, em comparação com anterior a redução dos gastos é maior apresentando uma redução de 7.44 pontos percentuais entre os anos em extremos. Em 2010, os gastos com pessoal representavam 27.14% do EBITDA, reduzindo esse peso para os 19.70% em 2014.

ENQUADRAMENTO SECTORIAL

A ADC, com os resultados negativos obtidos nos cinco em análise, não apresenta rentabilidade dos capitais, sendo assim um indicador não possível de comparação com o setor. Relativamente ao setor a ADC apresenta um nível de endividamento muito superior. A AF situa-se muito abaixo da apresentada pelo setor e mostrando uma tendência negativa.

8.3. Águas do Zêzere e Coa

APRESENTAÇÃO

A Águas do Zêzere e do Coa (ADZC) é uma empresa integrada no grupo ADP que iniciou a concessão em 2001, com uma duração prevista de 30 anos, ficando responsável pelo sistema municipal de abastecimento de água e do saneamento do Alto Zêzere e Coa. Surge como consequência da reestruturação do setor de abastecimento e fornecimento de água em Portugal, titulada pelo DL n.º 121/2000, de 4 de julho.

Como objetivos, esta empresa apresenta a captação, tratamento e distribuição de água para consumo e recolha, bem como o tratamento de efluentes dos municípios de Almeida, Belmonte,

Rodrigo, Fundão, Guarda, Manteigas, Meda, Penamacor, Pinhel, Aguiar da Beira, Fornos de Algodres, Gouveia, Oliveira do Hospital e Seia.

ESTRUTURA ACIONISTA

A ADZC é uma S.A. de capitais próprios criada com o intuito de gestão e exploração do sistema multimunicipal de abastecimento de água e do saneamento do Alto Zêzere e Coa. A sua estrutura acionista está dividida pelos 16 municípios abrangidos pelo seu funcionamento e pela ADP. Na tabela 8.12 podemos verificar a distribuição da participação no capital da empresa pelos diversos acionistas.

Tabela 8.12 - Estrutura acionista da ADZC

Entidade	Capital	Percentagem
ADP - Águas de Portugal, SGPS, S.A.	23.271.120 €	87,5%
Associação Municipal C. Beira	100.000 €	0,4%
Município de Almeida	124.835 €	0,5%
Município de Belmonte	68.790 €	0,3%
Município de F C Rodrigo	91.960 €	0,3%
Município do Fundão	280.410 €	1,1%
Município da Guarda	431.100 €	1,6%
Município de Manteigas	104.640 €	0,4%
Município de Méda	86.220 €	0,3%
Município de Penamacor	94.155 €	0,4%
Município de Pinhel	164.505 €	0,6%
Município de Sabugal	153.385 €	0,6%
Município de Aguiar da Beira	108.235 €	0,4%
Município de Fornos de Algodres	116.550 €	0,4%
Município de Gouveia	328.010 €	1,2%
Município de Oliveira do Hospital	459.315 €	1,7%
Município de Seia	624.330 €	2,3%
Total	26.607.560 €	100,0%

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

Constituída com um capital de 26.607.560 € repartido pelos diversos municípios, a maioria do capital investido pertence à ADP com 87,46% do total.

ANALISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

O volume de negócios da ADZC reparte-se pelo abastecimento e pelo saneamento, apresentando um volume de negócios estável, proporcionado pelo abastecimento, nos últimos

anos. O saneamento tem demonstrado o seu crescimento, sendo que em 2013, passa a ser o maior criador de receitas da empresa.

A estabilidade no volume de negócios em ambas as áreas de atuação da empresa deve-se à crescente evolução dos valores de tarifário, contrapondo-se assim à ligeira diminuição dos valores de água abastecidos e de saneamento tratados, como podemos verificar no gráfico 8.7.

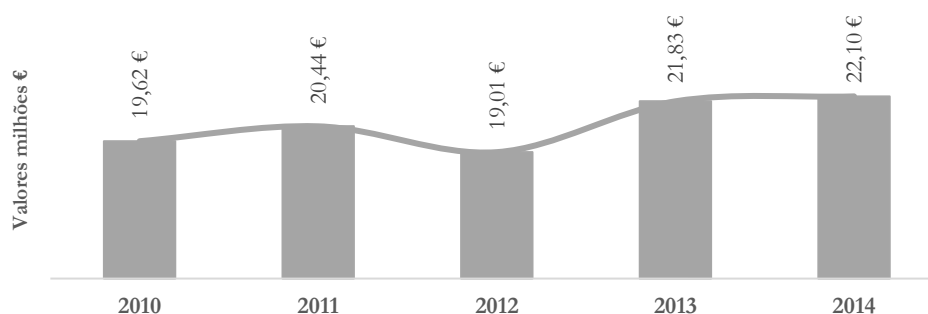


Gráfico 8.7 - Evolução do volume de negócios da ADZC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

A ADZC apresenta um crescimento no seu volume de negócios no valor de 2 486 249 € entre 2010 e 2014, o que indica um crescimento de 12,6% no espaço dos cinco anos analisados.

Em 2014, apresenta um crescimento de 1% face ao registado em 2013. Neste crescimento podemos ter em conta uma redução de vendas no valor de 5%, compensado pelo aumento de serviços prestados na ordem dos 8%.

O volume de negócios afeto ao abastecimento de águas registou um ligeiro decréscimo, compensando o volume de negócios afeto ao saneamento.

Em 2014, a ADZC atingiu os melhores resultados líquidos da sua história, como podemos visualizar no gráfico 8.8. Para a obtenção destes resultados, e dado que poucas variações houve nos resultados operacionais, muito contribuiu a melhoria dos resultados financeiros, o que permitiu alcançar um valor de resultados antes de impostos de 2,8 milhões de euros. Com a inclusão dos impostos estamos a falar de um valor de resultados líquidos que atinge 1,6 milhões de euros.

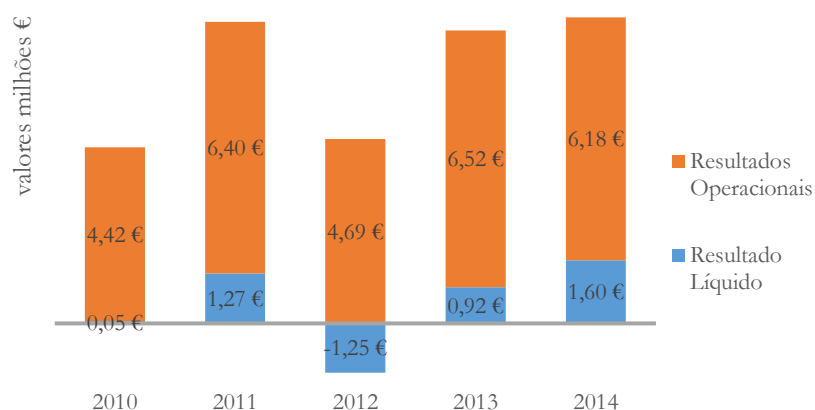


Gráfico 8.8 - Evolução dos resultados líquidos da ADZC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

Em 2014, os rendimentos totais sofrem um ligeiro aumento face a 2013. Apesar da diminuição dos resultados operacionais em 5%, a melhoria dos resultados financeiros permite uma melhoria dos resultados totais – um aumento dos valores obtidos com juros e/ou rendimentos similares e a ligeira melhoria no volume de negócios contribuíram para um bom resultado dos rendimentos totais.

A tabela 8.13 mostra-nos a evolução dos rendimentos dividido pelas rubricas entre os anos 2010 e 2014.

Tabela 8.13 - Evolução e variações dos rendimentos totais da ADZC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Volume de negócios	19,62	4,2%	20,44	-7,0%	19,01	14,8%	21,83	1,2%	22,10
Subsídios ao investimento	2,56	18,5%	3,03	-19,7%	2,43	13,2%	2,75	4,1%	2,87
Outros rendimentos e ganhos operacionais	0,11	-11,9%	0,09	-41,7%	0,05	134,6%	0,13	53,0%	0,20
Juros e rendimentos similares	0,97	121,2%	2,15	39,5%	3,00	9,3%	3,27	33,2%	4,36
Rendimentos Totais	23,25	10,6%	25,71	-4,7%	24,49	14,3%	27,99	5,5%	29,53

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

No que concerne aos gastos, a ADZC apresenta um valor crescente nos anos em análise, sendo que as rubricas que maior contribuem para os gastos totais são os FSE, as depreciações e imparidade em ativos e os gastos financeiros.

Os gastos com pessoal, situados nos anos em análise, na ordem dos 2.6 milhões de euros, não são a rubrica que mais impacto tem na formulação dos gastos totais da ADZC. As depreciações e perdas por imparidade de ativos, por sua vez são a rubrica que mais contribuem para os gastos

totais, contabilizando cerca de 31% dos mesmos em 2014. Os FSE e os gastos financeiros são outras duas rubricas que mais contribuem para os valores dos gastos totais, representando em 2014 respetivamente 22% e 29% dos mesmos. Estas três rubricas, só por si representam 83% dos gastos da ADZC. Na tabela 8.14 podemos verificar a evolução dos gastos repartidos pelas diversas rubricas.

Tabela 8.14 - Evolução e variações dos gastos totais da ADZC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
CMVMC	-0,85	13,7%	-0,75	-18,3%	-0,92	2,7%	-0,89	4,6%	-0,85
FSE	-6,05	7,1%	-5,65	-3,0%	-5,83	-2,4%	-5,97	-2,7%	-6,14
Gastos com o pessoal	-2,62	11,6%	-2,35	1,0%	-2,33	-12,1%	-2,65	1,8%	-2,60
Depreciações e perdas imparidade em ativos	-7,85	-1,8%	-7,99	8,7%	-7,35	-11,8%	-8,34	-1,8%	-8,49
Perdas por imparidade	-0,11		0,00		0,00		0,00		0,00
Outros gastos operacionais	-0,37	-20,8%	-0,47	22,6%	-0,38	15,4%	-0,33	-63,2%	-0,90
Juros e gastos similares	-5,01	-25,7%	-6,75	-23,8%	-8,86	7,2%	-8,27	6,2%	-7,78
Gastos Totais	-22,87	-4,6%	-23,96	-6,7%	-25,67	-3,0%	-26,46	-1,2%	-26,77

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

A estrutura de gastos da ADZC tem a sua maior incidência nas rubricas dos gastos financeiros representando de cerca de 60% dos gastos totais. O gráfico 7.9 mostra-nos a percentagem das rubricas de gastos em relação ao valor total.

A ADZC apresenta margens operacionais positivas e crescentes nos anos em análise, no gráfico 8.9 podemos verificar que o aumento das margens operacionais, se deve maioritariamente a um aumento dos rendimentos operacionais e a uma manutenção dos gastos operacionais.

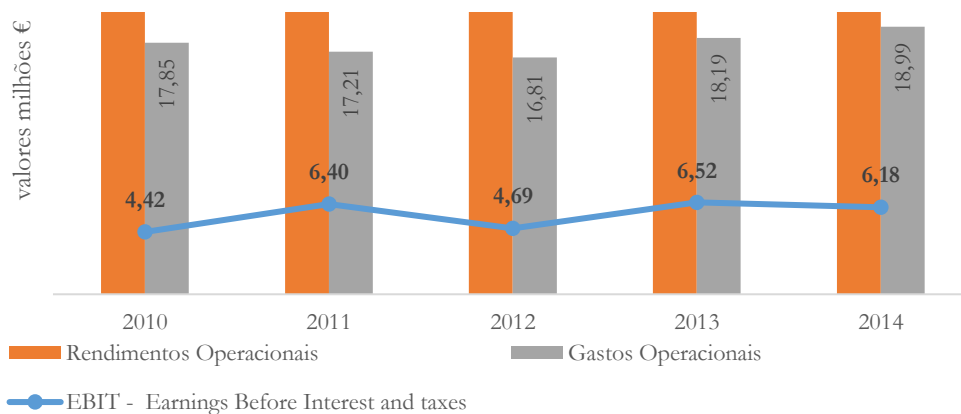


Gráfico 8.9 - Evolução das margens operacionais da ADZC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

Em 2014, a ADZC apresentou uma melhoria dos gastos financeiros em relação aos anos precedentes, contribuindo para isso uma redução nos gastos e um aumento nos rendimentos financeiros. Na tabela 8.15 podemos verificar a evolução dos resultados financeiros entre 2010 e 2014.

Tabela 8.15 - Evolução dos resultados financeiros da ADZC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Rendimentos	0,97	-121,2%	2,15	-39,5%	3,00	-9,3%	3,27	-33,2%	4,36
Gastos	-5,01	-34,6%	-6,75	-31,3%	-8,86	6,7%	-8,27	5,9%	-7,78
Total	-4,04	-13,8%	-4,60	-27,5%	-5,86	14,9%	-4,99	31,5%	-3,42

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

Em 2010, os gastos financeiros da ADZC contabilizavam prejuízos na ordem dos 4 milhões de euros, e mantendo uma tendência de agravamento até 2012. A melhoria dos rendimentos financeiros dada em 2011, não foi suficiente para minimizar o aumento dos gastos no mesmo ano.

Em 2013, dá-se uma inversão na tendência de aumento dos gastos financeiros, que em conjunto com a tendência de melhoria dos ganhos apresentada nos cinco anos em estudo, permite uma inversão na tendência dos resultados financeiros apresentando uma de redução de 14.9% em 2013 e de 31.5% em 2014.

A posição financeira da ADZC sofre uma alteração nos cinco anos em análise, começando em 2010, numa situação de dificuldade de tesouraria, em que o seu passivo corrente é superior em quase 50% ao seu ativo corrente, passando para uma situação mais confortável em 2014, com um aumento significativo do seu ativo corrente, permitindo assim superar o passivo corrente.

Como podemos visualizar na tabela 8.16, o passivo e ao ativo não corrente, estes encontram-se relativamente estáveis ao longo dos cinco anos, apenas a registar uma ligeira redução do ativo.

Tabela 8.16 - Posição financeira da ADZC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Total do ativo não corrente	298,34	-5,5%	281,97	-4,3%	269,97	-2,3%	263,79	-2,8%	256,34
Total do ativo corrente	27,46	74,0%	47,78	6,3%	50,78	17,7%	59,79	27,9%	76,45
Total do ativo	325,80	1,2%	329,75	-2,7%	320,75	0,9%	323,58	2,8%	332,78
Total do passivo não corrente	272,51	-5,0%	258,83	8,9%	281,84	-5,0%	267,70	-1,7%	263,26
Total do passivo corrente	42,04	38,9%	58,39	-52,7%	27,64	58,1%	43,69	27,5%	55,73
Total do Passivo	314,54	0,9%	317,23	-2,4%	309,48	0,6%	311,39	2,4%	318,99

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

A ADZC nos anos em análise aumentou o seu endividamento de médio e longo prazo, tendo registados relativamente a 2010 um aumento de cerca 17%.

PRINCIPAIS INDICADORES

Realizando uma análise aos principais indicadores, económicos e financeiros da ADZC, retirados e calculados mediante a apresentação de contas explanada nos relatórios e contas, podemos verificar, consoante apresentado na tabela 8.17.

Tabela 8.17 - Indicadores económicos da ADZC entre 2010 e 2014

	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%)	62,55%		70,39%		63,33%		68,09%		66,37%
EBITDA / VN		7,84%		-7,05%		4,76%		-1,72%	
Margem EBIT (%)	22,55%		31,29%		24,65%		29,88%		27,96%
EBIT / VN		8,74%		-6,65%		5,24%		-1,93%	
Autonomia Financeira (%)	3,45%		3,80%		3,51%		3,77%		4,15%
Capital próprio / AT		0,34%		-0,28%		0,25%		0,38%	
ROE (%)	0,48%		10,14%		-11,12%		7,56%		11,63%
RL / CP		9,66%		-21,26%		18,68%		4,06%	
ROA (%)	1,36%		1,94%		1,46%		2,02%		1,86%
EBIT / AT		0,58%		-0,48%		0,56%		-0,16%	
Debt to Equity (%)	1499,88%		1414,39%		1672,00%		1539,32%		1432,37%
End. Bancário / CP		-85,49%		257,61%		-132,68%		-106,95%	
Liquidez (%)	65,33%		81,82%		183,72%		136,84%		137,19%
A. Corrente / P. Corrente		16,49%		101,90%		-46,88%		0,35%	
Peso dos G. Fin. no VN (%)	20,61%		22,51%		30,85%		22,87%		15,47%
G.Financeiros/VN		1,90%		8,34%		-7,98%		-7,40%	
Peso G. Fin. no EBITDA (%)	32,95%		31,98%		48,71%		33,59%		23,31%
G.Financeiros /EBITDA		-0,97%		16,73%		-15,12%		-10,28%	
Rotação do ativo	0,060		0,062		0,059		0,067		0,066
VN / AT		0,18%		-0,27%		0,82%		-0,10%	
Rot. ativo intangível	0,075		0,078		0,077		0,090		0,093
VN / A. Intangível		0,26%		-0,12%		1,27%		0,36%	
Peso G. Pessoal (%)	13,37%		11,50%		12,24%		12,14%		11,77%
G. Pessoal / VN		-1,87%		0,74%		-0,11%		-0,36%	
P. G. Pessoal no EBITDA (%)	21,37%		16,34%		19,33%		17,82%		17,74%
G. Pessoal / EBITDA		-5,03%		2,99%		-1,51%		-0,09%	

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da ADZC)

A **margem EBITDA**, evidência uma estabilidade ao longo dos 5 anos, situando-se num valor médio de 66.15%. Esta estabilidade deve-se aos valores do EBITDA e do volume de negócios estáveis entre 2010 e 2014. O volume de negócios, situado num valor médio na ordem dos 20 milhões de euros, apresenta uma estabilidade nos anos em análise em conjunto com uma estabilidade nos gastos operacionais, permitem valores contínuos do EBITDA e respetivamente da margem EBITDA. Em relação à **margem EBIT**, esta mantém a mesma estabilidade da margem EBITDA, com valores médios situados nos 27.27%. Em 2010, o valor da margem EBIT, situava-se em valores de 22.55% passando em 2014 para valores de 27.96%. Nos anos intermédios oscila entre os 31% e os 24%.

A ADZC regista uma **AF** média de 3.74%. Entre os anos 2010 e 2014 regista um ligeiro aumento do capital próprio e um ligeiro aumento dos ativos. Assim, em 2010 apresentava uma AF de 3.45%, passando para 4.15% em 2014, demonstrando uma tendência de melhoria deste indicador.

O **ROE**, ou seja, a rentabilidade dos capitais próprios, demonstra um comportamento instável, oscilando nos 5 anos entre valores de rentabilidade na ordem dos 11.63% e de valores de desvalorização de 11.12%. Em 2010, o capital próprio apresentou uma rentabilidade de 0.48%, melhorando significativamente no ano seguinte para valores de 10.14%. Em 2012, fruto de resultados líquidos negativos o ROE situou-se em valores negativos de 11.12%, em 2013 e 2014 mostra uma tendência positiva e de crescimento representando respetivamente 7.56% e 11.63%, este último, o valor mais elevado dos anos em análise. Se considerarmos a média dos 5 anos o ROE da ADZC situa-se nos 3.74%.

O **ROA** apresenta uma média de 1.73%, verificando-se uma estabilidade ao longo dos anos. Em 2010 situava-se nos 1.36%, passando em 2014 para 1.86%. Em 2013, atinge o valor mais elevado nos cinco anos em estudo, situando-se nos 2.02%.

Em relação ao **Debt to Equity** representa uma média dos anos em análise de 1511% do capital próprio. O capital mantendo um valor estável ao longo dos 5 anos, torna-se motivo de variação o valor do endividamento bancário da ADZC. Este regista um significativo aumento entre 2011 e 2012, derivado da reestruturação da dívida realizado, com a passagem de dívida de curto prazo para o médio e longo prazo, provocando um agravamento na comparação em relação ao capital próprio.

A **liquidez** foi um indicador que melhorou significativamente entre 2010 e 2014. Em 2010, com uma percentagem de 65.33% não poderia solver os compromissos no curto prazo. Com uma tendência de melhoria em 2012, e derivado a reestruturação de dívida efetuado já referida na análise do indicador anterior, esta situação inverte-se passando este indicador para valores de 183.72%. Esta inversão, permite à ADZC a estabilidade deste indicador, demonstrado nos anos seguintes situando-se nos 136%.

O **peso dos gastos financeiros no volume de negócios** tem uma variação significativa, como anteriormente referida em 2012, derivada da reestruturação de dívida efetuada. Esta reestruturação provoca um aumento do peso dos gastos financeiros em relação ao volume de negócios de 8.34% entre 2011 e 2012. Assim, em 2014 tem um peso dos gastos financeiros de 15.47% demonstrando uma tendência de redução após a reestruturação do passivo. Em 2012, fixou-se nos 30.85%, demonstrando assim uma redução para 2014 de 15.38 pontos percentuais.

O **peso dos gastos financeiros em relação ao EBITDA**, situa-se em média nos 34.11%. A reestruturação do passivo influenciou os valores demonstrados. Em 2010, o peso dos gastos financeiros sobre o EBITDA situava-se nos 32.95%, sofrendo um aumento para os 48.71% em

2012, ano da reestruturação de dívida, diminuindo em 2013 para os 33.59%, e por fim, situando - se em 2014 nos 23.31%.

A **Rotação do ativo total** da ADZC situa-se em média nos 0.063, sendo o número de vezes que transforma o valor dos seus ativos em vendas. Se fizermos esta comparação relativamente aos ativos intangíveis o valor da **rotação dos ativos intangíveis** regista-se nos 0.083. Esta consideração relativamente aos ativos intangíveis realiza-se devido às imposições das concessões, em que os ativos são concessionados e não propriedade da entidade concessionária.

O **peso dos gastos de pessoal no volume de negócios** mostra-se estável. A estabilidade do valor de volume de negócios e estabilidade dos gastos com pessoal resultam na estabilidade deste indicador. Em média os gastos de pessoal representam um peso de 12.20% no volume de negócios. Em 2010, os gastos de pessoal representavam 13.37% do valor do volume de negócios, passando por uma ligeira diminuição em 2014, representado 11,77%.

O **peso dos gastos de pessoal no EBITDA** representam em 2010, 21.37% deste. Com uma tendência de diminuição, passam em 2014 a representar 17.74% do EBITDA, evidenciando uma melhoria na gestão dos recursos.

ENQUADRAMENTO SETORIAL

A ADZC, retira um ROE equivalente ao do setor, sustentado por uma margem EBITDA e uma margem EBIT superior. É de notar a disparidade entre estas duas margens, relativamente ao setor, o que demonstra o peso dos gastos com depreciações e amortizações da ADZC. O nível de endividamento da ADZC, encontra-se muito superior ao do setor, dando assim uma maior enfase ao peso dos gastos financeiros apresentado.

9. Concessões Privadas

9.1. BeWater - Águas de Mafra

APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A partir de março de 1995, a então *Compagnie Générale des Eaux* assumiu a responsabilidade de exploração e gestão do sistema de captação, tratamento e distribuição de água do concelho de Mafra. A empresa havia ganhado o concurso público lançado para o efeito e celebrado o respetivo contrato de concessão com a Câmara Municipal de Mafra em 1994.

Assim, a *Compagnie Générale des Eaux*, que mais tarde passou a ser designada por BeWater, S.A., ficou com a responsabilidade de abastecimento de água, atualmente, mais de 120 000 clientes/utilizadores, assumindo o papel de entidade gestora e responsabilizando-se em regime de exclusividade pela gestão e exploração dos sistemas, considerando todas as atividades de operação, manutenção e de investimento.

ESTRUTURA ACIONISTA

A BW, é desde 2013 pertencente ao grupo *Beijing Enterprises Water Group*.

ANÁLISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

Devido a dificuldades de disponibilização de informações por parte da BW, apenas é possível realizar a análise económica e financeira dos anos 2013 e 2014.

A BW apresenta nos anos 2013 e 2014 um volume de negócios situado na ordem dos 26 milhões de euros (gráfico 9.1).

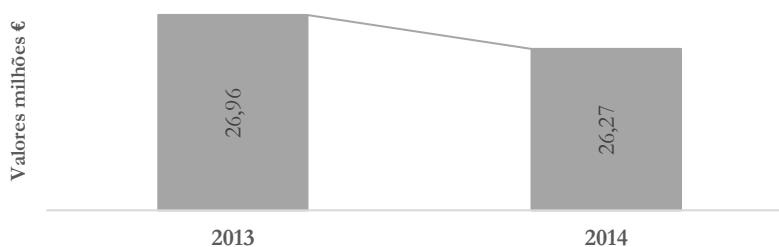


Gráfico 9.1 - Evolução do volume de negócios da BeWater entre 2013 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da BeWater)

A BW em 2013, apresentou resultados líquidos negativos no valor de 5.4 milhões de euros. Para este resultado contribuiu as perdas imputadas a subsidiárias associadas e empreendimentos conjuntos no valor de -5.680.855,06€, na qual foram registadas as perdas dos valores de compromissos assumidos em conjunto, resultando na contribuição dos resultados operacionais negativos apresentados pela BW. Em 2014, como demonstrado no gráfico 9.2, apresentou resultados líquidos positivos, contribuindo para isso a melhoria significativa nos resultados operacionais.

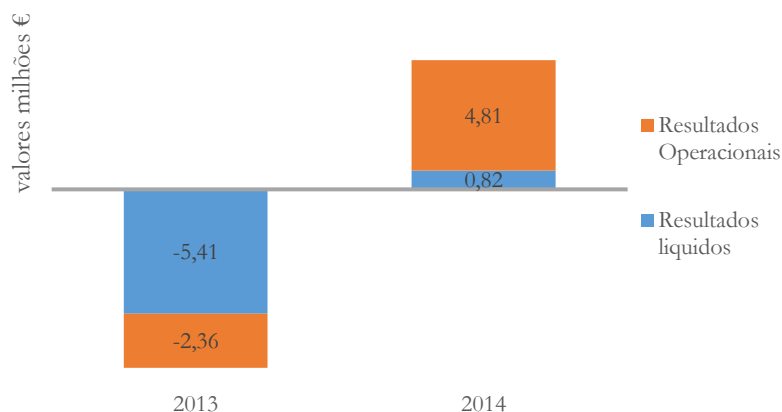


Gráfico 9.2 - Evolução dos resultados líquidos da Be Water entre 2013 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Be Water)

Os rendimentos totais da BW mantêm-se estáveis nos dois anos em análise, com o volume de negócios situado na ordem dos 26 milhões de euros, apresentando uma ligeira descida sem significado. A descida nos valores do volume de negócios é compensada pela subida na rubrica de outros rendimentos e ganhos operacionais, como podemos visualizar na tabela 9.1.

Tabela 9.1 - Variação dos rendimentos totais da BW entre 2013 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
Volume de negócios	26,96	-2,4%	26,32
Reversão de Provisões e ajustamentos	0,00		0,04
Outros rendimentos e ganhos operacionais	2,42	24,6%	3,01
Rendimentos Totais	29,37	0,0%	29,37

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da BeWater)

Os gastos totais da BeWater mantêm-se praticamente inalterados entre 2013 e 2014, como podemos verificar na tabela 9.2. A rubrica que mais contribuiu para a formulação dos gastos

totais é os FSE, representando estes cerca de 32.5% dos gastos. A outra rubrica com maior significado é os gastos com pessoal com cerca de 23% dos gastos totais. Estas duas rubricas representam, em 2014 cerca de 55% dos gastos totais.

Tabela 9.2 - Variação dos gastos totais da BW entre 2013 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
CMVMC	-5,16	3,9%	-4,97
FSE	-10,00	8,7%	-9,20
Gastos com o pessoal	-6,60	7,1%	-6,16
Depreciações e perdas imparidade em ativos	-3,35	-2,7%	-3,44
Perdas por imparidade	-0,09	-14,4%	-0,10
Outros gastos operacionais	-0,86	25,1%	-0,69
Juros e gastos similares	-2,81	-23,9%	-3,69
Gastos Totais	-28,86	2,2%	-28,25

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da BeWater)

Uma nota importante de referir e não evidenciada na tabela acima é as perdas por compromissos assumidos em associadas, no valor de -5.680.855,06€ em 2013. Estes compromissos cessaram em 2013.

Numa referência aos resultados operacionais, em 2013 encontravam-se com valores negativos na ordem dos 2.3 milhões de euros verificando-se em 2014, uma melhoria substancial dos mesmos resultados, passando para valores positivos na ordem dos 4.8 milhões de euros, como se pode verificar no gráfico 9.3. Mais uma vez referindo que as perdas, anteriormente mencionadas contribuíram significativamente para a formulação destes resultados operacionais.

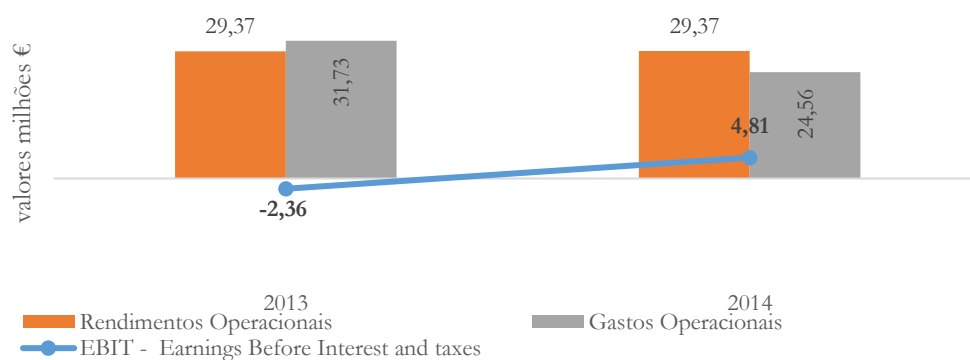


Gráfico 9.3 - Evolução das margens operacionais da BW entre 2013 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Be Water)

A BW não apresenta rendimentos financeiros, apresentando apenas gastos financeiros, são estes que determinam os resultados financeiros apresentados. Na tabela 9.3 podemos verificar um agravamento dos resultados financeiros entre os anos 2013 e 2014 de 31.4%. Os resultados financeiros em 2014, situaram-se nos valores negativos de 3.6 milhões de euros.

Tabela 9.3 - Evolução dos resultados financeiros da BW entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
Rendimentos			
Gastos	-2,81	-31,4%	-3,69
Total	-2,81	-31,4%	-3,69

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da BeWater)

Na sua posição financeira a BW, como identificado na tabela 9.4, podemos verificar que o ativo corrente cobre o passivo corrente. Este representa cerca de 35% do ativo, permitindo a BW apresentar uma situação de tesouraria a curto prazo favorável e com garantia de cumprimento dos seus compromissos correntes.

Em relação aos compromissos a médio e longo prazo a BW, tem igualmente uma situação controlada, tendo um ativo não corrente superior ao seu passivo não corrente, dando garantias de solvabilidade dos seus compromissos financeiros.

Tabela 9.4 - Posição financeira da BW entre 2013 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
Total do ativo não corrente	87,85	-3,3%	84,95
Total do ativo corrente	15,06	10,7%	16,67
Total do ativo	102,90	-1,2%	101,62
Total do passivo não corrente	71,80	-1,6%	70,62
Total do passivo corrente	6,88	-13,3%	5,96
Total do Passivo	78,68	-2,7%	76,59

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da BeWater)

Analisando o endividamento de médio e longo prazo a BW regista uma amortização de 9.8% do mesmo, apresentando nas suas contas em 2013 um valor de 62.6 milhões de euros, reduzindo-o em 2014 para cerca de 61.9 milhões.

NOTAS A CONSIDERAR

Como já referido, a interpretação dos indicadores da BW está condicionada no ano 2013, por perdas registadas por imputação de compromissos assumidos em empreendimentos conjuntos, se das contas de 2013 retirarmos o valor dos 5.6 milhões associados as estas perdas, pelos mesmos não fazerem parte da atividade corrente da BW, e ser considerado um ato isolado, os indicadores referentes ao ano 2013 são equivalentes aos de 2014.

Podemos assumir assim, e considerando apenas os dois anos possíveis de estudo, que a BW apresenta uma estabilidade relativamente a valores registados.

PRINCIPAIS INDICADORES

Realizando uma análise aos principais indicadores de económicos e financeiros da BeWater, retirados e calculados mediante a apresentação de contas explanada nos relatórios e contas, podemos verificar, consoante apresentado na tabela 9.5.

Tabela 9.5 - Indicadores económicos da BW entre 2013 e 2014

	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%) EBITDA / VN	3,64%	27,77%	31,41%
Margem EBIT (%) EBIT / VN	-8,77%	27,09%	18,33%
Autonomia Financeira (%) Capital próprio / AT	23,54%	1,10%	24,64%
ROE (%) RL / CP	-22,35%	25,61%	3,26%
ROA (%) EBIT / AT	-2,30%	7,03%	4,74%
Debt to Equity (%) End. Bancário / CP	258,52%	-11,07%	247,45%
Liquidez (%) A. Corrente / P. Corrente	218,76%	60,77%	279,53%
Peso dos G. Fin. no VN (%) G.Financeiros /VN	10,43%	3,63%	14,05%
Peso G. Fin. no EBITDA (%) G.Financeiros /EBITDA	286,22%	-241,49%	44,73%
Rotação do ativo (n.º vezes) VN / AT	0,262	-0,35%	0,258
Rot. ativo intangível (n.º vezes) VN / A. Intangível	0,703	1,71%	0,720
Peso G. Pessoal (%) G. Pessoal / VN	24,50%	-1,04%	23,46%
P. G. Pessoal no EBITDA (%) G. Pessoal / EBITDA	672,57%	-597,88%	74,69%

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Be Water)

A **margem EBITDA** da BW registou uma melhoria significativa entre 2013 e 2014 passando de 3.64% para os 31.41%, registando um aumento de 27.77 pontos percentuais. A diferença de valores apresentados nos dois anos deve-se essencialmente a perdas sofridas em 2013, em subsidiárias, associadas ou empreendimentos conjuntos. Acrescentando ao EBITDA as depreciações, amortizações e provisões, obtemos a **margem EBIT**, a qual segue a mesma tendência da margem EBITDA. Em 2013, regista valores negativos de 8.77% melhorando significativamente em 2014 para 18.33%.

A **autonomia financeira** da BW, nos dois anos em análise, mostra uma estabilidade situada nos 24%. Sem variações significativas no valor do capital próprio nem dos ativos, mantém os valores nos dois anos.

O **ROE**, em 2013 apresenta valores negativos de 22.53%, resultante dos resultados líquidos negativos na ordem dos 5 milhões de euros, provocados como já referido por um ato não recorrente e não associado à principal atividade da BW. Em 2014, a melhoria dos resultados líquidos e consequente melhoria do ROE, permite a este retirar uma rendibilidade dos capitais próprios na ordem dos 3.26%. O **ROA** da BW em 2013, apresenta valores negativos na ordem dos 2.30%, derivado dos resultados operacionais negativos, passando em 2014 para um valor positivo de 4.74%. No que concerne ao **Debt to Equity** representa, em 2014, 247.45% do capital próprio. Em 2013, o mesmo indicador situava-se nos 258.52% registando assim uma melhoria entre os dois anos de 11 pontos percentuais. Os valores de endividamento registados denotam a grande dependência de financiamento externo da BW. Em termos de **liquidez**, a BW tem uma situação que lhe permite liquidar os seus passivos de curto prazo como os ativos de curto prazo, apresentando assim uma tesouraria líquida com uma situação confortável. Em 2013, a liquidez situava-se em 218.76%, melhorando em 2014 para valores de 279.53%. Esta melhoria deve-se a uma redução do passivo de curto prazo, essencialmente na redução de dívidas a fornecedores, e um aumento do ativo de curto prazo.

O **Peso dos gastos financeiros no volume de negócios** da BW representam, em 2013, 10.43%, aumentando em 2014 para 14.05%, devido essencialmente ao aumento dos custos com a dívida exigida pelas entidades bancárias. Em 2013, os custos financeiros situavam na ordem dos 2.8 milhões de euros, aumentando significativamente em 2014 para valores de 3.7 milhões de euros. Se relacionarmos o **peso dos gastos financeiros em relação ao EBITDA** em 2013, estes representavam 2.86 vezes o valor do EBITDA. Em 2014, com a melhoria significativa do EBITDA, e mesmo com o aumento dos gastos financeiros, esta relação passou para valores de 0.45, ou seja, os gastos financeiros passaram a representar 45% do EBITDA.

A **Rotação do ativo total** da BW situa-se em média nos 0.026, sendo o número de vezes que transforma o valor dos seus ativos em vendas. Se fizermos esta comparação relativamente aos ativos intangíveis o valor da **rotação dos ativos intangíveis** regista-se nos 0.071. Esta consideração relativamente aos ativos intangíveis realiza-se devido às imposições das concessões, em que os ativos são concessionados e não propriedade da entidade concessionária.

O **peso dos gastos de pessoal no volume de negócios**, representam na média de 2013 e 2014, 23.98% do volume de negócios da BW. Em 2013, os gastos com pessoal representavam 24.50% do volume de negócios diminuindo em 2014 para 23.46%, demonstrando assim uma melhor utilização dos recursos. Em relação ao **peso dos gastos de pessoal no EBITDA** em 2013, sobrepunham em 6.72 vezes o valor do EBITDA. Em 2014, com a melhoria do EBITDA verifica-se que os gastos de pessoal representam 74.96% do valor do EBITDA, ainda assim uma percentagem elevada.

ENQUADRAMENTO SETORIAL

A BW apresenta relativamente ao setor, indicadores coincidentes, apenas ligeiramente superior no nível de endividamento e conseqüente peso dos gastos financeiros.

9.2. Aquapor - Águas de Cascais

APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A Aquapor é um dos principais grupos a atuar no setor das Águas em Portugal, desde 1987, integrando um modelo de gestão baseado nas concessões municipais e prestações de serviços de abastecimento de água e saneamento de águas residuais diretamente à população, às autarquias e às indústrias.

O grupo é constituído por diversas empresas a atuar neste setor, podendo destacar-se entre elas: Águas de Alenquer, Águas de Azambuja, Águas de Cascais, Águas da Figueira, Águas de Gondomar, Águas do Lena.

Entre as empresas integrantes do grupo encontra-se a Águas de Cascais, S.A (AC). Foi inicialmente criada pelo consórcio de empresas AGS – Administração e Gestão de Sistemas de Salubridade, S.A., Aquapor, Efacec Capital, Euronova e Oriente, com o objetivo de concorrer à distribuição de água e de drenagem de águas residuais do município de Cascais.

O concurso aberto pela Câmara Municipal de Cascais foi ganho pela empresa e a concessão teve

início em 2001. Assim, a empresa AC ficou responsável pela concessão do serviço de distribuição de águas e de drenagem de águas residuais por um período de 25 anos.

A concessão passa pela exploração e gestão dos serviços municipais de captação, tratamento e distribuição de água para consumo humano. Em 2010, o contrato de concessão foi alargado, acrescentando cinco anos ao prazo inicial, com a renegociação do mesmo e a inclusão da construção, manutenção e melhoria de todas as infraestruturas e equipamentos afetos ao contrato de concessão e pré-determinados no plano de investimento. O plano de investimentos ficou, assim, a prever um investimento de cerca de 90 milhões de euros a realizar até ao fim do prazo vigente da concessão em obras consideradas essenciais à prestação do serviço.

ESTRUTURA ACIONISTA

A empresa AC foi constituída no ano 2000, com um capital social de 3,5 milhões de euros.

Após diversas mutuações ocorridas na sua estrutura acionista, divide-se atualmente pelos seguintes acionistas:

- AGS – Administração e Gestão de Sistemas de Salubridade, S.A. com 42,96% do capital;
- AQUAPOR Serviços, S.A. com 42,96% do capital;
- STDP – SGPS, S.A. com 14,08% do capital.

ANALISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

O volume de negócios da AC, entre 2010 e 2013 apresentava uma tendência de crescimento, com melhorias sucessivas, em 2014, registou uma diminuição do volume de negócios passando dos 53 milhões em 2013, para os 37 milhões de 2014, registando assim, uma redução significativa de 16 milhões de euros. No gráfico 8.4 podemos verificar a evolução do volume de negócios.

Os resultados líquidos das AC apresentam valores positivos, sustentados pelos resultados operacionais. Em 2012, atinge os resultados líquidos mais elevados dos cinco anos em estudo, sustentados por resultados operacionais de 7.7 milhões de euros. A partir do ano 2012, nota-se uma redução nos resultados operacionais com a conseqüente redução nos resultados líquidos. No gráfico 9.4 podemos verificar os valores e evolução dos resultados operacionais e líquidos entre 2010 e 2014.

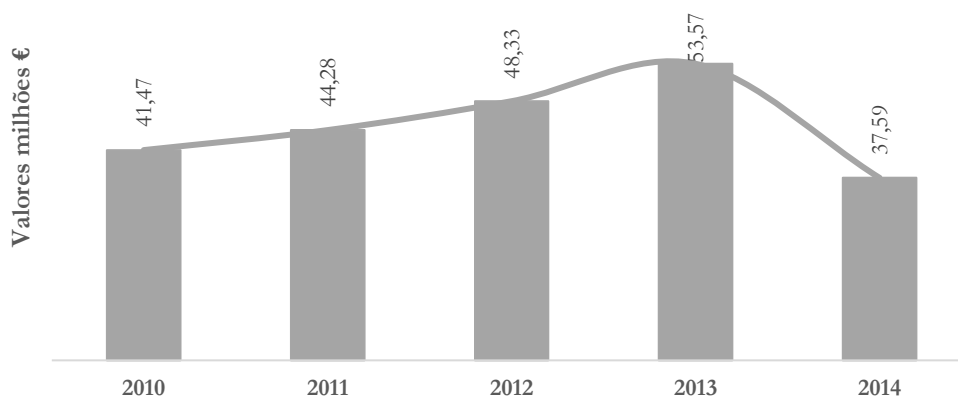


Gráfico 9.4 - Evolução dos resultados líquidos da AC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Cascais)

A AC, em consonância com o volume de negócios entre 2010 e 2013 apresentou um crescimento nos rendimentos totais, tendo em 2013 o ano com maiores rendimentos totais registados, sustentado por um volume de negócios de 53.5 milhões de euros e subsídios ao investimento de 9 milhões. Em 2014, registou-se uma diminuição significativa do volume de negócios tendo-se refletido nos rendimentos totais na mesma ordem de grandeza, cerca de 16 milhões de euros, como se pode verificar na tabela 8.6.

Tabela 9.6 - Variação dos rendimentos totais da AC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Volume de negócios	41,47	6,8%	44,28	9,1%	48,33	10,9%	53,57	-29,8%	37,59
Subsídios ao investimento	0,00		0,00		0,00	409,3%	0,01	-13,5%	0,01
Reversão de Provisões e ajustamentos	0,00		0,00		0,00		0,00		0,00
Outros rendimentos e ganhos operacionais	0,93	45,3%	1,35	34,6%	1,82	-37,2%	1,14	37,4%	1,57
Juros e rendimentos similares	0,39	-59,9%	0,16	11,5%	0,18	29,8%	0,23	-16,9%	0,19
Rendimentos Totais	42,80	7,0%	45,79	9,9%	50,33	9,2%	54,95	-28,4%	39,35

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Cascais)

Em termos, de gastos totais demonstrados na tabela 9.7, a rubrica que mais contribui para o valor final é a dos FSE, representando 43.4% dos mesmos em 2014. Esta rubrica, apresenta uma tendência de aumento cerca de 20% anuais entre 2010 e 2013. Em 2014, tem uma redução para cerca de metade do valor apresentado em 2013, situando-se nos 15.9 milhões de euros, sendo a principal rubrica a contribuir para a diminuição dos gastos totais. Das outras rubricas

que contribuem para os gastos totais, o CMVMC representa 19.6%, enquanto, os gastos com pessoal representam cerca de 13%. Estas três rubricas representam cerca de 76% dos gastos totais e têm vital importância na formulação dos resultados operacionais.

Tabela 9.7 - Variação dos gastos totais da AC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
CMVMC	-9,83	5,3%	-9,33	9,4%	-8,53	10,0%	-7,75	7,3%	-7,23
FSE	-16,99	-16,4%	-20,32	-14,3%	-23,70	-20,1%	-29,67	85,5%	-16,00
Gastos com o pessoal	-5,60	0,6%	-5,56	14,9%	-4,84	1,1%	-4,79	0,8%	-4,75
Depreciações e perdas imparidade em ativos	-3,97	4,8%	-3,79	-0,5%	-3,81	-3,3%	-3,94	-11,0%	-4,42
Perdas por imparidade	-0,28	-51,0%	-0,57	-18,4%	-0,70	1,0%	-0,69	13,9%	-0,61
Provisões	-0,10	-10,3%	-0,11	3,5%	-0,11	2,6%	-0,11	334,5%	-0,02
Outros gastos operacionais	-0,86	18,8%	-0,73	6,3%	-0,68	12,9%	-0,61	23,4%	-0,49
Juros e gastos similares	-1,19	-62,1%	-3,13	-10,4%	-3,50	-4,8%	-3,67	12,4%	-3,27
Gastos Totais	-38,82	-11%	-43,55	-5%	-45,87	-10%	-51,23	39%	-36,79

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Cascais)

A AC apresenta margens operacionais positivas, com uma tendência crescente entre 2010 e 2012, invertendo-se essa tendência a partir de 2013. Em 2014, como se pode verificar no gráfico 9.5, houve uma redução significativa, tanto nos rendimentos, bem como nos gastos operacionais, resultando também numa significativa redução das margens operacionais.

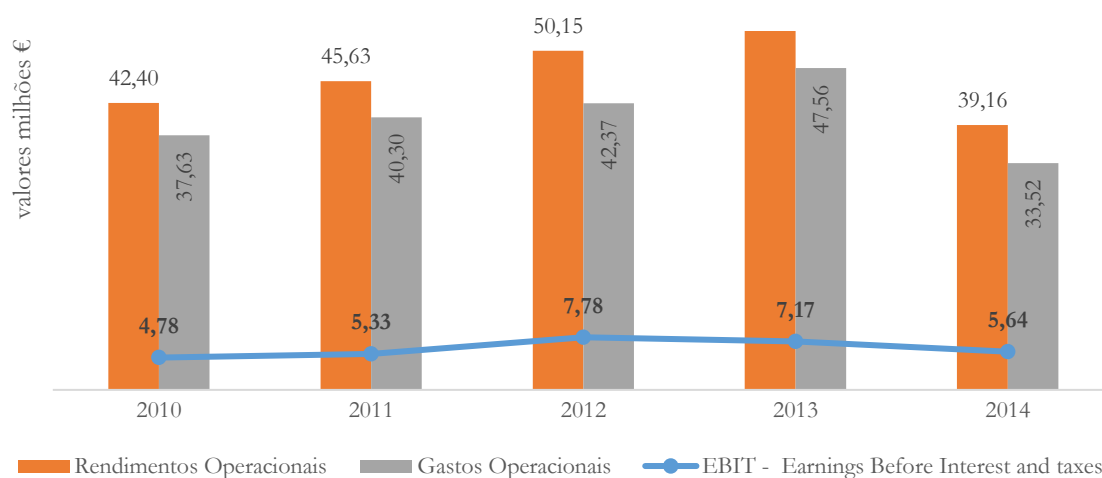


Gráfico 9.5 - Evolução das margens operacionais da AC entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Cascais)

As variações ocorridas nos resultados líquidos, como podemos constatar anteriormente dependeram essencialmente nas variações ocorridas no EBIT. Os resultados financeiros, em 2011 sofrem um significativo aumento de 2.2 milhões de euros comparativamente a 2010. A partir de 2011, estabilizam na média dos 3.2 milhões de euros demonstrando uma ligeira melhoria no último ano em análise, como verificado na tabela 9.8.

Tabela 9.8 - Evolução dos resultados financeiros da AC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Rendimentos	0,39	59,9%	0,16	-11,5%	0,18	-29,8%	0,23	16,9%	0,19
Gastos	-1,19	-163,7%	-3,13	-11,6%	-3,50	-5,0%	-3,67	11,0%	-3,27
Total	-0,79	-275%	-2,97	-12%	-3,32	-4%	-3,44	11%	-3,08

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Cascais)

Relativamente à posição financeira a AC em 2010, apresenta uma situação problemática em termos do curto prazo, em que o seu ativo corrente não é suficiente ao seu passivo corrente, criando assim dificuldade de tesouraria e de cumprimento dos seus compromissos de curto prazo. Relativamente ao seu equilíbrio no médio e longo prazo, este mostra-nos que uma situação confortável e equilibrada, de modo que em 2011 permite que seja realizada uma reestruturação do passivo, passando passivo de curto para o médio e longo prazo. Esta operação permitiu a melhoria da situação de tesouraria, ficando a mesma equilibrada nesse ano e assim permanecendo até 2014. Em 2014, de notar o registo de um aumento do passivo corrente relativamente a 2013, como se pode verificar na tabela 9.9.

Tabela 9.9 - Posição financeira da AC entre 2010 e 2014

Valores milhões €	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Total do ativo não corrente	65,80	6,5%	70,08	9,1%	76,46	15,6%	88,37	-3,5%	85,28
Total do ativo corrente	18,32	-12,7%	16,00	25,4%	20,06	27,9%	25,65	7,2%	27,50
Total do ativo	84,12	2,3%	86,08	12,1%	96,52	18,1%	114,02	-1,1%	112,78
Total do passivo não corrente	46,86	32,9%	62,26	8,8%	67,72	25,2%	84,76	-14,7%	72,26
Total do passivo corrente	25,66	-45,8%	13,91	16,6%	16,22	-17,0%	13,47	96,2%	26,43
Total do Passivo	72,53	5,0%	76,17	10,2%	83,94	17,0%	98,24	0,5%	98,69

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas das Águas de Cascais)

A AC fruto da reestruturação da dívida efetuada em 2011, aumento significativamente o seu endividamento a entidades bancárias, igualmente visível no aumento dos custos de financiamento. A partir de 2011 a AC continua numa tendência de aumento do seu nível de

endividamento a médio e longo prazo, apenas quebrando essa mesma tendência em 2014 com uma redução de cerca de 8 milhões de euros.

PRINCIPAIS INDICADORES

Realizando uma análise aos principais indicadores de económicos e financeiros das Águas de Cascais, retirados e calculados mediante a apresentação de contas explanada nos relatórios e contas, podemos verificar, consoante apresentado na tabela 9.10.

Tabela 9.10 - Indicadores económicos das AC entre 2010 e 2014

	2010	Δ	2011	Δ	2012	Δ	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%)	21,09%		20,34%		23,98%		20,73%		26,78%
EBITDA / VN		-0,75%		3,63%		-3,25%		6,05%	
Margem EBIT (%)	11,52%		11,78%		16,09%		13,38%		15,01%
EBIT / VN		0,27%		4,31%		-2,71%		1,63%	
Autonomia Financeira (%)	13,78%		11,51%		13,03%		13,84%		12,49%
Capital próprio / AT		-2,27%		1,52%		0,81%		-1,35%	
ROE (%)	23,83%		19,34%		24,93%		16,66%		13,14%
RL / CP		-4,49%		5,59%		-8,27%		-3,53%	
ROA (%)	5,68%		6,06%		8,06%		6,29%		5,00%
EBIT / AT		0,38%		2,00%		-1,77%		-1,28%	
Debt to Equity (%)	186,14%		252,33%		248,13%		314,14%		351,36%
End. Bancário / CP		66,19%		-4,20%		66,01%		37,21%	
Liquidez (%)	71,38%		115,02%		123,63%		190,39%		104,06%
A. Corrente / P. Corrente		43,64%		8,61%		66,76%		-86,33%	
Peso dos G. Fin. no VN (%)	1,91%		6,72%		6,87%		6,42%		8,18%
G.Financeiros / VN		4,80%		0,15%		-0,44%		1,76%	
Peso G. Fin. no EBITDA (%)	9,07%		33,03%		28,65%		30,99%		30,56%
G.Financeiros / EBITDA		23,95%		-4,38%		2,34%		-0,44%	
Rotação do ativo	49,30%		51,44%		50,07%		46,99%		33,33%
VN / AT		2,14%		-1,37%		-3,09%		-13,66%	
Rot. ativo intangível	65,34%		65,19%		65,19%		62,01%		45,63%
VN / A. Intangível		-0,15%		0,00%		-3,19%		-16,38%	
Peso G. Pessoal (%)	13,49%		12,56%		10,01%		8,94%		12,64%
G. Pessoal / VN		-0,93%		-2,55%		-1,07%		3,70%	
P. G. Pessoal no EBITDA (%)	63,96%		61,75%		41,77%		43,12%		47,21%
G. Pessoal / EBITDA		-2,21%		-19,98%		1,36%		4,09%	

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas das Águas de Cascais)

A AC, regista uma **margem EBITDA** média de 22.58%. Com uma margem, em 2010, de 21.09% e com oscilação ao longo dos 3 anos, em 2014, regista uma melhoria na margem de 5.79 pontos percentuais situando-se nos 26.78% do volume de negócios. A **margem EBIT**, seguindo o mesmo efeito da margem EBITDA, regista uma evolução menor situada em 3.49 pontos percentuais. Em 2013 regista um valor de 11.52% passando em 2014 para um valor de 12.49% do volume de negócios.

Em relação ao indicador da **autonomia financeira** mostra uma estabilidade desde indicador. Com uma variação de 1.29 pontos percentuais nos anos em extremo, o capital próprio situa-se numa média de 12.93% do ativo. Em 2013 o valor do ativo aumenta significativamente relativamente a 2012 tendo-se verificado igualmente um aumento no valor do capital próprio.

O **ROE**, a partir de 2012 demonstra uma tendência de diminuição, demonstrando uma perda de rentabilidade dos capitais próprios. Em 2010 teve uma rentabilidade dos capitais próprios de 23.83% passando para 13.14% em 2014. Verificou-se assim uma redução de 10 pontos percentuais de rentabilidade nos anos extremos da análise. O **ROA**, na mesma tendência como o ROE mantém uma tendência de crescimento até 2012, ano em que sofre uma inversão dessa tendência. Ao longo dos 5 anos regista uma média de 6.22% de rentabilidade operacional retirada dos ativos. Em 2010, a rentabilidade situa-se no 5.68% passando pelo valor mais elevado em 2012 de 8.06% e terminando nos 5% em 2014.

O **Debt to Equity** sofreu um aumento de 77% entre 2010 e 2014. Este aumento leva a uma penalização neste indicador passando de representar 18.61 vezes o valor do capital próprio de 2010 para os 35.13 de 2014 do capital próprio.

Em termos, de **liquidez** a AC demonstra uma melhoria em 2011, devida essencialmente à reestruturação da dívida realizada, permitindo passar de uma situação de insuficiência de tesouraria com 71.38% para um equilíbrio e continua melhoria até 2013 em que regista uma liquidez de 190.39%, em 2014 reduz significativamente este indicador para os 104.06%, mas mantendo o equilíbrio. A evolução deste indicador em conjunto com o aumento do endividamento, demonstra uma dependência da AC de financiamento alheio e insuficiente autofinanciamento.

O **peso dos gastos financeiros no volume de negócios** com o aumento significativo do endividamento bancário ao longo dos 5 anos, torna-se conseqüente o respetivo aumento dos gastos financeiros. Assim, o peso dos gastos financeiros sobre o volume de negócios passa dos 1.91% registados em 2010, para os 8.18% registados em 2014, demonstrando a tendência de aumento nos 5 anos. Este peso tem mais significado, se considerarmos relativamente ao **peso dos gastos financeiros no EBITDA**, registando um aumento de 21.48 pontos percentuais entre 2010 e 2014. Em 2010, o peso dos gastos financeiros representava 9.07% do valor do EBITDA, passando em 2014, esse valor para os 30.56% demonstrando assim um agravamento significativo deste indicador. A **Rotação do ativo total** da AC situa-se em média nos 0.26, sendo o número de vezes que transforma o valor dos seus ativos em vendas. Se fizermos esta comparação relativamente aos ativos intangíveis o valor da **rotação dos ativos intangíveis**

registra-se nos 0.67. Esta consideração relativamente aos ativos intangíveis, realiza-se devido às imposições das concessões, em que os ativos são concessionados e não propriedade da entidade concessionária.

O **Peso dos gastos de pessoal no volume de negócios** nos cinco anos demonstra uma tendência de redução, situação devida não só a uma redução dos gastos com pessoal, mas também com o aumento do volume de negócios, já anteriormente referido. Em 2010, os gastos com pessoal representavam 13.49% do volume de negócios passando em 2014 para os 12.64%. Se analisarmos o **peso dos gastos de pessoal no EBITDA**, podemos verificar que os mesmos representam uma média de 51.56%. Este indicador, entre 2010 e 2013, demonstra uma tendência de redução, começando nos 63.96% do EBITDA em 2010, e chegando a 2013 a representar 43.12% do EBITDA. Em 2014, sofre um ligeiro agravamento situando-se nos 47.21%. Não obstante o agravamento verificado em 2014, este indicador demonstra uma melhoria de 16.76 pontos percentuais entre 2010 e 2014.

ENQUADRAMENTO SETORIAL

A AC apresenta um ROE muito superior ao apresentado pelo setor, demonstrando uma melhor rentabilidade dos capitais. O nível de endividamento apresenta-se superior ao do setor, e como consequência o peso dos gastos financeiros igualmente mais elevados. Relativamente ao peso dos gastos com pessoal estes situam abaixo do setor, demonstrando uma melhor gestão dos recursos.

9.3. Indaqua Matosinhos - Águas de Matosinhos

APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A Indaqua Matosinhos – Gestão de Águas de Matosinhos, S.A., empresa pertencente ao grupo Indaqua, foi criada em 2007 com o objetivo de gestão do contrato de concessão de distribuição de água para consumo humano e recolha e tratamento de águas residuais no concelho de Matosinhos. No presente contrato de concessão está ainda incluída a construção, manutenção e melhoria de todas as infraestruturas e equipamentos afetos ao contrato de concessão e pré-determinados no plano de investimento.

O dito contrato de concessão teve início em março de 2008, e prevê uma duração de 25 anos,

sendo que no final da concessão todas as infraestruturas serão transferidas para o município de Matosinhos.

Este concelho tem previsto um grande plano de investimento, de modo a fazer face ao crescimento populacional e a garantir a sustentabilidade do abastecimento aos atuais e novos clientes.

ESTRUTURA ACIONISTA

A Indaqua Matosinhos (IM) é detida na sua totalidade pelo grupo Indaqua.

ANALISE ECONÓMICA E FINANCEIRA

Devido a dificuldades de disponibilização de informações por parte da IM, apenas é possível realizar a análise económica e financeira dos anos 2013 e 2014.

O volume de negócios da IM, em 2014 apresenta uma variação negativa face a 2013 de cerca de 5.1 milhões de euros representando uma redução de 19% em relação aos resultados obtidos em 2013. Assim, em 2013 a IM registou um volume de negócios de 23 milhões de euros passando em 2014 para os 18 milhões, como se pode visualizar no Gráfico 9.6.

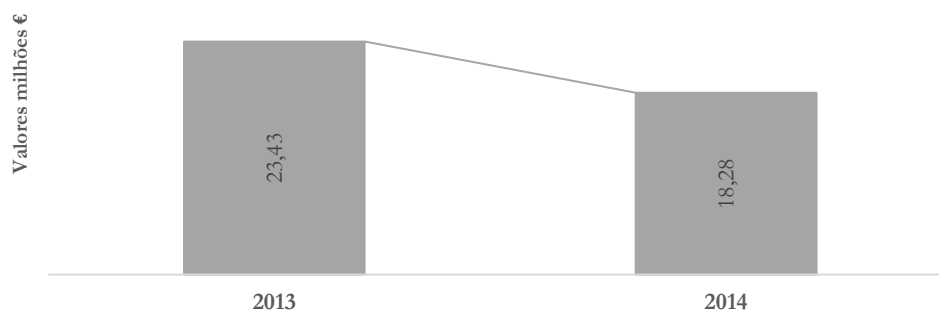


Gráfico 9.6 - Evolução do volume de negócios da IM entre 2013 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Matosinhos)

Os resultados líquidos da IM, nos dois anos possíveis de estudo, encontram-se com valores negativos, apresentando uma ligeira melhoria em 2014 face a 2013, mas continuando com valor negativo. Esta tendência de melhoria é verificada em 2015, obtendo resultados líquidos positivos na ordem dos 168 mil euros. Apesar de 2015, não fazer parte dos anos em estudo é aqui referido para fazer demonstração da tendência. Em 2013, os resultados líquidos registam um valor

negativo de 1.1 milhão de euros passando em 2014 para os valores de 785 mil euros negativos, como pode ser observado no gráfico 9.7.

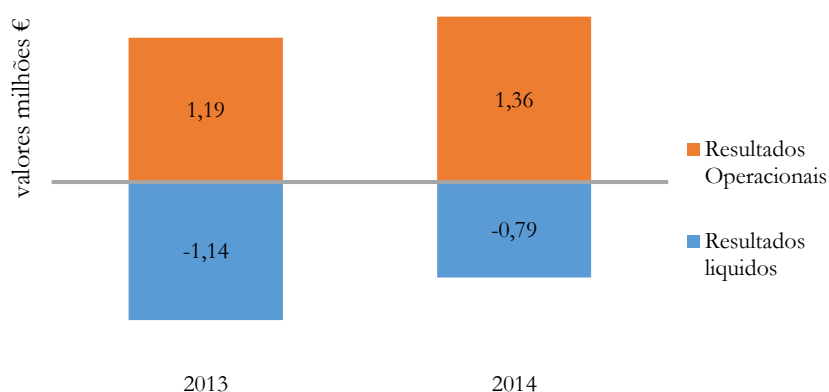


Gráfico 9.7 - Evolução dos resultados líquidos da IM entre 2010 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Matosinhos)

Os rendimentos totais mostram a variação ocorrida no volume de negócios, já anteriormente referida. Em relação a outros rendimentos operacionais pode-se verificar uma ligeira melhoria em 2014 relativamente a 2013, verificado na tabela 9.11. Em 2013, registou um valor na ordem de 1 milhão de euros, passando em 2014 para 1.8 milhões. Esta melhoria não é suficiente para fazer face ao decréscimo do volume de negócios registado, levando assim a diminuição dos rendimentos totais.

Tabela 9.11 - Variação dos rendimentos totais das IM entre 2013 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
Volume de negócios	23,43	28,2%	18,28
Subsídios ao investimento	0,00	-100,0%	0,00028
Outros rendimentos e ganhos operacionais	1,04	-42,5%	1,81
Juros e rendimentos similares	0,05	6,8%	0,05
Rendimentos totais	24,52	22%	20,14

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas das Águas de Matosinhos)

Os gastos totais acompanharam a redução ocorrida no volume de negócios, assim deu-se uma redução nos gastos totais de 5 milhões de euros, com a maior incidência na redução ocorrida na rubrica dos FSE em perto de 51% relativamente a 2013. Em 2013, esta rubrica registava um valor de 11.5 milhões de euros, e contribuía em cerca de 44% para a formulação do valor total dos gastos, passando em 2014, para os 5.6 milhões de euros e passando a contribuir em 26%

para a formulação dos gastos totais. As outras rubricas de gastos mantiveram-se relativamente estáveis nos valores de 2013, como se pode verificar na tabela 9.12. De referir a reação da IM na redução dos gastos totais em consonância com a redução ocorrida no volume de negócios.

Tabela 9.12 - Variação dos gastos totais da IM entre 2013 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
CMVMC	-4,97	2,8%	-4,84
FSE	-11,53	103,5%	-5,67
Gastos com o pessoal	-2,37	0,3%	-2,37
Depreciações e perdas imparidade em ativos	-3,45	-8,6%	-3,77
Perdas por imparidade	-0,30	18,0%	-0,26
Outros gastos operacionais	-0,65	-64,2%	-1,83
Juros e gastos similares	-2,75	13,7%	-2,42
Gastos Totais	-26,03	-19%	-21,15

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas das Águas de Matosinhos)

A IM apresenta nos dois anos explanados, uma ligeira melhoria da margem operacional, como se pode visualizar no gráfico 9.8, denotando uma boa resposta às variações ocorridas no volume de negócios, com uma resposta atempada nos gastos. Esta reação, permitiu uma melhoria, ainda que ligeira, no EBIT registando em 2013 um EBIT de 1.1 milhões de euros, e passando em 2014 para um valor de 1.3 milhões de euros.

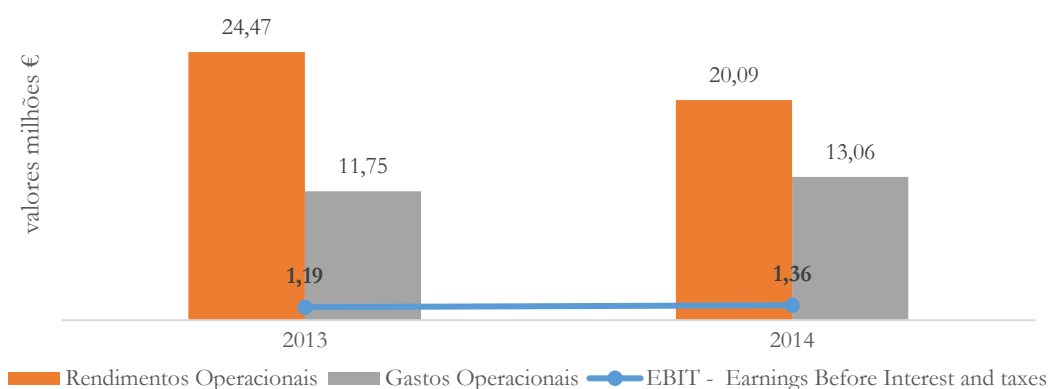


Gráfico 9.8 - Evolução das margens operacionais da IM entre 2013 e 2014

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas da Águas de Matosinhos)

Os resultados financeiros da IM registam uma melhoria em 2014, face ao registado em 2013, esta redução deve-se a uma diminuição dos gastos financeiros que em 2013 registavam 2.7 milhões de euros e tiveram uma redução de cerca 500 mil euros em 2014 registando 2.4 milhões de euros. Na tabela 9.13 podemos verificar a evolução dos gastos financeiros, bem como as das rubricas que para eles contribuem.

Tabela 9.13 - Evolução dos resultados financeiros da IM entre 2013 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
Rendimentos	0,05	6,4%	0,05
Gastos	-2,75	12,0%	-2,42
Total	-2,80	11,9%	-2,46

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas das Águas de Matosinhos)

Numa análise realizada à posição financeira da IM, podemos constatar e verificar na tabela 9.14 que nos dois anos possíveis de análise, a IM apresenta um problema de tesouraria, com dificuldades de solver os seus compromissos a curto prazo. O seu ativo corrente representa cerca de metade do passivo corrente. Em 2014, o ativo corrente situava-se nos 6.1 milhões com redução de 8% relativamente a 2013, enquanto o passivo corrente situava-se em 14 milhões e sofrendo um agravamento de 5% face a 2013. Esta situação mostra uma tendência de agravamento da tesouraria líquida da IM.

Relativamente à posição no médio e longo prazo a IM apresenta uma situação equilibrada, com valores de ativo e passivo relativamente iguais e ambos apresentam uma ligeira redução em 2014 relativamente a 2013, mantendo o rácio entre ambos.

Tabela 9.14 - Posição financeira da IM entre 2013 e 2014

Valores milhões €	2013	Δ	2014
Total do ativo não corrente	65,69	-4,3%	62,87
Total do ativo corrente	6,76	-8,7%	6,17
Total do ativo	72,44	-4,7%	69,05
Total do passivo não corrente	60,25	-3,4%	58,21
Total do passivo corrente	13,49	5,4%	14,23
Total do Passivo	73,74	-1,8%	72,44

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas das Águas de Matosinhos)

O endividamento da IM, nos dois anos apresenta uma ligeira redução, com uma amortização de cerca 2 milhões de euros. Em 2013, o endividamento a entidades externas no médio prazo situava-se nos 57.3 milhões tendo reduzido esse valor para os 55.5 milhões em 2014.

PRINCIPAIS INDICADORES

Realizando uma análise aos principais indicadores de económicos e financeiros da Indaqua de Matosinhos, retirados e calculados mediante a apresentação de contas explanada nos relatórios e contas, podemos verificar, consoante apresentado na tabela 9.15.

Tabela 9.15 - Indicadores económicos das IM entre 2010 e 2014

	2013	Δ	2014
Margem EBITDA (%)	19,79%		28,09%
EBITDA / VN		8,30%	
Margem EBIT (%)	5,06%		7,44%
EBIT / VN		2,38%	
Autonomia Financeira (%)	-1,79%		-4,91%
Capital próprio / AT		-3,12%	
ROE (%)	N/A ³		N/A*
RL / CP		-64,13%	
ROA (%)	1,64%		1,97%
EBIT / AT		0,33%	
Debt to Equity (%)	N/A*		N/A*
End. Bancário / CP		2854,69%	
Liquidez (%)	50,10%		43,38%
A. Corrente / P. Corrente		-6,72%	
Peso dos G. Fin. no VN (%)	11,50%		12,95%
G.Financeiros/VN		1,45%	
Peso G. Fin. no EBITDA (%)	58,12%		46,11%
G.Financeiros /EBITDA		-12,02%	
Rotação do ativo	0,323		0,264
VN / AT		-5,86%	
Rot. ativo intangível	0,411		0,337
VN / A. Intangível		-7,47%	
Peso G. Pessoal (%)	10,14%		12,95%
G. Pessoal / VN		2,81%	
P. G. Pessoal no EBITDA (%)	51,22%		46,09%
G. Pessoal / EBITDA		-5,13%	

Fonte: Elaboração própria (dados retirados dos relatórios e contas das Águas de Matosinhos)

A IM regista uma **margem EBITDA**, em média nos dois anos em análise de 23.94%. Em 2013, a margem situava-se nos 19.79% melhorando significativamente em 2014 para 28.09%. Esta melhoria apesar da redução do volume de negócios, houve uma melhoria acentuada no

³ Não pode ser calculado devido a valores de capital próprio negativos

EBITDA, o que provocou a melhoria deste rácio, e coincidente com uma melhoria da gestão operacional. No que concerne à **margem EBIT**, esta, na mesma tendência da margem EBITDA, demonstra uma melhoria entre 2013 e 2014, passando de 5.06% registados em 2013, para os 7.44% registados em 2014. Demonstra assim, uma melhoria de 2.38 pontos percentuais. A IM demonstra um agravamento de **autonomia financeira**, derivado de um capital próprio negativo, devido a resultados líquidos negativos consecutivos, e aliado a uma diminuição do volume de negócios, leva a consequente agravamento da autonomia financeira. A IM com capital próprio negativo apresentado em 2013 e 2014, não tem autonomia financeira.

O **ROE** é um indicador que no caso da IM, não se poderá quantificar nos anos em análise, a visto que, esta apresentar valores de capital próprio negativo aliado a resultados líquidos negativos recorrentes.

Em termos da rentabilidade operacional, ou **ROA**, a IM retira uma rentabilidade de 1.64% dos seus ativos em 2013, tendo registado uma ligeira melhoria em 2014 para os 1.94%. Com melhores valores do EBIT em 2014, e com diminuição do ativo, permite a melhoria do ROA.

A relação **Debt to Equity** não se pode considerar, já que os valores de capital próprio negativo, não permite a comparabilidade com o endividamento da IM. Em 2014, a IM apresenta um capital próprio negativo de 3.3 milhões de euros, para um endividamento nos valores de 57.9 milhões de euros. A **liquidez** apresentada pela IM entre 2013 e 2014 agrava. Se, em 2013 apenas, conseguia com o ativo corrente liquidar 50.10% do seu passivo corrente, em 2014 esse indicador agrava-se passando a conseguir liquidar apenas 43.38% do passivo corrente. No curto prazo a IM tem dificuldades de tesouraria e de conseguir solver os seus compromissos assumidos.

O **peso dos gastos financeiros no volume de negócios** representa 11.50% do volume de negócios em 2013, com uma tendência de agravamento em 2014, passando a representar 12.95% do volume de negócios. Apesar da redução dos gastos financeiros em 2014, a redução significativa do valor do volume de negócios deu mais ênfase ao peso dos gastos financeiros. Em relação ao **peso dos gastos financeiros no EBITDA**, ao contrário do indicador anterior, este regista uma melhoria entre 2013 e 2014, apesar de representar em média 52.12% do EBITDA. Em 2013, os gastos financeiros representavam 58.12% do valor do EBITDA, passando em 2014 a representar 46.11%, contribuindo para isso uma melhoria do valor do EBITDA.

A **Rotação do ativo total** da AC situa-se em média nos 0.29, sendo o número de vezes que transforma o valor dos seus ativos em vendas. Se fizermos esta comparação relativamente aos ativos intangíveis, o valor da **rotação dos ativos intangíveis** regista-se nos 0.37. Esta consideração, relativamente aos ativos intangíveis, realiza-se devido às imposições das concessões, em que os ativos são concessionados e não propriedade da entidade concessionária.

O **peso dos gastos de pessoal no volume de negócios** representa em média 11.54% do valor do volume de negócios da IM. Em 2013, os gastos com pessoal pesavam no volume de negócios 10.14%, passando em 2014 a pesar 12.95%. Este agravamento deve-se não a um aumento dos gastos com pessoal, mas a uma diminuição significativa do volume de negócios. Por um outro lado, o **peso dos gastos de pessoal no EBITDA** mostra uma melhoria, porque apesar da diminuição do volume de negócios, o EBITDA aumentou derivado de uma diminuição dos gastos com os FSE. Isto permitiu que o peso dos gastos com pessoal melhorasse entre 2013 e 2014. Em 2013 o peso dos gastos com pessoal sobre o EBITDA representavam um valor de 51.22% passando em 2014 a representar 46.09%.

ENQUADRAMENTO SETORIAL

A IM apresenta uma situação de difícil comparação com o setor. Esta encontra-se com capitais próprios negativos e resultados líquidos igualmente negativos e recorrentes. Um nível de endividamento com uma tendência de agravamento exponencial e conseqüente aumento do peso dos gastos financeiros. Esta posição demonstra uma situação de falência eminente.

10. Comparação entre empresas

Como anteriormente referido, os indicadores permitem uma comparação entre empresas de dimensões diferentes e a atuar em condições igualmente diferentes. Assim, juntando e analisando os indicadores que na nossa opinião melhor refletem a realidade das empresas em estudo, podemos comparar entre as concessões públicas, as concessões privadas e as médias do setor.

A **margem EBITDA**, é o indicador que nos permite antes de depreciações e amortizações, avaliar os recursos que a empresa consegue obter com através da sua atividade operacional. Podemos constatar que na análise efetuada às empresas em estudo, a média entre as concessões públicas e as concessões é díspar, conforme se pode visualizar tabela 10.1.

Nas concessões públicas a média da margem EBITDA situa-se nos 56.81%, enquanto a média apresentada pelas concessões privadas a margem EBITDA é inferior, situando-se nos 21.78%, mostrando-nos que as concessões públicas conseguem obter melhores resultados da sua atividade operacional em relação às concessões privadas.

Comparando em relação ao indicador divulgado pelo BDP , relativamente ao setor em Portugal, onde podemos constatar que o mesmo se situa nos 35.24%, verificamos que as concessões públicas analisadas apresentam uma margem EBITDA superior à média do setor em Portugal enquanto as concessões privadas apresentam valores inferiores, demonstrando assim que as concessões públicas têm uma melhor eficiência operacional, tanto em relação às concessões privadas, bem como em relação ao setor no seu geral.

Tabela 10.1 - Comparação da margem EBITDA

Margem EBITDA		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
concessões públicas	ADO	38,54%	45,25%	38,18%	37,01%	45,53%	40,90%
	ADZC	62,55%	70,39%	63,33%	68,09%	66,37%	66,15%
	ADC	61,02%	63,61%	62,29%	65,09%	64,88%	63,38%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	21,09%	20,34%	23,98%	20,73%	26,78%	22,58%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	19,79%	28,09%	23,94%
	BeWater Mafra	-	-	-	3,64%	31,41%	17,53%
Média	Média C. Públicas	54,04%	59,75%	54,60%	56,73%	58,93%	56,81%
	Média C. Privadas	21,09%	20,34%	23,98%	14,72%	28,76%	21,78%
EPAL	EPAL	58,97%	58,83%	60,97%	56,91%	72,15%	61,57%
Bportugal	Bportugal Setor	32,84%	34,72%	34,61%	31,01%	43,00%	35,24%

Fonte: Elaboração própria

A **margem EBIT** diminui a disparidade apresentada na margem EBITDA, entre as concessões públicas e as concessões privadas. Esta situação, denota uma maior margem de gastos com depreciações e amortizações por parte das concessões públicas, face às concessões privadas.

A média do setor situa-se nos 14.64%, ambas as concessões apresentam valores não muito díspares desta média. As concessões públicas situam-se acima da média do setor com 15.41%, enquanto a média das concessões privadas situa-se em 11.24%. É de evidenciar a ADZC, com uma média dos cinco anos de 27.27%, muito acima da média mostrada pelo setor e pelas outras concessões. Se considerarmos a empresa de referência, a disparidade de valores sobe, apresentando esta uma média da margem EBIT de 44.60%, como se pode verificar na tabela 10.2.

Tabela 10.2 - Comparação da margem EBIT

Margem EBIT		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	2,59%	10,08%	3,25%	2,24%	8,59%	5,35%
	ADZC	22,55%	31,29%	24,65%	29,88%	27,96%	27,27%
	ADC	8,13%	10,18%	10,76%	19,11%	19,86%	13,61%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	11,52%	11,78%	16,09%	13,38%	15,01%	13,56%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	5,06%	7,44%	6,25%
	BeWater Mafra	-	-	-	-8,77%	18,33%	4,78%
Média	Média C. Públicas	11,09%	17,19%	12,89%	17,08%	18,80%	15,41%
	Média C. Privadas	11,52%	11,78%	16,09%	3,22%	13,59%	11,24%
EPAL	EPAL	43,01%	42,24%	43,78%	39,43%	54,53%	44,60%
Bportugal	Bportugal Setor	12,15%	14,74%	14,99%	10,42%	20,88%	14,64%

Fonte: Elaboração própria

A média do setor, no que refere ao indicador de **autonomia financeira**, situa-se nos 28.75%, ou seja, que 28.75% dos ativos são financiados pelo capital próprio de cada empresa. Como se pode visualizar na tabela 10.3, em ambos os casos em estudo, seja nas concessões públicas seja nas privadas, a média situa-se abaixo da média do setor, demonstrando uma grande dependência de financiamento de capital alheio. Nas concessões públicas a média situa-se em 5.08%, valor que nas três empresas públicas em análise não se mostra muito dispare entre elas.

Nas concessões privadas, apesar de uma maior média de autonomia financeira entre as três empresas em análise, existe entre elas valores muito díspares. A IM, como visto anteriormente, apresenta valores de capital próprio negativos, denotando desde logo, uma grande dependência de capital alheio e de reestruturação financeira urgente, a sua autonomia financeira situa-se em terreno negativo. Este caso diminui a média das concessões privadas. Já a BW, apresenta a maior

autonomia financeira, situada nos 24.09%, sendo a que mais se aproxima da média do setor em Portugal.

Tabela 10.3 - Comparação da autonomia financeira

Autonomia Financeira		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	7,51%	7,75%	6,95%	6,21%	6,36%	6,95%
	ADZC	3,45%	3,80%	3,51%	3,77%	4,15%	3,74%
	ADC	6,52%	5,66%	4,50%	3,31%	2,74%	4,55%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	13,78%	11,51%	13,03%	13,84%	12,49%	12,93%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	-1,79%	-4,91%	-3,35%
	BeWater Mafra	-	-	-	23,54%	24,64%	24,09%
Média	Média C. Públicas	5,83%	5,74%	4,99%	4,43%	4,41%	5,08%
	Média C. Privadas	13,78%	11,51%	13,03%	11,86%	10,74%	12,19%
EPAL	EPAL	55,20%	58,13%	60,22%	62,09%	64,94%	60,11%
Bportugal	Bportugal Setor	28,32%	29,02%	29,39%	29,98%	27,04%	28,75%

Fonte: Elaboração própria

O **ROE** acrónimo de *return on equity*, indica-nos a capacidade de a empresa gerar valor para ela mesma, através dos seus próprios recursos.

O ROE do setor das águas em Portugal, entre 2010 e 2014, situava-se em média em 3.42%. Este valor, podemos utilizar de referência e de comparação com as empresas em análise, e verificar que entre os dois modelos de concessão existe uma grande disparidade neste indicador.

As concessões sob gestão privada apresentam um ROE médio de 11.42%, muito acima do apresentado pelo setor, indicando um retorno dos capitais acima da média do setor. Se comprarmos, inclusive, com a empresa que utilizamos como referência verificamos que esta apresenta um ROE de 8.50%, um valor bem abaixo dos 11.42% das concessões privadas.

Em campo oposto, apresentam-se as concessões públicas em que apresentam um ROE de valores negativos, demonstrando prejuízos em relação ao retorno dos seus investimentos. Das três concessões públicas analisadas, a única que apresentou uma média do ROE positivo foi a ADZC situando-se nos 3.74%, as outras duas concessões analisadas demonstram prejuízo apresentando um ROE negativo não podendo ser considerado. Na tabela 10.4 podemos comparar os diversos ROE das empresas em análise.

Tabela 10.4 - Comparação do ROE

ROE		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	ADZC	0,48%	10,14%	-11,12%	7,56%	11,63%	3,74%
	ADC	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Concessões privadas	Aquapor Cascais	23,83%	19,34%	24,93%	16,66%	13,14%	19,58%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	N/A	N/A	N/A
	BeWater Mafra	-	-	-	N/A	3,26%	3,26%
Média	Média C. Públicas	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	Média C. Privadas	23,83%	19,34%	24,93%	27,21%	13,19%	11,42%
EPAL	EPAL	9,07%	8,11%	8,23%	7,45%	9,62%	8,50%
Bportugal	Bportugal Setor	3,33%	3,80%	3,50%	0,98%	5,47%	3,42%

Fonte: Elaboração própria

O **ROA**, neste trabalho, calculado como a rentabilidade operacional dos ativos, considerando não o resultado líquido, mas sim o resultado operacional da empresa, de modo a retirarmos a rentabilidade dos ativos sem influência dos investimentos financeiros e impostos. O indicador do BdP indica que o setor relativamente ao ROA situa-se nos 2.53%, como podemos verificar Tabela10.5. As concessões públicas apresentam uma menor rentabilidade dos ativos face às concessões privadas e ao setor em Portugal situada nos 1.06%. A diferença entre as concessões públicas e as concessões privadas situam-se em 4.05%. As concessões privadas apresentam um ROA de 5.11%, demonstrando uma maior eficiência na utilização dos seus ativos coadjuvando na formulação do seu EBIT. Como no indicador do ROE, também aqui as concessões privadas conseguem uma melhor eficiência na utilização dos seus recursos.

Tabela 10.5 - Comparação do ROA

ROA		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	0,22%	1,12%	0,33%	0,25%	1,04%	0,59%
	ADZC	1,36%	1,94%	1,46%	2,02%	1,86%	1,73%
	ADC	0,43%	0,63%	0,62%	1,28%	1,32%	0,86%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	5,68%	6,06%	8,06%	6,29%	5,00%	6,22%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	1,64%	1,97%	1,80%
	BeWater Mafra	-	-	-	-2,30%	4,74%	1,22%
Média	Média C. Públicas	0,67%	1,23%	0,80%	1,18%	1,41%	1,06%
	Média C. Privadas	5,68%	6,06%	8,06%	1,88%	3,90%	5,11%
EPAL	EPAL	6,92%	6,88%	7,13%	6,53%	8,95%	7,28%
Bportugal	Bportugal Setor	2,02%	2,69%	2,75%	1,90%	3,32%	2,53%

Fonte: Elaboração própria

No indicador *Debt to Equity* podemos verificar uma grande diferença entre as concessões públicas e as concessões privadas, em que as públicas demonstram uma enorme vulnerabilidade estando muito dependentes de recursos externos à empresa, em muitas das situações dependentes da intervenção do Estado através do Grupo Águas de Portugal.

As concessões privadas com um valor deste indicador negativo, demonstram que o seu capital próprio tem um peso superior em relação ao capital alheio.

O setor indica-nos um endividamento em relação ao capital próprio médio de 119.85%, as concessões públicas superam este valor situando-se a sua vulnerabilidade em 1080.48%.

As concessões privadas, segundo análise da

tabela 10.6, registam um resultado melhor neste indicador do que a empresa tomada como referência e do que a média do setor.

Tabela 10.6 - Comparação do *Debt to Equity*

Debt to Equity		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	578,90%	602,70%	703,18%	785,58%	747,21%	683,51%
	ADZC	1499,88%	1414,39%	1672,00%	1539,32%	1432,37%	1511,59%
	ADC	587,75%	760,35%	956,43%	1313,70%	1613,49%	1046,35%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	186,14%	252,33%	248,13%	314,14%	351,36%	270,42%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	N/A	N/A	N/A
	BeWater Mafra	-	-	-	258,52%	247,45%	252,99%
Média	Média C. Públicas	888,84%	925,81%	1110,54%	1212,87%	1264,36%	1080,48%
	Média C. Privadas	186,14%	252,33%	248,13%	286,33%	299,40%	254,43%
EPAL	EPAL	49,82%	45,81%	41,96%	38,37%	33,44%	41,88%
Bportugal	Bportugal Setor	118,39%	115,51%	115,90%	111,80%	137,65%	119,85%

Fonte: Elaboração própria

O indicador da **liquidez**, ou a capacidade de as empresas liquidarem as suas dívidas em curto prazo, no setor das águas em Portugal situa-se nos 66.89%. Este valor mostra-nos que o setor não tem capacidade de liquidação total de dívidas a curto prazo, necessitando de outros recursos, como por exemplo, ativo fixo ou endividamento a médio e longo prazo para o conseguir realizar.

Na análise realizada às concessões públicas e privadas, podemos constatar que ambas têm capacidade imediata de liquidação das suas dívidas a curto prazo. Em ambos os tipos de concessão podemos identificar uma empresa que não tem essa capacidade de solvência dos compromissos a curto prazo, identificando potenciais tensões de tesouraria.

O indicador da liquidez, em ambas as concessões, situa-se acima do valor médio do setor, apesar da ADZC e da IM, em que ambas demonstram uma insuficiência em conseguir uma liquidação a curto prazo, e com uma tendência de agravamento.

Ainda assim, podemos constatar e visualizar na tabela 10.7, que seja, pela média das empresas, seja pela individualização delas, o setor privado apresenta uma melhor liquidez.

Tabela 10.7 - Comparação da liquidez

Liquidez		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	190,14%	155,91%	152,04%	168,17%	190,88%	171,43%
	ADZC	65,33%	81,82%	183,72%	136,84%	137,19%	120,98%
	ADC	21,99%	21,74%	14,65%	11,31%	11,05%	16,15%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	71,38%	115,02%	123,63%	190,39%	104,06%	120,90%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	50,10%	43,38%	46,74%
	BeWater Mafra	-	-	-	218,76%	279,53%	249,15%
Média	Média C. Públicas	92,49%	86,49%	116,80%	105,44%	113,04%	102,85%
	Média C. Privadas	71,38%	115,02%	123,63%	153,08%	142,32%	121,09%
EPAL	EPAL	148,24%	171,45%	177,58%	181,53%	175,57%	170,87%
Bportugal	Bportugal Setor	51,96%	66,52%	66,21%	75,97%	73,77%	66,89%

Fonte: Elaboração própria

O peso dos gastos financeiros no volume de negócios, no setor situa-se nos 6.57%. As concessões privadas, neste indicador demonstram melhores valores do que o setor, situando-se em média nos 7.34% do valor do volume de negócios dedicado aos gastos financeiros. As concessões públicas superam ambos os casos com um valor de 22.15%, muito acima tanto da média do setor, bem como das concessões privadas.

Esta situação, indica-nos que os gastos financeiros são uma parte preponderante dos gastos das empresas e que os gastos com os financiamentos externos são superiores nas concessões públicas. É de referir, como se pode verificar na tabela 10.8, não existe grande dispersão de valores entre as empresas selecionadas no estudo para as concessões públicas, bem como também não existe grande dispersão entre as concessões privadas escolhidas.

Tabela 10.8 - Comparação dos gastos financeiros em relação ao VN

Peso G. Financeiros no VN		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	9,82%	9,75%	14,15%	12,08%	10,57%	11,27%
	ADZC	20,61%	22,51%	30,85%	22,87%	15,47%	22,46%
	ADC	29,05%	31,60%	36,49%	38,38%	28,06%	32,72%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	1,91%	6,72%	6,87%	6,42%	8,18%	6,02%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	11,50%	12,95%	12,23%
	BeWater Mafra	-	-	-	10,43%	14,05%	12,24%
Média	Média C. Públicas	19,83%	21,28%	27,16%	24,44%	18,03%	22,15%
	Média C. Privadas	1,91%	6,72%	6,87%	9,45%	11,73%	7,34%
EPAL	EPAL	1,96%	1,48%	1,09%	0,69%	1,08%	1,26%
Bportugal	Bportugal Setor	4,56%	6,62%	7,31%	6,89%	7,44%	6,57%

Fonte: Elaboração própria

No indicador que nos indica o **peso dos gastos financeiros sobre o EBITDA**, podemos verificar na tabela 10.9, que a média do setor se situa nos 18.72% e que a média de ambos tipos de concessões analisadas, se encontram acima da média do setor. As concessões públicas, ao contrário do indicador anterior, têm um peso de gastos financeiros sobre EBITDA inferior ao registado pelas concessões privadas. Estas situam-se nos 37.90%, enquanto, as concessões privadas registam uma percentagem de 47.27% do EBITDA. Esta inversão de posições relativamente ao indicador anterior mostra-nos que o peso dos gastos das concessões privadas incide sobre outras rubricas e que os gastos financeiros não são o que mais contribuem.

Tabela 10.9 - Comparação dos gastos financeiros em relação ao EBITDA

Peso G. Financeiros no EBITDA		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	25,49%	21,54%	37,07%	32,64%	23,21%	27,99%
	ADZC	32,95%	31,98%	48,71%	33,59%	23,31%	34,11%
	ADC	47,60%	49,67%	58,58%	58,96%	43,26%	51,61%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	9,07%	33,03%	28,65%	30,99%	30,56%	26,46%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	58,12%	46,11%	52,12%
	BeWater Mafra	-	-	-	286,22%	44,73%	165,48%
Média	Média C. Públicas	35,35%	34,39%	48,12%	41,73%	29,93%	37,90%
	Média C. Privadas	9,07%	33,03%	28,65%	125,11%	40,47%	47,27%
EPAL	EPAL	3,32%	2,51%	1,79%	1,21%	1,50%	2,07%
Bportugal	Bportugal Setor	13,89%	19,08%	21,12%	22,22%	17,31%	18,72%

Fonte: Elaboração própria

Se analisarmos e compararmos a **Rotação do ativo total** nas concessões verificamos que as concessões privadas apresentam uma maior eficiência na transformação e valorização dos seus ativos em vendas. As concessões privadas transformam na média das três empresas analisadas, 0.43 vezes o valor dos seus ativos totais em vendas, enquanto, essa média nas concessões públicas situa-se nas 0.08 vezes. Um valor muito dispare entre as duas. Como podemos verificar na tabela 10.10 os valores entre os dois tipos de concessões são homogêneos. Nas concessões públicas destaca-se ligeiramente a ADO com um valor de 0.05 acima das restantes concessões públicas. Nas concessões privadas destaca-se a AC com um valor de 0.46, muito acima do apresentado pela IM e pela BW, estando estas em 0.29 e 0.26, respetivamente.

Denota-se, que as concessões privadas se situam acima do setor, e da empresa tomada como referência para este estudo.

Tabela 10.10 - Comparação da rotação do ativo

Rotação do ativo		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	0,08	0,11	0,10	0,11	0,12	0,11
	ADZC	0,06	0,06	0,06	0,07	0,07	0,06
	ADC	0,05	0,06	0,06	0,07	0,07	0,06
Concessões privadas	Aquapor Cascais	0,49	0,51	0,50	0,47	0,33	0,46
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	0,32	0,26	0,29
	BeWater Mafra	-	-	-	0,26	0,26	0,26
Média	Média C. Públicas	0,07	0,08	0,07	0,08	0,08	0,08
	Média C. Privadas	0,49	0,51	0,50	0,35	0,29	0,43
EPAL	EPAL	0,16	0,16	0,16	0,17	0,16	0,16
Bportugal	Bportugal Setor	0,17	0,18	0,18	0,18	0,16	0,17

Fonte: Elaboração própria

Se, conforme realizado no indicador anterior, analisarmos e compararmos a **rotação do ativo intangível** nas concessões, verificamos que as concessões privadas igualmente apresentam uma maior eficácia e inclusive aumenta a diferença para as concessões públicas, na transformação e valorização dos seus ativos intangíveis em vendas. As concessões privadas transformam na média das três empresas analisadas, 0.61 vezes o valor dos seus ativos totais em vendas enquanto essa média, nas concessões públicas situa-se nas 0.10 vezes. Como podemos verificar na tabela 10.11, os valores entre os dois tipos de concessões são homogêneos. Nas concessões públicas destaca-se ligeiramente ADO com um valor de 0.05 acima das restantes concessões públicas. Nas concessões privadas, neste indicador a BW ultrapassa a AC, a qual se destacava no indicador anterior. A BW apresenta um valor de 0.71, superando os 0.61 da AC e os 0.37 da IM.

Tabela 10.11 - Comparação da rotação do ativo intangível

Rotação ativo intangível		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	0,11	0,14	0,13	0,14	0,16	0,14
	ADZC	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,08
	ADC	0,06	0,07	0,06	0,07	0,07	0,07
Concessões privadas	Aquapor Cascais	0,65	0,65	0,65	0,62	0,46	0,61
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	0,41	0,34	0,37
	BeWater Mafra	-	-	-	0,70	0,72	0,71
Média	Média C. Públicas	0,08	0,10	0,09	0,10	0,11	0,10
	Média C. Privadas	0,65	0,65	0,65	0,58	0,50	0,61
EPAL	EPAL	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Bportugal	Bportugal Setor	0,37	0,41	0,42	0,41	0,32	0,38

Fonte: Elaboração própria

O **peso dos gastos com pessoal no volume de negócios** representa em média no setor da água em Portugal 19.99%. Este valor, ao analisarmos as concessões podemos verificar que as mesmas se situam abaixo da média do setor e da empresa de referência. Como podemos verificar na tabela 10.12, as concessões públicas e as concessões privadas, apresentam valores coincidentes neste indicador, não sendo este motivo de diferenciação entre elas.

As concessões públicas apresentam uma média de 11.78% no peso dos gastos com pessoal em relação ao volume de negócios, enquanto, as concessões situam-se nos 13.39%. É de referir que as concessões públicas, sob o escrutínio da lei do orçamento de Estado, a qual impôs a redução de gastos com pessoal a partir de 2011, fez com que estes gastos diminuíssem, significativamente. Podemos comparar a média das concessões públicas em 2010, com a AC, a única com valores, e verificamos, que a média se encontrava em 13.8%, acima dos 13.49% apresentados pela AC. Já em 2014, esta situação inverte-se passando a média das concessões públicas para valores de 11%, enquanto, a AC se situava em 12.64%.

A empresa que se distingue das outras, neste campo, e por registar uma percentagem mais elevada, é a BeWater. Esta com um peso relativo de 23.98% faz aumentar a média das concessões privadas.

Tabela 10.12 - Comparação dos gastos com pessoal em relação ao VN

Peso dos G. Pessoal no VN		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	11,61%	8,23%	8,33%	9,74%	8,47%	9,28%
	ADZC	13,37%	11,50%	12,24%	12,14%	11,77%	12,20%
	ADC	16,56%	13,83%	13,01%	13,19%	12,78%	13,87%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	13,49%	12,56%	10,01%	8,94%	12,64%	11,53%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	10,14%	12,95%	11,54%
	BeWater Mafra	-	-	-	24,50%	23,46%	23,98%
Média	Média C. Públicas	13,85%	11,19%	11,19%	11,69%	11,01%	11,78%
	Média C. Privadas	13,49%	12,56%	10,01%	14,52%	16,35%	13,39%
EPAL	EPAL	21,47%	17,51%	15,89%	17,64%	15,96%	17,69%
Bportugal	Bportugal Setor	22,01%	19,76%	19,04%	20,75%	18,41%	19,99%

Fonte: Elaboração própria

Em relação ao peso dos gastos com pessoal sobre o EBITDA, as médias divergem entre as concessões.

O peso dos gastos com pessoal no setor representa 57.73% do EBITDA. Tomando como referência a EPAL, podemos considerar um valor bastante elevado. Em relação às concessões públicas, considerando os valores do setor e da empresa de referência, apresenta um peso de gastos com pessoal sobre o EBITDA consideravelmente melhor. Esta percentagem situa-se nos 21.16%, demonstrando que o gasto com pessoal é menos penalizador sobre o EBITDA.

Nas concessões privadas a média de 54.13%, situa-se perto dos valores apresentados pelo setor e muito acima da das concessões públicas.

Tabela 10.13 - Comparação dos gastos com pessoal em relação ao EBITDA

Peso G. Pessoal no EBITDA		2010	2011	2012	2013	2014	Média (5 Anos)
Concessões públicas	ADO	30,13%	18,19%	21,82%	26,31%	18,60%	23,01%
	ADZC	21,37%	16,34%	19,33%	17,82%	17,74%	18,52%
	ADC	27,14%	21,74%	20,89%	20,27%	19,70%	21,95%
Concessões privadas	Aquapor Cascais	63,96%	61,75%	41,77%	43,12%	47,21%	51,56%
	Indaqua Matosinhos	-	-	-	51,22%	46,09%	48,65%
	BeWater Mafra	-	-	-	672,57%	74,69%	373,63%
Média	Média C. Públicas	26,21%	18,75%	20,68%	21,47%	18,68%	21,16%
	Média C. Privadas	63,96%	61,75%	41,77%	47,17%	56,00%	54,13%
EPAL	EPAL	36,40%	29,77%	26,06%	31,00%	22,12%	29,07%
Bportugal	Bportugal Setor	67,01%	56,91%	55,01%	66,92%	42,82%	57,73%

Fonte: Elaboração própria

11. Respostas às questões

PERGUNTA I: “As diferenças nas estruturas de capital nas concessões públicas e nas concessões privadas, o custo do passivo e o peso desse mesmo passivo determinam a sustentabilidade das concessões?”

As estruturas de capital mostram grandes diferenças entre os dois tipos de concessões, as concessões públicas com uma estrutura apresentada de maior porte, com nível de endividamento muito superior ao apresentado pelas concessões privadas. É de realçar a opção pelo endividamento a médio e longo prazo, representando 82% do passivo total, por parte das concessões privadas o que lhes permite uma maior liquidez e desafogo em termos de tesouraria no curto prazo.

Em relação aos passivos apresentados podemos verificar que são elevados face à estrutura das próprias concessões. Esta situação sobressai-se com maior evidência nas concessões públicas, em que apresentam maiores valores de passivo face ao seu capital próprio.

PERGUNTA II: “O nível de endividamento das concessões pode condicionar as estratégias futuras para desenvolvimento do setor?”

Não podendo prever o futuro, e estando em curso várias alterações a nível de financiamento e gestão, principalmente nas concessões sob alçada do Estado, podemos afirmar que o nível de endividamento é elevado, sendo umas das principais condicionantes da realização de alterações futuras e da realização de novos investimentos, em ambas as concessões.

PERGUNTA III: “O grau de endividamento é superior nas concessões sob gestão pública ou nas concessões sob a gestão de privados, e qual a tendência desse nível de endividamento?”

Analisando os indicadores calculados, e considerando a amostra em estudo, podemos concluir que o grau de endividamento é bastante superior nas concessões públicas, encontrando-se este num nível muito superior ao das concessões privados, bem como ao do setor. As concessões privadas apesar de apresentarem um endividamento mais coincidente como o do setor, encontra-se ligeiramente acima deste. Verifica-se igualmente que o endividamento encontra-se num nível elevado, principalmente nas concessões públicas, sendo que a afirmação é consolidada pela tendência do nível do endividamento demonstrada. As concessões públicas apresentam uma tendência de aumento significativo do grau de endividamento nos cinco anos em análise. Em relação às concessões privadas, as empresas analisadas apresentam realidades

em termos da tendência de endividamento diferentes, enquanto a AC apresenta uma tendência de aumento ligeiro do nível de endividamento, a BW apresenta uma tendência inversa. A IM encontra-se com um capital próprio negativo recorrente, e apesar da ligeira diminuição do endividamento, a sua situação não pode ser analisada por estes indicadores.

PERGUNTA IV: “Qual o custo do endividamento em ambos os casos?”

O custo do endividamento nas concessões públicas, quantificado em percentagem, situa-se em média nos 1080% do valor do seu capital próprio, enquanto nas concessões privadas, expurgando a IM pelos motivos já anteriormente enunciados, situa-se nos 261%.

Se compararmos o valor dos gastos financeiros com o volume de negócios, as concessões públicas apresentam um peso destes na ordem dos 22.15% enquanto as concessões privadas apresentam um peso de 7.34% em média. O peso dos gastos financeiros em relação ao EBITDA, inverte esta situação com as concessões privadas a apresentarem um valor superior situado nos 47.27% em contraponto com o das concessões públicas situado nos 37.90%.

PERGUNTA V: “O nível de endividamento das concessões em estudo é díspar da do setor no nosso País? E em relação a outros Países?”

O nível de endividamento das concessões em estudo é bastante superior ao do explanado pelo BdP relativamente ao setor em Portugal, com maior evidência nas concessões públicas. Relativamente à realidade noutros Países, não foi possível quantificar e comparar, pelos indicadores fornecidos não calcularem o nível de endividamento.

PERGUNTA VI: “Quais as principais fontes de financiamento?”

As principais fontes de financiamento são o financiamento junto entidades externas com incidência no financiamento a médio e longo prazo. As concessões públicas obtêm ainda financiamento através de subsídios ao investimento a médio e longo prazo.

Não podendo quantificar os benefícios da obtenção de financiamento através destes subsídios, estes permitirão maiores vantagens do que o recurso ao endividamento junto de entidades bancárias.

PERGUNTA VII: “Qual é a rendibilidade apresentada pelos dois modelos de concessão e qual dos dois apresenta uma maior rendibilidade dos capitais investidos?”

Para cálculo das rendibilidades usou-se o ROE e ROA. A ADO e ADC, com resultados líquidos negativos recorrentes, o ROE perde sentido considerando o capital próprio negativo. Assim, consideramos para a comparação apenas a ADZC a qual obtém um ROE de 3.74%.

As concessões públicas, por sua vez, apresentam uma média de 1.06% de rentabilidade enquanto as concessões privadas, à exceção da IM que com capital próprio negativo e com resultados líquidos negativos recorrentes não tem sentido analisar, a AC e a BW retiram um ROE de 19.58% e 3.26% respetivamente em média dos anos em análise.

Relativamente ao ROA as concessões públicas apresentam uma rentabilidade de 1,06%, ficando assim abaixo da rentabilidade apresentada pelas concessões privadas as quais apresentam uma média de 4.25%.

Utilizando o ROE podemos retirar as seguintes conclusões baseadas nos anos em estudo e nas concessões em análise. Como já referido anteriormente das concessões públicas escolhidas, duas apresentam resultados negativos recorrentes não havendo assim rentabilidade dos capitais investidos. A ADZC com uma rentabilidade de 3.74% coincidente com o setor. Nas concessões privadas, a IM com capitais próprios e resultados líquidos recorrentes, indicador de falência, não retira rentabilidade dos capitais. Tendo em conta apenas a AC e BW estas apresentam rentabilidades médias de 19.58% e 3.26% respetivamente.

Não podendo afirmar univocamente que um tipo de concessão retira mais rentabilidade do que outra, podemos dizer que as concessões privadas, que têm por fundamento o objetivo do lucro apresentam uma maior rentabilidade dos capitais investidos.

PERGUNTA VIII: “Comparando com o setor qual a rentabilidade retirada dos ativos em ambos os tipos de gestão das concessões?”

O ROA apresentado pelas concessões públicas em análise situa-se abaixo do setor em Portugal, nos 1.06% enquanto o setor, segundo os dados fornecidos pela central de balanços do BP, apresenta uma rentabilidade dos ativos de 2.53%. Relativamente às concessões privadas, estas apresentam uma rentabilidade de 4.25%, significativamente acima do das concessões públicas e do setor.

PERGUNTA IX: “Qual das concessões é mais eficiente na utilização dos seus ativos?”

Comparando os dois tipos de concessões e tendo em conta as empresas em análise, podemos verificar que as concessões privadas utilizam com maior eficiência os seus ativos do que as concessões públicas. As concessões privadas apresentam valores de eficiência, demonstrado pelo indicador de rotação do ativo, acima do setor e da empresa de referência.

PERGUNTA X: “Qual dos dois tipos de concessão apresenta maior peso de gastos com pessoal em termos relativos?”

Ao analisarmos o podemos verificar que as concessões públicas apresentam uma média de gastos com pessoal comparando com o EBITDA inferior às concessões privadas e ao setor. Acrescentando ainda que a tendência destes gastos, nas concessões públicas é de redução nos anos em análise, ao contrário do das concessões privadas em que mantêm a o peso dos gastos com pessoal estável nos anos em estudo.

Se compararmos este indicador com o volume de negócios, o peso mostra-se equiparado entre todas as empresas em estudo e também em consonância com o setor.

PERGUNTA XI: “Há diferenciação no modo de gestão, relativamente à utilização de recursos internos ou à opção de utilização de fornecimentos e serviços externos, em ambos os tipos de concessões?”

Não tendo sido este um ponto com maior incidência neste trabalho, e não podendo afirmar sem análise mais profunda ao tema, podemos verificar que as concessões privadas apresentam maiores gastos nesta rubrica do que as concessões públicas.

PERGUNTA XII: “Qual a diferenciação do peso dos gastos operacionais, nos dois tipos de concessões?”

Considerando a margem EBITDA para resposta a esta questão, podemos verificar que as concessões públicas apresentam um peso de gastos operacionais significativamente inferior ao das concessões privadas, apresentando uma margem superior.

Acrescentando a estes os gastos de amortização e depreciação, podemos verificar que estes são mais coincidentes entre ambas as concessões, sendo que as concessões públicas apresentam um peso ligeiramente inferior. Esta aproximação demonstra um maior peso de gastos associados aos ativos, por parte das concessões públicas do que nas privadas.

PERGUNTA XIII: “Qual o enquadramento do peso dos gastos operacionais relativamente ao setor em Portugal?”

Comparando os valores obtidos pelas duas concessões com o setor, podemos verificar que as concessões públicas apresentam uma margem EBITDA superior, demonstrando um peso dos gastos operacionais inferior ao das concessões privadas, sendo que estas apresentam uma margem EBITDA inferior à do setor.

PERGUNTA XIV: “Das perguntas acima mencionadas, podemos tentar enquadrar as concessões em estudo com o setor em outros Países, identificar as diferenças mais evidentes?”

Devido a limitações no estudo, não foi possível a extrapolação de todos os indicadores em análise com outros Países. A comparabilidade não estava garantida face a dados fornecidos pela central do Bdp.

Dos indicadores que foi possível a comparação, podemos analisar o peso dos gastos com pessoal no EBITDA, no qual em termos de País verificamos que Portugal se situa significativamente abaixo dos valores dos restantes Países em análise. Ao extrapolarmos a nível das concessões e compararmos com os Países, podemos verificar que as concessões públicas apresentam um peso dos gastos com pessoal mais baixo do que as concessões privadas, em que estas se situam ao nível dos valores obtidos pelos setores nos Países em análise.

Outros dos indicadores comparável é a autonomia financeira e, neste o setor em Portugal apresenta valores de AF superiores do Espanha e França e menores do que a Bélgica e Itália. Relativamente às concessões, ambas se encontram com valores de AF inferiores, tanto ao do setor em Portugal, bem como aos outros Países analisados.

PERGUNTA XV: “O que mudou na gestão dos dois tipos de concessão com a intervenção da Troika?”

A intervenção da *troika* veio condicionar a gestão, nomeadamente com restrições orçamentais impostas e a obrigação de aplicação de medidas de redução do endividamento e dos gastos e condicionantes ao financiamento. Estas medidas, com maior incidência nas empresas pertencentes ao SEE, não deixam de condicionar igualmente todas as outras empresas do País, nomeadamente nas dificuldades de financiamento.

Nas concessões públicas a intervenção da *troika* vem obrigar a uma redução dos gastos com pessoal, no desinvestimento em novos projetos, a restringir o financiamento externo. A intervenção da *troika* leva igualmente a uma passagem de competências de gestão das empresas para o grupo ADP, restringindo assim a autonomia das mesmas.

Em relação às concessões privadas, a maior incidência é no acesso ao financiamento, devido à crise no sistema bancário. Não tendo estes resultados operacionais suficientes para suporte da sua estrutura, e até então compensados por recurso ao financiamento externo, passam estes custos a ter de ser suportados com recurso a capitais próprios, evidenciando assim a redução do capital próprio destas empresas.

PERGUNTA XVI: “Que implicações teve o período de ajuda externa na gestão e nos resultados operacionais e líquidos das concessões?”

Não podendo relacionar univocamente os resultados com a ajuda externa, mas podemos enunciar algumas evidências nesse período, tais como:

Uma melhoria generalizada dos resultados operacionais, em ambas as concessões. Isto devido tanto às restrições impostas, bem como ao período de incerteza económica e financeira do País, o que leva a adaptação e um aumento de eficiência na gestão de recursos.

Uma degradação dos resultados líquidos, apesar da melhoria dos resultados operacionais, devido essencialmente a um aumento significativo dos gastos financeiros e custo com a dívida, apesar das restrições do acesso ao financiamento externo.

PERGUNTA XVII: “Esta situação foi comum a ambos os tipos de concessões ou apenas às concessões públicas?”

Esta situação é comum a ambas as concessões, as concessões públicas com maiores necessidades de adaptação às novas políticas restritivas, mas com influência na gestão e nos resultados de ambas as concessões.

PERGUNTA XVIII: “O setor encontra-se deficitário financeiramente?”

Sim, pode-se verificar que o setor na sua generalidade está dependente de financiamento externo de modo a consolidar os seus projetos de investimento e renovação futura. Sendo um setor com grandes necessidades de investimento de capital cria desta forma uma dependência e um défice financeiro. Esta situação pode-se verificar na análise efetuada às empresas escolhidas para a realização deste trabalho. As concessões públicas com necessidades de financiamento externo ou subsídios ao investimento de modo a criarem condições para investimento ou renovações, e as concessões privadas com a degradação de capitais próprios, devido às dificuldades de acesso ao financiamento externo e às obrigações de remuneração dos capitais investidos.

PERGUNTA XIX: “Encontra-se em melhores ou piores condições face aos outros setores de atuação do Estado?”

Não podemos responder assertivamente a esta questão, por não terem sido analisados outros setores, remetendo a resposta a esta questão para estudos futuros.

PERGUNTA XX: “Qual dos dois tipos de concessão apresenta melhor “saúde”?”

Sendo esta uma questão que instiga a várias interpretações, não poderemos, basear-nos apenas nos resultados deste trabalho, responder de forma unívoca a esta questão.

PERGUNTA XXI: “Podemos identificar as vantagens do Estado em optar por a concessão a privados?”

Poderemos enunciar algumas situações que no curto prazo poderão ser consideradas como vantagens, mas será que no médio e longo prazo serão? No curto prazo, o Estado passa a responsabilidade de sustentabilidade das empresas para terceiros neste caso para as concessões a privados, mantendo nos contratos realizados a obrigação de um certo nível de investimento e renovação. Mas no médio e longo prazo, aquando a “devolução” das empresas à gestão estatutária, será que esse investimento e renovação foi suficiente, ou o Estado terá de rever os investimentos realizados, tendo assim custos com essa revisão.

A curto prazo a opção pelas concessões privadas permite o desinvestimento do Estado nestas empresas.

12. Limitações e estudos futuros

As respostas às questões colocadas neste trabalho esbatem-se com dificuldades em encontrar respostas unívocas, isto deve-se essencialmente à mutação constante que este setor e as empresas envolvidas no mesmo têm sofrido.

Inicialmente, com abertura à possibilidade de entidades privadas na gestão de empresas inseridas no setor, depois com as profundas mudanças que o setor sob a alçada pública tem sofrido.

Em 2014, dá-se início a uma grande reestruturação com a fusão de grande grupo de empresas em 5 sistemas multimunicipais, tendo esta ficado efetivada no segundo semestre de 2015. Atualmente, o setor encontra-se numa situação inversa, com a cisão destes sistemas multimunicipais. Esta cisão, apesar de já decidida, ainda não se sabe os moldes em como vai ocorrer.

Assim, dadas estas mutuações ocorridas nos últimos anos, torna-se impossível obter comparabilidade entre as empresas constituintes do setor. A opção encontrada foi analisar as empresas nos 5 anos antecedentes a 2015, que são anos em que se observou uma maior estabilidade nas políticas de gestão no setor.

Outra dificuldade observada na realização deste estudo foi a de obtenção de informação das empresas envolvidas, apesar de muita da mesma ser supostamente aberta ao público em geral, encontrou-se muita resistência em obtê-la, tendo mesmo de ser necessário recorrer a outras formas, no caso das concessões da BW e da IM. No caso das concessões públicas, com as fusões a informação ficou restrita aos relatórios e contas disponíveis.

Esta dissertação deixa em aberto interessante estudo a ser realizado no futuro, após a implementação das opções de gestão em curso, e perceber o resultado dessas mesmas opções na sustentabilidade, rendibilidade, eficácia e endividamento do setor. Outro possível futuro estudo será a quantificação do custo de implementação das alterações de gestão ocorridas, tanto com as fusões em 2015, tanto como as anunciadas cisões em 2017.

Também e de igual forma poderemos no futuro analisar a implicação da reestruturação das formas de financiamento do setor, bem como a revisão tarifária atualmente em estudo, e perceber como estas poderão mudar o atual cenário do setor.

13. Conclusão

O setor das Águas em Portugal, como em outros Países é um setor primordial ao desenvolvimento social e económico. Sendo um setor de grandes especificidades, como demonstrado ao longo do trabalho, torna-se de extrema importância uma boa definição das opções a tomar. Desde 2015, o setor em Portugal tem sofrido grandes mudanças, as quais limitam as análises à realidade atual do setor.

Com a elaboração deste trabalho, tentou-se apresentar diferenças entre duas estratégias de gestão para o setor: a gestão sob a alçada do Estado através do Grupo Águas de Portugal ou a gestão entregue a privados. Se por um lado a opção pelas concessões privadas permite ao Estado uma menor responsabilidade no investimento a realizar, por outro a degradação do capital próprio e dos resultados transitados apresentados pelas concessões privadas, coloca em dúvida a sustentabilidade desta opção.

Quando comparamos estes dois tipos de concessão com o setor em outros Países como França, Espanha, Bélgica e Itália, verificamos que as concessões públicas ficam abaixo das médias apresentadas pelos Países, exceto no que concerne na eficácia operacional que supera as médias. No caso das concessões privadas, estas situam-se nas médias dos setores dos Países em análise, seja em rentabilidade, em valorização dos ativos, seja em peso dos gastos com pessoal.

As diferenças apresentadas nos indicadores utilizados para comparação entre as concessões e os setores nos outros Países, podemos verificar uma grande carga fiscal nos resultados das empresas em Portugal, determinante na obtenção de alguns indicadores.

As ilações que podemos tirar do conjunto dos indicadores calculados, de modo a responder a questões tais como: qual a melhor opção? As concessões públicas ou as concessões privadas? Ou qual destas garante a sustentabilidade do setor? São de resposta dúbia ou dependente da interpretação. Se por um lado as concessões privadas mostram melhores resultados na maioria dos indicadores calculados, até que ponto esses resultados são obtidos com uma degradação de serviço ou degradação dos ativos, algo que não foi alvo de análise neste trabalho devido a impossibilidade de obtenção de dados apenas disponíveis às próprias empresas.

As concessões públicas são, como verificado, grandes consumidoras de recursos por parte do Estado de forma a manter o nível de ativos e de investimento realizado. Este último com uma grande redução nos últimos anos devido a restrições orçamentais. Assim, não podemos afirmar univocamente que a opção por um ou outro tipo de concessão é mais vantajoso.

Concluindo-se, que as concessões públicas conseguem retirar melhores resultados obter uma maior eficácia operacional, com custos mais baixos, como por exemplo nos gastos com pessoal. A complementaridade entre os dois tipos de gestão seria o ideal de dois mundos. A melhor gestão dos gastos operacionais por parte das concessões públicas, complementado com o pragmatismo da gestão privada, poderia aliviar o Estado em relação a necessidades de investimento no setor e por outro lado ajudar os privados a obter os lucros desejados sem comprometer o futuro das concessões com a degradação de ativos e resultados em prol do lucro.

A reestruturação do setor a partir de 2015, com a agregação de várias empresas, e a já anunciada nova reestruturação com a desagregação das empresas, em 2017, são o caminho mais correto? Esta será uma pergunta a se colocar num futuro estudo a este setor.

14. Referências Bibliográficas

7Graus. (20 de 06 de 2016). *www.significados.com.br/concessao/*. Obtido de *www.significados.com.br*.

ADP, Águas de Portugal SA. (30 de 08 de 2016). *www.adp.pt*. Obtido de *www.adp.pt*: <http://www.adp.pt/pt/grupo-adp/histora/id=7#sthash.E7tjhqxT.dpuf>

Águas de Cascais, SA. (2010). *Relatório e Contas*. Cascais: AdCascais.

Águas de Cascais, SA. (2011). *Relatório e Contas*. Cascais: AdCascais.

Águas de Cascais, SA. (2012). *Relatório e Contas*. Cascais: AdCascais.

Águas de Cascais, SA. (2013). *Relatório e Contas*. Cascais: AdCascais.

Águas de Cascais, SA. (2014). *Relatório e Contas*. Cascais: AdCascais.

Águas do Centro, SA. (2010). *Relatório e Contas*. Centro: AdC.

Águas do Centro, SA. (2011). *Relatório e Contas*. Centro: AdC.

Águas do Centro, SA. (2012). *Relatório e Contas*. Centro: AdC.

Águas do Centro, SA. (2013). *Relatório e Contas*. Centro: AdC.

Águas do Centro, SA. (2014). *Relatório e contas*. Centro: AdC.

Águas do Oeste, SA . (2011). *Relatório e Contas*. Torres Vedras: AdO.

Águas do Oeste, SA. (2010). *Relatório e Contas*. Torres Vedras: AdO.

Águas do Oeste, SA. (2012). *Relatório e Contas*. Torres Vedras: AdO.

Águas do Oeste, SA. (2013). *Relatório e Contas*. Torres Vedras: AdO.

Águas do Oeste, SA. (2014). *Relatório e Contas*. Torres Vedras: AdO.

Águas do Zêzere e Côa, SA. (2010). *Relatório e Contas*. Zêzere: AdZC.

Águas do Zêzere e Côa, SA. (2011). *Relatório e Contas*. Zêzere: AdZC.

Águas do Zêzere e Côa, SA. (2012). *Relatório e Contas*. Zêzere: AdZC.

Águas do Zêzere e Côa, SA. (2013). *Relatório e Contas*. Zêzere: AdZC.

Águas do Zêzere e Côa, SA. (2014). *Relatório e Contas*. Zêzere: AdZC.

- ALTI, A. (2006). How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance*, v. 61, n. 4., 1681-1710.
- Araújo, J. S. (maio-junho de 2014). As parcerias público-privadas para o desenvolvimento de infraestruturas rodoviárias: experiência recente em Portugal. *Revista de Administração Pública*, pp. Vol. 48 n.º 3. pp 571- 593.
- BAKER, M., & WURGLER, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*. V.57 n.1., 1-32.
- Be Water, S.A. (06 de 09 de 2016). <http://www.mafra-bewater.com.pt/>. Obtido de <http://www.mafra-bewater.com.pt/>.
- Be Water, SA. (2013). *Relatório e Contas*. Mafra: Racios.
- Be Water, SA. (2014). *Relatório e Contas*. Mafra: Racios.
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3., 857-878.
- Brandão, E. (2003). *Finanças (3ª ed.)*. Porto: Porto Editora.
- Brandão, E. (2003). *Finanças (3ª ed.)*. Porto: Porto Editora.
- Breia, A. F. (2014). *Análise Económica e Financeira - Aspectos teóricos e casos práticos*. Lisboa: Rei dos Livros.
- C. Gonçalves, D. S. (2013). *Relato Financeiro. Interpretação e Análise (2ª Ed.)*. Porto: Vida Económica.
- Canotilho, J. J. (2013). *Parecer sobre a proposta de Lei n.º 140/XII*. Coimbra: Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
- Carmo, 2. (2013). Indicadores Económicos-Financeiros. *Tese de Mestrado*. Coimbra: Universidade de Coimbra.
- Costa, C. A. (2003). *Métodos Qualitativos na Análise de Risco de Crédito Confiança e Credibilidade na Relação entre Bancos e Empresas*. Universidade do Minho.
- Damodaram, A. (2004). *Finanças Corporativas: Teoria e prática. 2ª Ed.* Porto Alegre: Bokman.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). Optimal capital Structure under Corporate Personal. *Journal of Financial Economics*, 3-29.

- DGTF. (2009). Parcerias Público-Privadas e Concessões - Relatório de 2009. Portugal. Obtido de http://www.dgtf.pt/ResourcesUser/PPP/Documentos/Relatorios/Relatorio_PPP_2009.pdf
- EPAL SA Empresa Portuguesa de Águas Livres. (2014). *Relatório de sustentabilidade*. Lisboa: EPAL.
- EPAL SA, Empresa Portuguesa de Águas Livres. (2010). *Relatório e Contas*. Lisboa: EPAL, SA.
- EPAL SA, Empresa Portuguesa de Águas Livres. (2011). *Relatório e Contas*. Lisboa: EPAL, SA.
- EPAL SA, Empresa Portuguesa de Águas Livres. (2012). *Relatório e Contas*. Lisboa: EPAL, SA.
- EPAL SA, Empresa Portuguesa de Águas Livres. (2013). *Relatório e Contas*. Lisboa: EPAL, SA.
- EPAL SA, Empresa Portuguesa de Águas Livres. (2014). *Relatório e Contas*. Lisboa: EPAL, SA.
- ERSAR, E. R. (2014). *Rasarp, Volume I*. Lisboa: ERSAR.
- Esperança, J. P., & Matias, F. (2010). *Finanças Empresariais (3ª ed.)*. Lisboa: Texto Editores.
- Frank, M., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 67, 217-248.
- GONÇALVES, P. (1999). *A Concessão de Serviços Públicos*. Lisboa: Almedina. doi:ISBN 9789724011912
- Ham, H. V. (2001). Building public-private partnerships: Assessing and managing risks in port development.
- Harris, M. R. (1991). The theory of Capital Structure. *The Journal of Finance* v. 46, n 1, 297-355.
- Indaqua Matosinhos, SA. (2013). *Relatório e Contas*. Matosinhos: Racios.
- Indaqua Matosinhos, SA. (2014). *Relatório e Contas*. Matosinhos: Racios.
- Jensen, M. (1986). Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economics Review*, pp. 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial Behavior Agency Costs and Ownershio Structure. *Journal Of Financial Economics*, V. 3, n° 4, 305-360.
- KRAUSE, M. (2009). *The Political Economy of Water and Sanitation*.
- Luís Silva Morais, J. F. (2000). *Estudos Sobre o Novo Regime do Sector Empresarial do Estado*. Almedina. doi:ISBN 9789724014012

- Marques, R. C. (2011). *A regulação dos serviços de abastecimento de água e de saneamento de águas residuais - Uma perspetiva internacional*. Lisboa: Instituto Superior Técnico e Entidade Reguladora dos Serviços de Águas e Resíduos .
- McQuaid, R. (2000). *The theory of partnership - Why have partnerships?* S.P. Osborne: Routledge, London.
- Meiduté, I. P. (June de 2011). Feasibility Study os Public-Private Partnership. *International Journal of Strategic Property Management*, Vol. 15(3): 257-274.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review* v. 48, n. 3,, pp. 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, n. 3, v. 53,, pp. 433-443.
- Moreno, C. (2010). *Como o Estado gasta o nosso dinheiro*. Lisboa: Caderno.
- Myers, S. C. (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. *Journal of Financial Economics* 13.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* V.39, nº 3, 575-592.
- Myers, S. C., & Maluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v.13, n. 2, 187-221.
- Nakamura, W. T. (2007). *Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F. D., Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003*. *Revista Contabilidade & Finanças*.
- Narciso, F., Vaz, J. M., & Enteiroço, S. (2013). O PARADOXO DA ECONOMIA DA ÁGUA. *Encontro Nacional de Entidades Gestoras de Água e Saneamento 2013*.
- Neves, J. C. (2007). *Análise Financeira*. Lisboa: Texto Editores.
- Nunes, P. (06 de 09 de 2016). <http://knoow.net/cienceconempr/gestao/autonomia-financeira/>. Obtido de <http://knoow.net/>: <http://knoow.net/cienceconempr/gestao/autonomia-financeira/>
- Pinto. (02 de novembro de 2010). Carlos Moreno: As parcerias público-privadas não são recomendáveis.

- Pinto, L. (22 de 10 de 2011). Relatório para a troika situa custos das PPP na ordem dos 26 mil milhões.
- Pires, A. M., & Rodrigues, F. J. (2004). A informação financeira relevante no saneamento financeiro de empresas. *Congresso de Contabilidade* (p. 18). Lisboa: Congresso de Contabilidade.
- Richard A. Brealey, S. C. (2007). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill,
- Sarmiento, J. M. (2013). *Parcerias Público-Privadas*. Lisboa: Relógio D'Água Editores .
- Silva, J. A. (2004). *Empresarialização de Serviços - Concessões*. Principia, Publicações Universitárias e Científicas.
- Silva, M. R. (Setembro- Dezembro de 2005). Parcerias Público-Privadas e Eficiência Empresarial e Coletiva. *Estudos Regionais*, pp. 27-50.
- Stephen, G. (2010). The Public Private Partnership Paradox. *Duke University - Fuqua School of Business* (pp. 19-58). UQ Business School.
- Verma, S. (2010). Government Obligations in Public-Private Partnerships contracts. *Journal of Public Procurement, volume 10, issue 4*, 564-598.
- Yin, R. K. (2003). *Estudo de caso - planeamento e métodos*. SÃO PAULO: Sage Publications, Inc. .

15. ANEXOS

✓ Demonstração da Posição Financeira da EPAL

Demonstração da posição financeira - EPAL					
	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVO					
ATIVO NÃO CORRENTE					
Ativos fixos tangíveis	786 602 555,19	773 552 649,94	760 381 486,46	742 085 113,67	733 700 050,92
Ativos fixos intangíveis					
Propriedades de investimento	1 241 048,81	1 146 269,83	1 051 493,78	956 714,69	13 745 673,09
Investimentos em subsidiárias	-	-	-	-	-
Outros ativos financeiros	110 230,68	110 230,68	110 230,68	110 230,68	110 230,68
Ativos por impostos diferidos	6 948 800,06	5 998 822,78	5 446 496,50	4 237 268,17	2 528 866,14
Outros ativos não correntes	9 083 744,76	10 727 537,62	10 222 151,61	8 098 635,03	11 485 706,79
Total do ativo não corrente	803 986 379,50	791 535 510,85	777 211 859,03	755 487 962,24	761 570 527,62
ATIVO CORRENTE					
Inventários	1 126 484,91	1 147 041,23	1 159 767,84	907 879,57	989 499,34
Clientes	19 699 286,56	18 640 903,13	18 713 329,93	20 401 189,80	24 737 660,21
Estado e outros entes públicos	-	-	1 610 534,00	2 096 301,15	1 527 349,67
Outras contas a receber	11 131 533,34	14 625 090,67	15 329 663,20	15 089 248,56	14 995 202,14
Diferimentos	919 742,06	1 042 544,33	882 308,98	687 257,42	962 180,02
Outros ativos financeiros	76 800 000,00	72 500 000,00	67 500 000,00	67 000 000,00	56 500 000,00
Caixa e depósitos bancários	3 188 762,43	2 671 769,42	2 678 460,18	2 063 759,41	3 865 865,26
Total do ativo corrente	112 865 809,30	110 627 348,78	107 874 064,13	108 245 635,91	103 577 756,64
TOTAL DO ATIVO	916 852 188,80	902 162 859,63	885 085 923,16	863 733 598,15	865 148 284,26
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital realizado	150 000 000,00	150 000 000,00	150 000 000,00	150 000 000,00	150 000 000,00
Outros instrumentos do capital próprio					
Reserva legal	30 000 000,00	30 000 000,00	30 000 000,00	30 000 000,00	30 000 000,00
Outras reservas	22 171 377,45	22 171 377,45	22 171 377,45	22 171 377,45	22 171 377,45
Resultados transitados	258 053 435,93	279 691 887,70	286 943 814,52	294 136 905,46	305 591 364,99
Outras variações no capital próprio	-4 063,81	-4 063,81	-4 063,81	-4 063,81	-4 063,81
	460 220 749,57	481 859 201,34	489 111 128,16	496 304 219,10	507 758 678,63
Resultado Líquido do exercício	45 887 091,77	42 555 549,69	43 852 247,46	39 961 784,04	54 037 472,15
Total do capital próprio	506 107 841,34	524 414 751,03	532 963 375,62	536 266 003,14	561 796 150,78
PASSIVO					
PASSIVO NÃO CORRENTE					
Provisões					
Financiamentos obtidos	239 327 893,58	222 356 429,06	205 216 386,67	187 444 544,52	169 528 766,57
Subsídios ao investimento	36 439 298,46	34 556 839,74	35 226 391,44	33 950 414,76	32 674 438,08
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	12 640 737,98	12 119 946,37	9 639 078,57	4 260 078,57	4 540 000,00
Acréscimos de custos de investimento Contratual					
Impostos diferidos	46 198 852,89	44 190 405,99	41 292 962,91	42 181 516,43	37 614 448,72
Outros Passivos não correntes					
Total do passivo não corrente	334 606 782,91	313 223 621,16	291 374 819,59	267 836 554,28	244 357 653,37
PASSIVO CORRENTE					
Provisões	2 035 944,91	1 872 347,02	1 058 504,35	1 363 566,29	1 394 282,36
Fornecedores	30 901 509,21	15 037 933,03	12 784 865,90	14 029 914,80	8 060 557,59
Estado e outros entes públicos	4 604 838,41	4 418 400,31	4 276 240,46	4 648 618,71	4 403 907,17
Financiamentos obtidos	12 804 797,84	17 864 687,39	18 393 159,30	18 311 266,91	18 347 193,72
Diferimentos					
Outros Passivos correntes	25 790 474,18	25 331 119,69	24 234 957,94	21 277 674,02	26 788 539,27
Total do passivo corrente	76 137 564,55	64 524 487,44	60 747 727,95	59 631 040,73	58 994 480,11
TOTAL DO PASSIVO	410 744 347,46	377 748 108,60	352 122 547,54	327 467 595,01	303 352 133,48
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO DO PASSIVO	916 852 188,80	902 162 859,63	885 085 923,16	863 733 598,15	865 148 284,26

✓ Demonstração de Resultados por Natureza da EPAL

Demonstração de resultados por natureza - EPAL					
RENDIMENTOS E GASTOS	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas e serviços prestados	147 454 718,70	147 038 145,26	144 205 267,87	143 079 104,53	141 958 402,71
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consu	-2 810 388,27	-2 949 695,85	-2 876 183,62	-2 285 540,93	-2 189 866,30
Fornecimentos e serviços externos	-39 231 068,07	-35 142 672,51	-34 527 224,65	-32 122 093,96	-29 081 816,79
Gastos com pessoal	-31 651 741,35	-25 750 686,32	-22 910 213,62	-25 244 378,84	-22 658 206,86
Imparidade de dívidas a receber (perdas)/reversões	-296 398,20	-431 001,05	-496 708,03	-524 458,93	-52 145,90
Provisões (aumentos)/reduções	10 943 493,41	177 362,26	829 168,40	-338 025,82	-63 455,92
Subsídios ao investimento	1 872 600,85	1 882 458,72	1 252 533,96	1 275 976,68	1 275 976,68
Outros rendimentos e ganhos	2 397 476,44	3 072 866,13	4 289 797,15	2 603 307,47	14 530 128,08
Outros gastos e perdas	-1 727 961,79	-1 387 465,00	-1 842 335,72	-5 014 282,49	-1 298 604,05
Resultados antes depreciações, gastos f	86 950 731,72	86 509 311,64	87 924 101,74	81 429 607,71	102 420 411,65
Gastos de depreciação e de amortização	-23 534 083,78	-24 404 732,45	-24 796 339,13	-25 008 813,75	-25 009 465,60
Imparidade de ativos depreciables e amortizáveis (per	0,00	0,00	-1 541 296,23	0,00	0,00
Resultados operacional (gastos financia	63 416 647,94	62 104 579,19	61 586 466,38	56 420 793,96	77 410 946,05
Juros e rendimentos similares obtidos	1 459 308,53	3 676 557,86	3 463 847,81	2 797 403,15	1 788 883,47
Juros e gastos similares suportados	-4 346 653,34	-5 851 398,91	-5 036 245,65	-3 779 861,85	-3 327 283,60
Resultado antes impostos	60 529 303,13	59 929 738,14	60 014 068,54	55 438 335,26	75 872 545,92
Imposto sobre o rendimento do exercício - diferido	0,00	0,00	0,00	1 449 693,46	956 349,67
Imposto sobre o rendimento do exercício - corrente	-14 642 211,36	-17 374 188,45	-16 161 821,19	-16 926 244,68	-22 791 423,44
Resultado líquido do exercício	45 887 091,77	42 555 549,69	43 852 247,35	39 961 784,04	54 037 472,15

✓ Demonstração da Posição Financeira da ADO

Demonstração da posição financeira - Águas do Oeste					
	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVO					
ATIVO NÃO CORRENTE					
Ativos fixos tangíveis					
Ativos fixos intangíveis	248 962 014,45	233 777 150,99	227 526 015,06	218 368 748,34	207 716 882,84
Propriedades de investimento					
Investimentos em subsidiárias	5 327 455,71	6 502 943,34	7 734 117,94	8 701 623,53	9 666 478,42
Outros ativos financeiros					
Ativos por impostos diferidos	6 219 303,50	4 309 139,54	4 564 432,15	3 934 078,93	4 000 534,97
Outros ativos não correntes	0,00	2 043 214,01	5 619 907,00	2 394 815,47	944 660,45
Total do ativo não corrente	260 508 773,66	246 632 447,88	245 444 472,15	233 399 266,27	222 328 556,68
ATIVO CORRENTE					
Inventários	58 422,59	49 320,29	22 992,71	26 249,12	19 211,37
Clientes	22 976 608,09	33 383 231,27	33 759 775,63	32 762 348,82	35 823 236,93
Estado e outros entes públicos	124 492,31	298 429,46	155 636,27	269 974,31	41 635,36
Outras contas a receber	112 890,89	184 004,92	347 086,06	320 764,49	282 281,48
Diferimentos					
Outros ativos financeiros	24 618 990,78	22 174 302,81	15 618 608,79	15 773 267,23	9 556 314,59
Caixa e depósitos bancários	180 661,83	1 314 949,64	1 739 936,01	1 579 144,19	3 286 500,54
Total do ativo corrente	48 072 066,49	57 404 238,39	51 644 035,47	50 731 748,16	49 009 180,27
TOTAL DO ATIVO	308 580 840,15	304 036 686,27	297 088 507,62	284 131 014,43	271 337 736,95
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital realizado	29 733 969,60	29 733 969,60	30 000 000,00	30 000 000,00	30 000 000,00
Outros instrumentos do capital próprio					
Reserva legal	77 730,88	77 730,88	97 520,91	97 520,91	97 520,91
Outras reservas				0,00	0,00
Resultados transitados	-5 869 934,41	-6 650 558,35	-6 274 547,71	-9 443 216,06	-12 458 047,02
Outras variações no capital próprio				0,00	0,00
	23 941 766,07	23 161 142,13	23 822 973,20	20 654 304,85	17 639 473,89
Resultado Líquido do exercício	-780 623,94	395 800,67	-3 168 668,35	-3 014 830,96	-391 502,23
Total do capital próprio	23 161 142,13	23 556 942,80	20 654 304,85	17 639 473,89	17 247 971,66
PASSIVO					
PASSIVO NÃO CORRENTE					
Provisões					
Financiamentos obtidos	116 237 064,14	114 949 923,88	122 734 310,93	120 824 062,29	118 206 013,65
Subsídios ao investimento	106 631 832,75	103 958 720,04	96 166 018,54	92 356 235,27	87 782 515,89
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	19 081 042,18	9 568 303,36	8 832 779,26	9 742 847,69	10 407 754,18
Acréscimos de custos de investimento Contratual					
Impostos diferidos	5 088 309,26	2 882 708,15	2 999 643,34	2 260 292,59	1 938 612,79
Outros Passivos não correntes	13 099 213,53	12 300 929,92	11 734 350,17	11 140 994,45	10 079 602,47
Total do passivo não corrente	260 137 461,86	243 660 585,35	242 467 102,24	236 324 432,29	228 414 498,98
PASSIVO CORRENTE					
Provisões					
Fornecedores	4 700 122,54	5 010 514,08	7 257 598,62	7 584 761,95	10 063 903,33
Estado e outros entes públicos	630 572,41	382 798,41	298 804,13	356 234,70	322 012,51
Financiamentos obtidos	17 842 928,17	27 027 791,79	22 503 404,80	17 748 010,00	10 672 564,12
Diferimentos					
Outros Passivos correntes	2 108 613,04	4 398 053,84	3 907 292,98	4 478 101,60	4 616 786,35
Total do passivo corrente	25 282 236,16	36 819 158,12	33 967 100,53	30 167 108,25	25 675 266,31
TOTAL DO PASSIVO	285 419 698,02	280 479 743,47	276 434 202,77	266 491 540,54	254 089 765,29
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO DO PASSIVO	308 580 840,15	304 036 686,27	297 088 507,62	284 131 014,43	271 337 736,95

✓ Demonstração de Resultados por Natureza da ADO

Demonstração de resultados por natureza - Águas do Oeste					
RENDIMENTOS E GASTOS	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas e serviços prestados	26 226 749,95	33 734 658,48	30 003 885,89	31 344 389,74	32 969 270,05
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consu	-7 656 864,51	-11 216 857,14	-10 635 403,16	-10 991 699,10	-11 101 031,54
Fornecimentos e serviços externos	-9 150 705,55	-9 318 065,34	-8 919 302,77	-9 111 129,41	-8 335 944,98
Gastos com pessoal	-3 045 710,30	-2 776 651,67	-2 499 638,19	-3 052 004,39	-2 791 891,45
Imparidade de dívidas a receber (perdas)/reversões					
Provisões (aumentos)/reduções	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Subsídios ao investimento	3 805 777,66	4 699 533,54	3 657 425,95	3 783 486,39	4 573 719,38
Outros rendimentos e ganhos	339 575,23	482 178,97	232 573,41	119 661,76	38 257,16
Outros gastos e perdas	-410 825,62	-338 368,51	-383 947,74	-492 454,44	-341 759,29
Resultados antes depreciações, gastos f	10 107 996,86	15 266 428,33	11 455 593,39	11 600 250,55	15 010 619,33
Gastos de depreciação e de amortização					
Imparidade de ativos depreciáveis e amortizáveis (per	-9 427 862,82	-11 864 710,53	-10 479 731,55	-10 898 856,58	-12 178 553,07
Resultados operacional (gastos financia	680 134,04	3 401 717,80	975 861,84	701 393,97	2 832 066,26
Juros e rendimentos similares obtidos	993 308,07	1 800 074,69	2 191 763,22	2 062 992,28	2 128 018,73
Juros e gastos similares suportados	-3 569 606,25	-5 088 193,58	-6 437 864,95	-5 849 535,21	-5 612 093,24
Resultado antes impostos	-1 896 164,14	113 598,91	-3 270 239,89	-3 085 148,96	-652 008,25
Imposto sobre o rendimento do exercício - diferido	1 130 994,24	295 437,15	138 357,42	108 997,53	388 135,84
Imposto sobre o rendimento do exercício - corrente	-15 454,04	-13 235,39	-36 785,88	-38 679,53	-127 629,82
Resultado líquido do exercício	-780 623,94	395 800,67	-3 168 668,35	-3 014 830,96	-391 502,23

✓ Demonstração da Posição Financeira da ADZC

Demonstração da posição financeira - Águas do Zezêre e Coa					
	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVO					
ATIVO NÃO CORRENTE					
Ativos fixos tangíveis					
Ativos fixos intangíveis	258 700 320,00	260 581 349,00	245 959 659,00	242 523 651,00	236 120 705,00
Propriedades de investimento					
Investimentos em subsidiárias					
Outros ativos financeiros	4 153 661,00	4 714 624,00	5 275 587,00	5 836 591,00	6 397 595,00
Ativos por impostos diferidos	10 443 493,00	9 840 139,00	9 057 028,00	9 606 958,00	9 206 447,00
Outros ativos não correntes	25 039 172,00	6 835 275,00	9 679 139,00	5 827 409,00	4 611 225,00
Total do ativo não corrente	298 336 646,00	281 971 387,00	269 971 413,00	263 794 609,00	256 335 972,00
ATIVO CORRENTE					
Inventários	129 283,00	220 023,00	132 500,00	138 618,00	118 696,00
Clientes	13 905 129,00	34 592 778,00	40 551 013,00	55 781 253,00	73 410 278,00
Estado e outros entes públicos	379 223,00	84 528,00	226 599,00	116 773,00	13 749,00
Outras contas a receber		9 917,00			
Diferimentos					
Outros ativos financeiros	911 119,00	12 646 409,00	9 805 871,00	2 188 595,00	2 743 454,00
Caixa e depósitos bancários	12 135 542,00	223 729,00	64 233,00	1 560 246,00	161 884,00
Total do ativo corrente	27 460 296,00	47 777 384,00	50 780 216,00	59 785 485,00	76 448 061,00
TOTAL DO ATIVO	325 796 942,00	329 748 771,00	320 751 629,00	323 580 094,00	332 784 033,00
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital realizado	26 607 560,00	26 607 560,00	26 607 560,00	26 607 560,00	26 607 560,00
Outros instrumentos do capital próprio					
Reserva legal	4 649 648,00	4 649 648,00	4 649 648,00	4 649 648,00	4 649 648,00
Outras reservas					
Resultados transitados	-20 059 003,00	-20 004 473,00	-18 734 457,00	-19 987 292,00	-19 065 496,00
Outras variações no capital próprio					
	11 198 205,00	11 252 735,00	12 522 751,00	11 269 916,00	12 191 712,00
Resultado Líquido do exercício	54 531,00	1 270 015,00	-1 252 835,00	921 797,00	1 603 756,00
Total do capital próprio	11 252 736,00	12 522 750,00	11 269 916,00	12 191 713,00	13 795 468,00
PASSIVO					
PASSIVO NÃO CORRENTE					
Provisões	110 031,00				
Financiamentos obtidos	141 389 542,00	134 283 771,00	167 657 163,00	152 569 538,00	150 671 836,00
Subsídios ao investimento	80 510 328,00	83 206 476,00	87 761 434,00	90 418 486,00	89 232 684,00
Responsabilidades por benefícios pós-emprego					
Acréscimos de custos de investimento Contratual	30 292 610,00	21 990 469,00	8 798 322,00	6 041 873,00	6 572 682,00
Impostos diferidos	5 855 246,00	5 727 674,00	4 368 006,00	3 852 797,00	3 042 903,00
Outros Passivos não correntes	14 350 577,00	13 624 057,00	13 256 062,00	14 814 393,00	13 742 700,00
Total do passivo não corrente	272 508 334,00	258 832 447,00	281 840 987,00	267 697 087,00	263 262 805,00
PASSIVO CORRENTE					
Provisões					
Fornecedores	11 614 992,00	11 985 918,00	3 654 279,00	3 798 165,00	4 544 212,00
Estado e outros entes públicos	644 386,00	493 248,00	848 937,00	1 655 037,00	511 489,00
Financiamentos obtidos	27 387 942,00	42 836 859,00	20 776 288,00	35 100 027,00	46 930 556,00
Diferimentos					
Outros Passivos correntes	2 388 553,00	3 077 548,00	2 361 221,00	3 138 064,00	3 739 503,00
Total do passivo corrente	42 035 873,00	58 393 573,00	27 640 725,00	43 691 293,00	55 725 760,00
TOTAL DO PASSIVO	314 544 207,00	317 226 020,00	309 481 712,00	311 388 380,00	318 988 565,00
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO DO PASSIVO	325 796 943,00	329 748 770,00	320 751 628,00	323 580 093,00	332 784 033,00

✓ Demonstração de Resultados por Natureza da ADZC

Demonstração de resultados por natureza - Águas do Zezêre e Coa					
RENDIMENTOS E GASTOS	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas e serviços prestados	19 616 522,00	20 442 661,00	19 011 093,00	21 830 389,00	22 102 771,00
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consu	-851 132,00	-748 320,00	-915 528,00	-891 590,00	-852 042,00
Fornecimentos e serviços externos	-6 053 237,00	-5 654 213,00	-5 831 940,00	-5 974 906,00	-6 139 951,00
Gastos com pessoal	-2 622 316,00	-2 350 773,00	-2 327 449,00	-2 649 193,00	-2 601 797,00
Imparidade de dívidas a receber (perdas)/reversões					
Provisões (aumentos)/reduções	-110 031,00	46 464,00			
Subsídios ao investimento	2 555 354,00	3 028 216,00	2 431 898,00	2 753 843,00	2 866 704,00
Outros rendimentos e ganhos	106 545,00	93 882,00	54 698,00	128 304,00	196 254,00
Outros gastos e perdas	-371 441,00	-468 973,00	-382 599,00	-331 586,00	-901 730,00
Resultados antes depreciações, gastos f	12 270 264,00	14 388 944,00	12 040 173,00	14 865 261,00	14 670 209,00
Gastos de depreciação e de amortização	-7 845 815,00	-7 991 597,00	-7 354 826,00	-8 341 678,00	-8 490 906,00
Imparidade de ativos depreciáveis e amortizáveis (perdas)/reversões					
Resultados operacional (gastos financia	4 424 449,00	6 397 347,00	4 685 347,00	6 523 583,00	6 179 303,00
Juros e rendimentos similares obtidos	970 459,00	2 146 634,00	2 995 169,00	3 273 883,00	4 362 194,00
Juros e gastos similares suportados	-5 013 322,00	-6 747 741,00	-8 859 561,00	-8 266 767,00	-7 781 966,00
Resultado antes impostos	381 586,00	1 796 240,00	-1 179 045,00	1 530 699,00	2 759 531,00
Imposto sobre o rendimento do exercício - diferido	-265 654,00	-475 782,00	576 558,00	1 065 138,00	409 384,00
Imposto sobre o rendimento do exercício - corrente	-61 401,00	-50 443,00	-650 345,00	-1 674 040,00	-1 565 160,00
Resultado líquido do exercício	54 531,00	1 270 015,00	-1 252 832,00	921 797,00	1 603 755,00

✓ Demonstração da Posição Financeira da ADC

Demonstração da posição financeira - Águas do Centro					
	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVO					
ATIVO NÃO CORRENTE					
Ativos fixos tangíveis	699 710,00	543 289,00	415 187,00	524 917,00	497 983,00
Ativos fixos intangíveis	220 679 141,00	214 249 803,00	218 742 633,00	217 921 735,00	219 306 261,00
Propriedades de investimento	6 113 767,00	6 550 949,00	6 988 101,00	7 424 059,00	7 860 016,00
Investimentos em subsidiárias	0,00	0,00			
Outros ativos financeiros	0,00	0,00			
Ativos por impostos diferidos	3 282 755,00	4 931 664,00	4 503 607,00	4 406 064,00	4 148 546,00
Outros ativos não correntes	0,00	0,00	1 117 174,00	489 955,00	91 266,00
Total do ativo não corrente	230 775 373,00	226 275 705,00	231 766 702,00	230 766 730,00	231 904 072,00
ATIVO CORRENTE					
Inventários	874 926,00	144 562,00	136 300,00	82 910,00	85 756,00
Clientes	10 615 069,00	9 438 142,00	6 054 617,00	5 941 863,00	5 955 830,00
Estado e outros entes públicos	71 256,00	133 134,00	173 494,00	105 203,00	77 805,00
Outras contas a receber	95 765,00	66 691,00	155 810,00	190 773,00	228 531,00
Diferimentos	0,00	0,00	0,00	0,00	
Outros ativos financeiros	8 109 652,00	3 715 565,00	3 273 327,00	2 745 700,00	2 341 226,00
Caixa e depósitos bancários	499 378,00	717 556,00	1 781 823,00	1 210 328,00	1 166 130,00
Total do ativo corrente	20 266 046,00	14 215 650,00	11 575 371,00	10 276 777,00	9 855 278,00
TOTAL DO ATIVO	251 041 419,00	240 491 355,00	243 342 073,00	241 043 507,00	241 759 350,00
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital realizado	24 000 000,00	24 000 000,00	24 000 000,00	24 000 000,00	24 000 000,00
Outros instrumentos do capital próprio					
Reserva legal	28 246,00	28 246,00	28 246,00	28 246,00	28 246,00
Outras reservas					
Resultados transitados	-4 984 553,00	-7 651 107,00	-10 414 919,00	-13 069 369,00	-16 043 196,00
Outras variações no capital próprio					
	19 043 693,00	16 377 139,00	13 613 327,00	10 958 877,00	7 985 050,00
Resultado Líquido do exercício	-2 666 554,00	-2 763 812,00	-2 654 449,00	-2 973 827,00	-1 362 206,00
Total do capital próprio	16 377 139,00	13 613 327,00	10 958 878,00	7 985 050,00	6 622 844,00
PASSIVO					
PASSIVO NÃO CORRENTE					
Provisões					
Financiamentos obtidos	55 500 000,00	55 500 000,00	54 319 110,00	53 069 900,00	55 486 010,00
Subsídios ao investimento	74 912 286,00	69 775 550,00	73 922 933,00	75 237 551,00	75 928 628,00
Responsabilidades por benefícios pós-emprego					
Acréscimos de custos de investimento Contratual	10 097 307,00	6 488 702,00	6 710 931,00	5 583 230,00	6 465 206,00
Impostos diferidos	2 001 585,00	3 222 952,00	1 825 657,00	1 571 137,00	1 347 817,00
Outros Passivos não correntes	0,00	26 493 415,00	16 608 270,00	6 756 182,00	6 702 327,00
Total do passivo não corrente	142 511 178,00	161 480 619,00	153 386 901,00	142 218 000,00	145 929 988,00
PASSIVO CORRENTE					
Provisões					
Fornecedores	1 260 434,00	1 515 554,00	2 094 142,00	1 495 789,00	2 497 035,00
Estado e outros entes públicos	401 114,00	409 177,00	400 001,00	455 921,00	493 448,00
Financiamentos obtidos	40 755 855,00	48 009 390,00	50 495 432,00	51 829 961,00	51 372 939,00
Diferimentos					
Outros Passivos correntes	49 735 700,00	15 463 289,00	26 006 717,00	37 058 785,00	34 843 097,00
Total do passivo corrente	92 153 103,00	65 397 410,00	78 996 292,00	90 840 456,00	89 206 519,00
TOTAL DO PASSIVO	234 664 281,00	226 878 029,00	232 383 193,00	233 058 456,00	235 136 507,00
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO DO PASSIVO	251 041 420,00	240 491 356,00	243 342 071,00	241 043 506,00	241 759 351,00

✓ Demonstração de Resultados por Natureza da ADC

Demonstração de resultados por natureza - Águas do Centro					
RENDIMENTOS E GASTOS	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas e serviços prestados	13 138 475,00	14 871 062,00	14 062 800,00	16 205 160,00	16 115 971,00
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consu	-1 007 319,00	-1 444 686,00	-1 323 759,00	-1 293 380,00	-1 391 935,00
Fornecimentos e serviços externos	-4 642 080,00	-4 411 957,00	-4 650 417,00	-4 852 798,00	-4 821 595,00
Gastos com pessoal	-2 175 668,00	-2 056 273,00	-1 829 527,00	-2 138 095,00	-2 059 827,00
Imparidade de dívidas a receber (perdas)/reversões	0,00	-162 069,00	-128 049,00	-365,00	0,00
Provisões (aumentos)/reduções	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Subsídios ao investimento	2 462 499,00	2 944 979,00	2 677 776,00	2 777 360,00	2 692 387,00
Outros rendimentos e ganhos	668 953,00	288 554,00	600 276,00	423 069,00	406 889,00
Outros gastos e perdas	-427 501,00	-569 965,00	-649 783,00	-572 934,00	-485 994,00
Resultados antes depreciações, gastos f	8 017 359,00	9 459 645,00	8 759 317,00	10 548 017,00	10 455 896,00
Gastos de depreciação e de amortização	-6 949 783,00	-7 946 120,00	-7 245 819,00	-7 450 983,00	-7 255 136,00
Imparidade de ativos depreciáveis e amortizáveis (perdas)/reversões					
Resultados operacional (gastos financeiros)	1 067 576,00	1 513 525,00	1 513 498,00	3 097 034,00	3 200 760,00
Juros e rendimentos similares obtidos	972 441,00	926 186,00	807 003,00	731 581,00	663 013,00
Juros e gastos similares suportados	-4 788 949,00	-5 624 756,00	-5 938 380,00	-6 951 087,00	-5 185 827,00
Resultado antes impostos	-2 748 932,00	-3 185 045,00	-3 617 879,00	-3 122 472,00	-1 322 054,00
Imposto sobre o rendimento do exercício - diferido	88 076,00	427 543,00	969 237,00	156 977,00	-34 198,00
Imposto sobre o rendimento do exercício - corrente	-5 699,00	-6 309,00	-5 807,00	-8 334,00	-5 954,00
Resultado líquido do exercício	-2 666 555,00	-2 763 811,00	-2 654 449,00	-2 973 829,00	-1 362 206,00

✓ Demonstração da Posição Financeira da Águas de Cascais

Demonstração da posição financeira - Cascais					
	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVO					
ATIVO NÃO CORRENTE					
Ativos fixos tangíveis	1 988 360,40	1 700 962,36	1 619 270,28	1 454 759,45	1 469 167,50
Ativos fixos intangíveis	63 472 151,37	67 919 129,74	74 129 957,87	86 397 068,70	82 371 736,67
Propriedades de investimento					
Investimentos em subsidiárias					
Outros ativos financeiros					
Ativos por impostos diferidos	338 467,79	459 099,87	713 081,98	521 618,20	1 436 998,22
Outros ativos não correntes					
Total do ativo não corrente	65 798 979,56	70 079 191,97	76 462 310,13	88 373 446,35	85 277 902,39
ATIVO CORRENTE					
Inventários	145 841,61	157 128,35	140 609,51	146 098,78	124 808,81
Clientes	12 453 859,42	8 704 195,63	8 419 490,33	8 135 363,71	8 672 263,95
Estado e outros entes públicos	240 824,43	1 745 048,02	0	10 474,50	136 351,23
Outras contas a receber	2 037 487,25	1 433 081,99	1 511 831,11	2 026 880,55	2 079 951,48
Diferimentos	228 890,51	149 198,36	89 444,58	30 571,11	35 146,43
Outros ativos financeiros	10 000,00	10 000,00	952 571,88	747 946,50	723 562,96
Caixa e depósitos bancários	3 202 270,14	3 799 360,61	8 941 830,29	14 549 471,78	15 729 140,67
Total do ativo corrente	18 319 173,36	15 998 012,96	20 055 777,70	25 646 806,93	27 501 225,53
TOTAL DO ATIVO	84 118 152,92	86 077 204,93	96 518 087,83	114 020 253,28	112 779 127,92
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital realizado	3 500 000,00	3 500 000,00	3 500 000,00	3 500 000,00	3 500 000,00
Outros instrumentos do capital próprio	6 983 170,56	6 983 170,56	6 983 170,56	6 983 170,56	6 983 170,56
Reserva legal		138 130,83	233 956,81	390 782,74	522 303,77
Outras reservas					
Resultados transitados	-1 652 711,76	-1 250 288,75	865 964,27	3 845 657,00	6 344 556,64
Outras variações no capital próprio		-1 377 299,60	-2 139 245,91	-1 564 854,59	-5 114 337,72
	8 830 458,80	7 993 713,04	9 443 845,73	13 154 755,71	12 235 693,25
Resultado Líquido do exercício	2 762 616,50	1 916 519,54	3 136 518,66	2 630 420,67	1 850 338,01
Total do capital próprio	11 593 075,30	9 910 232,58	12 580 364,39	15 785 176,38	14 086 031,26
PASSIVO					
PASSIVO NÃO CORRENTE					
Provisões	287 130,78	400 739,43	510 487,43	617 466,53	661 667,09
Financiamentos obtidos	8 570 365,79	25 006 559,74	31 215 832,81	49 588 011,52	41 225 041,44
Subsídios ao investimento					
Responsabilidades por benefícios pós-emprego					
Acréscimos de custos de investimento Contratual					
Impostos diferidos	604 534,27	453 400,70	302 267,13	151 133,56	
Outros Passivos não correntes	37 398 143,20	36 397 276,85	35 686 844,28	34 407 891,71	30 378 207,75
Total do passivo não corrente	46 860 174,04	62 257 976,72	67 715 431,65	84 764 503,32	72 264 916,28
PASSIVO CORRENTE					
Provisões					
Fornecedores	6 495 023,38	6 311 230,67	5 330 811,20	4 845 048,96	4 397 219,26
Estado e outros entes públicos	1 713 348,41	478 693,05	2 426 892,78	812 504,41	625 820,90
Financiamentos obtidos	13 009 090,96				8 267 128,78
Diferimentos					
Outros Passivos correntes	4 447 440,83	7 119 071,91	8 464 587,81	7 813 020,21	13 138 011,44
Total do passivo corrente	25 664 903,58	13 908 995,63	16 222 291,79	13 470 573,58	26 428 180,38
TOTAL DO PASSIVO	72 525 077,62	76 166 972,35	83 937 723,44	98 235 076,90	98 693 096,66
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO DO PASSIVO	84 118 152,92	86 077 204,93	96 518 087,83	114 020 253,28	112 779 127,92

✓ Demonstração de Resultados por Natureza da Águas de Cascais

Demonstração de resultados por natureza - Cascais					
RENDIMENTOS E GASTOS	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas e serviços prestados	41 473 083,37	44 278 420,78	48 328 191,13	53 573 301,44	37 585 944,56
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consu	-9 825 950,75	-9 330 112,05	-8 529 462,68	-7 754 249,33	-7 228 541,29
Fornecimentos e serviços externos	-16 987 868,56	-20 321 604,55	-23 701 525,24	-29 672 888,05	-15 995 431,24
Gastos com pessoal	-5 595 898,80	-5 561 643,99	-4 839 429,72	-4 788 814,62	-4 751 726,05
Imparidade de dívidas a receber (perdas)/reversões	-279 996,00	-569 800,18	-699 252,25	-692 244,29	-608 027,78
Provisões (aumentos)/reduções	-101 867,97	-113 608,65	-109 748,00	-106 979,10	-24 621,17
Subsídios ao investimento			1 795,55	9 144,22	7 908,42
Outros rendimentos e ganhos	930 656,37	1 352 107,55	1 819 791,97	1 143 294,74	1 570 490,41
Outros gastos e perdas	-863 626,43	-726 976,39	-683 591,26	-605 337,92	-490 386,61
Resultados antes depreciações, gastos f	8 748 531,23	9 006 782,52	11 586 769,50	11 105 227,09	10 065 609,25
Gastos de depreciação e de amortização	-3 972 892,73	-3 790 341,01	-3 809 112,77	-3 937 668,49	-4 424 555,73
Imparidade de ativos depreciáveis e amortizáveis (perdas)/reversões					
Resultados operacional (gastos financia	4 775 638,50	5 216 441,51	7 777 656,73	7 167 558,60	5 641 053,52
Juros e rendimentos similares obtidos	394 589,73	158 291,67	176 455,10	229 105,31	190 275,27
Juros e gastos similares suportados	-1 188 187,45	-3 132 813,19	-3 495 997,50	-3 670 909,31	-3 265 905,58
Resultado antes impostos	3 982 040,78	2 241 919,99	4 458 114,33	3 725 754,60	2 565 423,21
Imposto sobre o rendimento do exercício - diferido					
Imposto sobre o rendimento do exercício - corrente	-1 219 424,28	-325 400,45	-1 321 595,67	-1 095 333,41	-715 085,20
Resultado líquido do exercício	2 762 616,50	1 916 519,54	3 136 518,66	2 630 421,19	1 850 338,01

✓ Demonstração da Posição Financeira da Indaqua Matosinhos

Demonstração da posição financeira - Indaqua					
	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVO					
ATIVO NÃO CORRENTE					
Ativos fixos tangíveis				7 394 305,15	7 059 459,16
Ativos fixos intangíveis				56 898 561,75	54 235 571,89
Propriedades de investimento					
Investimentos em subsidiárias					
Outros ativos financeiros				19,72	350,10
Ativos por impostos diferidos				1 392 751,46	1 578 548,13
Outros ativos não correntes					
Total do ativo não corrente	0,00	0,00	0,00	65 685 638,08	62 873 929,28
ATIVO CORRENTE					
Inventários				184 203,48	179 185,22
Clientes				2 322 489,45	2 218 277,77
Estado e outros entes públicos				78 240,82	119 372,67
Outras contas a receber				1 023 935,59	865 496,34
Diferimentos				360 640,04	320 663,79
Outros ativos financeiros				192 152,70	54 492,36
Caixa e depósitos bancários				2 597 390,83	2 414 050,92
Total do ativo corrente	0,00	0,00	0,00	6 759 052,91	6 171 539,07
TOTAL DO ATIVO	0,00	0,00	0,00	72 444 690,99	69 045 468,35
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital realizado				500 000,00	500 000,00
Outros instrumentos do capital próprio				450 000,00	450 000,00
Reserva legal				37 907,74	37 907,74
Outras reservas				-5 255 665,94	-7 015 769,56
Resultados transitados				1 893 482,95	758 279,80
Outras variações no capital próprio				2 209 272,26	2 665 521,63
	0,00	0,00	0,00	-165 002,99	-2 604 060,39
Resultado Líquido do exercício				-1 135 203,15	-785 933,55
Total do capital próprio	0,00	0,00	0,00	-1 300 206,14	-3 389 993,94
PASSIVO					
PASSIVO NÃO CORRENTE					
Provisões					
Financiamentos obtidos				57 387 752,48	55 599 885,33
Subsídios ao investimento					
Responsabilidades por benefícios pós-emprego					
Acréscimos de custos de investimento Contratual					
Impostos diferidos				478 263,95	315 572,96
Outros Passivos não correntes				2 387 060,25	2 293 898,99
Total do passivo não corrente	0,00	0,00	0,00	60 253 076,68	58 209 357,28
PASSIVO CORRENTE					
Provisões					
Fornecedores				2 248 831,84	1 038 671,16
Estado e outros entes públicos				25 260,39	26 640,39
Financiamentos obtidos				1 950 639,94	2 337 817,49
Diferimentos				724 441,29	755 961,74
Outros Passivos correntes				8 542 646,99	10 067 014,23
Total do passivo corrente	0,00	0,00	0,00	13 491 820,45	14 226 105,01
TOTAL DO PASSIVO	0,00	0,00	0,00	73 744 897,13	72 435 462,29
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO DO PASSIVO	0,00	0,00	0,00	72 444 690,99	69 045 468,35

✓ Demonstração de Resultados por Natureza da Indaqua Matosinhos

Demonstração de resultados por natureza - Indaqua					
RENDIMENTOS E GASTOS	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas e serviços prestados				23 429 170,40	18 280 721,09
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas				-4 973 381,38	-4 839 836,04
Fornecimentos e serviços externos				-11 530 273,00	-5 666 428,85
Gastos com pessoal				-2 374 928,93	-2 366 945,75
Imparidade de dívidas a receber (perdas)/reversões				-301 024,59	-255 069,19
Provisões (aumentos)/reduções					
Subsídios ao investimento					275,72
Outros rendimentos e ganhos				1 041 924,15	1 810 888,29
Outros gastos e perdas				-654 345,19	-1 828 141,89
Resultados antes depreciações, gastos f	0,00	0,00	0,00	4 637 141,46	5 135 463,38
Gastos de depreciação e de amortização				-3 450 916,50	-3 774 760,62
Imparidade de ativos depreciáveis e amortizáveis (perdas)/reversões					
Resultados operacional (gastos financeiros)	0,00	0,00	0,00	1 186 224,96	1 360 702,76
Juros e rendimentos similares obtidos				50 802,11	47 575,95
Juros e gastos similares suportados				-2 746 111,55	-2 415 376,81
Resultado antes impostos	0,00	0,00	0,00	-1 509 084,48	-1 007 098,10
Imposto sobre o rendimento do exercício - diferido					
Imposto sobre o rendimento do exercício - corrente				373 881,33	221 164,55
Resultado líquido do exercício	0,00	0,00	0,00	-1 135 203,15	-785 933,55

✓ Demonstração da Posição Financeira da Be Water

Demonstração da posição financeira - BeWater					
	2010	2011	2012	2013	2014
ATIVO					
ATIVO NÃO CORRENTE					
Ativos fixos tangíveis				666 557,97	518 828,37
Ativos fixos intangíveis				38 340 715,78	36 476 401,89
Propriedades de investimento				2 623 838,53	2 824 652,36
Investimentos em subsidiárias					
Outros ativos financeiros				45 973 957,40	44 804 235,90
Ativos por impostos diferidos				240 632,29	327 121,09
Outros ativos não correntes					
Total do ativo não corrente	0,00	0,00	0,00	87 845 701,97	84 951 239,61
ATIVO CORRENTE					
Inventários				247 968,23	250 791,03
Clientes				4 105 347,55	3 934 194,81
Estado e outros entes públicos					300 524,18
Outras contas a receber				2 810 757,56	2 694 682,46
Diferimentos				39 260,91	46 302,00
Outros ativos financeiros				138 131,50	46 327,00
Caixa e depósitos bancários				7 717 755,63	9 400 798,28
Total do ativo corrente	0,00	0,00	0,00	15 059 221,38	16 673 619,76
TOTAL DO ATIVO	0,00	0,00	0,00	102 904 923,35	101 624 859,37
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO					
CAPITAL PRÓPRIO					
Capital realizado				11 987 000,00	11 987 000,00
Outros instrumentos do capital próprio				21 300 000,00	21 300 000,00
Reserva legal				322 440,00	322 440,00
Outras reservas					
Resultados transitados				-3 974 119,09	-9 387 366,99
Outras variações no capital próprio					
	0,00	0,00	0,00	29 635 320,91	24 222 073,01
Resultado Líquido do exercício				-5 413 247,90	817 193,49
Total do capital próprio	0,00	0,00	0,00	24 222 073,01	25 039 266,50
PASSIVO					
PASSIVO NÃO CORRENTE					
Provisões				9 179 469,94	8 660 478,09
Financiamentos obtidos				62 619 607,72	61 960 243,35
Subsídios ao investimento					
Responsabilidades por benefícios pós-emprego					
Acréscimos de custos de investimento Contratual					
Impostos diferidos					
Outros Passivos não correntes					
Total do passivo não corrente	0,00	0,00	0,00	71 799 077,66	70 620 721,44
PASSIVO CORRENTE					
Provisões					
Fornecedores				2 104 369,82	1 542 188,90
Estado e outros entes públicos				1 581 310,17	925 363,71
Financiamentos obtidos					
Diferimentos				3 486,50	258 097,01
Outros Passivos correntes				3 194 606,19	3 239 221,81
Total do passivo corrente	0,00	0,00	0,00	6 883 772,68	5 964 871,43
TOTAL DO PASSIVO	0,00	0,00	0,00	78 682 850,34	76 585 592,87
TOTAL DO CAPITAL PRÓPRIO E DO PASSIVO DO PASSIVO	0,00	0,00	0,00	102 904 923,35	101 624 859,37

✓ Demonstração de Resultados por Natureza da Be Water

Demonstração de resultados por natureza - BeWater					
RENDIMENTOS E GASTOS	2010	2011	2012	2013	2014
Vendas e serviços prestados				26 955 750,16	26 269 765,23
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas				-5 160 280,01	-4 967 524,14
Fornecimentos e serviços externos				-9 997 409,55	-9 200 296,48
Gastos com pessoal				-6 603 976,47	-6 163 676,43
Imparidade de dívidas a receber (perdas)/reversões				-87 618,83	-102 409,25
Provisões (aumentos)/reduções					43 000,00
Subsídios ao investimento				-5 680 855,06	50 813,83
Outros rendimentos e ganhos				2 415 104,36	3 009 072,39
Outros gastos e perdas				-858 816,79	-686 302,99
Resultados antes depreciações, gastos f	0,00	0,00	0,00	981 897,81	8 252 442,16
Gastos de depreciação e de amortização				-3 345 451,34	-3 438 226,86
Imparidade de ativos depreciáveis e amortizáveis (perdas)/reversões					
Resultados operacional (gastos financeiros)	0,00	0,00	0,00	-2 363 553,53	4 814 215,30
Juros e rendimentos similares obtidos					
Juros e gastos similares suportados				-2 810 416,13	-3 691 687,61
Resultado antes impostos	0,00	0,00	0,00	-5 173 969,66	1 122 527,69
Imposto sobre o rendimento do exercício - diferido					
Imposto sobre o rendimento do exercício - corrente				-239 278,24	-305 334,20
Resultado líquido do exercício	0,00	0,00	0,00	-5 413 247,90	817 193,49