

CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.

Relatório Actualizado do Conselho de Administração da CIMPOR sobre a oportunidade e as condições da Oferta da CSN



3 de Fevereiro de 2010

Sede: Rua Alexandre Herculano, número 35, Lisboa
Capital Social: € 672.000.000,00
Pessoa Colectiva número 500 722 900; registada na
Conservatória de Registo Comercial de Lisboa sob o mesmo número

Mensagem aos Accionistas da CIMPOR

No passado dia 18 de Dezembro, a CSN anunciou uma oferta pública de aquisição sobre a CIMPOR, cujos projectos de prospecto e de anúncio de lançamento recebemos a 30 de Dezembro. Tendo procedido cuidadosamente à sua análise, a CIMPOR publicou um Relatório com a opinião do Conselho de Administração sobre os termos e condições da Oferta, incluindo outras considerações relevantes sobre aqueles documentos e sobre o processo.

No passado dia 27 de Janeiro, a Oferta foi registada pela CMVM e a CSN divulgou o respectivo anúncio de lançamento e prospecto, mantendo o seu preço inicial.

Este relatório é uma actualização da versão publicada a 7 de Janeiro de 2010, considerando as alterações introduzidas pela CSN nos documentos da Oferta.

O Conselho de Administração da CIMPOR reitera que a Oferta é hostil porque oportunística, irrelevante e perturbadora da actividade da Empresa, mantendo o seu entendimento de que:

- A Oferta subavalia significativamente a Empresa;
- A Oferta não prossegue o melhor interesse dos seus Accionistas e *stakeholders*; e
- A CSN não oferece um prémio aos Accionistas da CIMPOR.

Apesar da introdução no prospecto de referências genéricas aos seus planos estratégicos para a CIMPOR, no sentido de “*manter uma linha geral de continuidade na gestão e incremento das actividades*” da Empresa, a CSN continua a não apresentar garantias de que cumprirá esta sua “*intenção*” nem de que trará valor para a CIMPOR, enquanto projecto industrial português com uma forte presença internacional.

Assim, na reunião hoje realizada, o Conselho de Administração da CIMPOR deliberou novamente, por unanimidade, rejeitar a Oferta e recomendar aos seus Accionistas que nela não vendam as suas acções ao “preço de saldo” oferecido pela CSN.

Na mesma reunião, todos os membros do Conselho de Administração titulares de acções da Sociedade reiteraram a sua intenção de não alienar as respectivas acções no âmbito da Oferta.

Tendo presente que a decisão final sobre o mérito da Oferta cabe aos Accionistas, o Conselho de Administração expõe em detalhe neste relatório os argumentos com base nos quais recomenda aos Accionistas a sua rejeição.

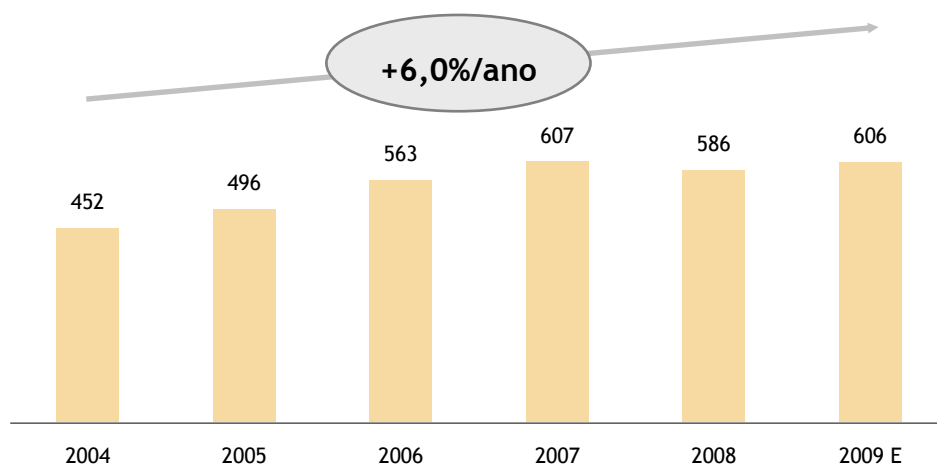
Recomendação:

O Conselho de Administração da CIMPOR rejeita a Oferta e recomenda aos seus Accionistas que nela não vendam as suas acções.

Porque devem os Accionistas da CIMPOR rejeitar a Oferta da CSN

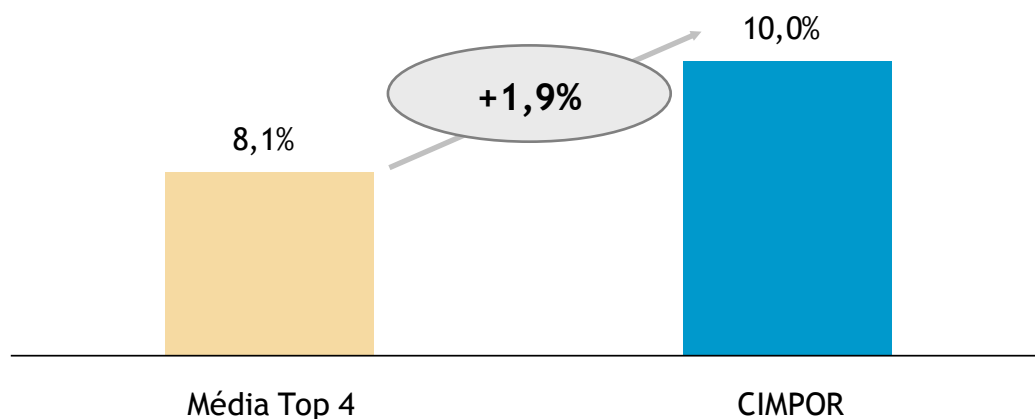
1. A performance histórica da CIMPOR é notável ...

... apresentou uma taxa de crescimento média anual do EBITDA no período 2004-2009 de 6,0% ...



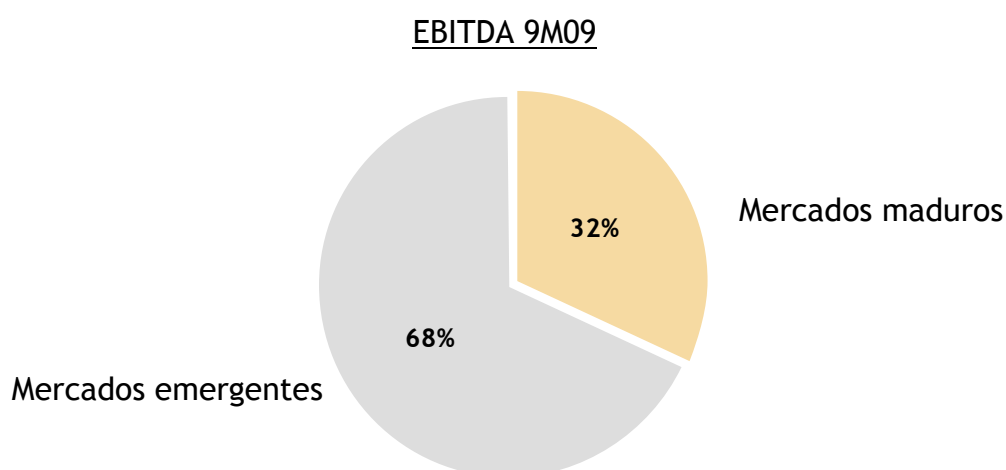
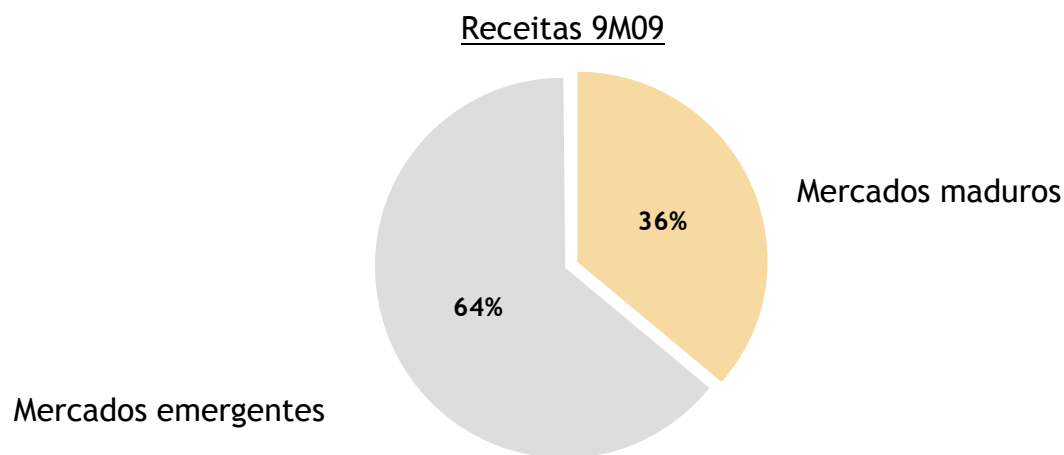
... é uma empresa mais rentável do que as *Top 4* cimenteiras internacionais comparáveis ...

Retorno sobre o capital empregue (2004-2008)



Nota: Média *Top 4* inclui as empresas: Heidelberg Cement, Cemex, Holcim e Lafarge

... dispõe de um portfólio equilibrado com elevada exposição a mercados emergentes, ...



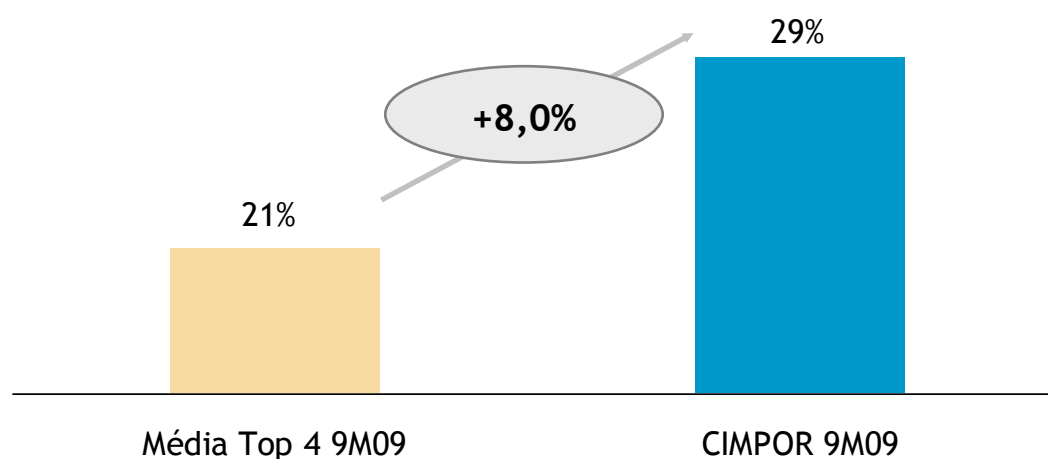
... com posições de liderança na generalidade dos mercados em que opera e com uma estrutura de custos competitiva, ...

... com perspectivas de crescimento significativas, atendendo à evolução acumulada estimada de 25% entre 2009 e 2012 do consumo de cimento nos mercados emergentes onde opera ...

... ao mesmo tempo que se perspectiva a retoma e a recuperação de resultados nos mercados maduros.

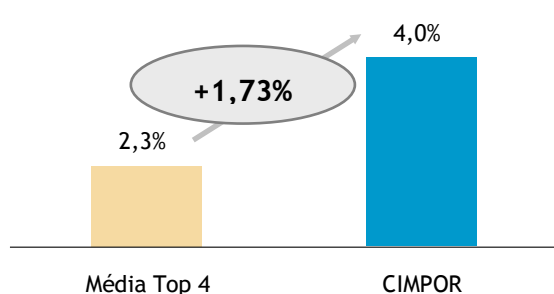
2. A CIMPOR é uma das cimenteiras globais mais rentáveis ...

... o que é claramente demonstrado por uma margem EBITDA superior às *Top 4* cimenteiras internacionais comparáveis...

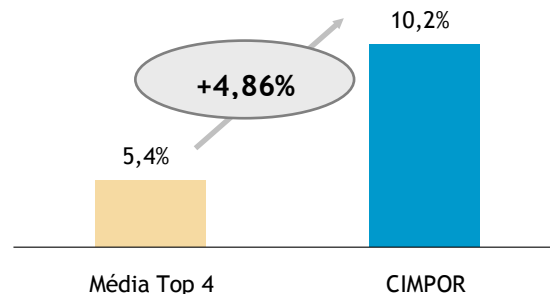


... o que se tem traduzido em *dividend yields* e retornos totais para os Accionistas mais elevados nos últimos anos.

Dividend yield 2004-2008

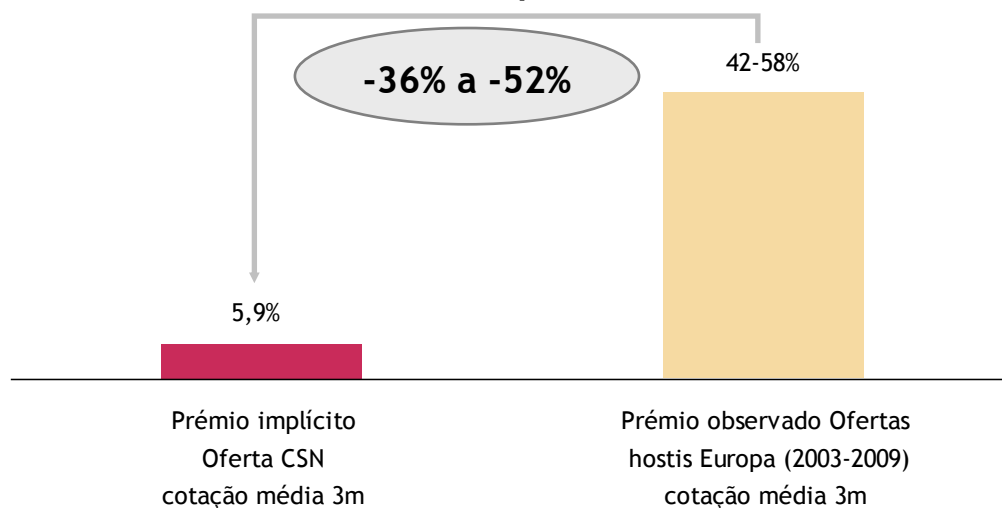


Retorno total 31.12.04-17.12.09

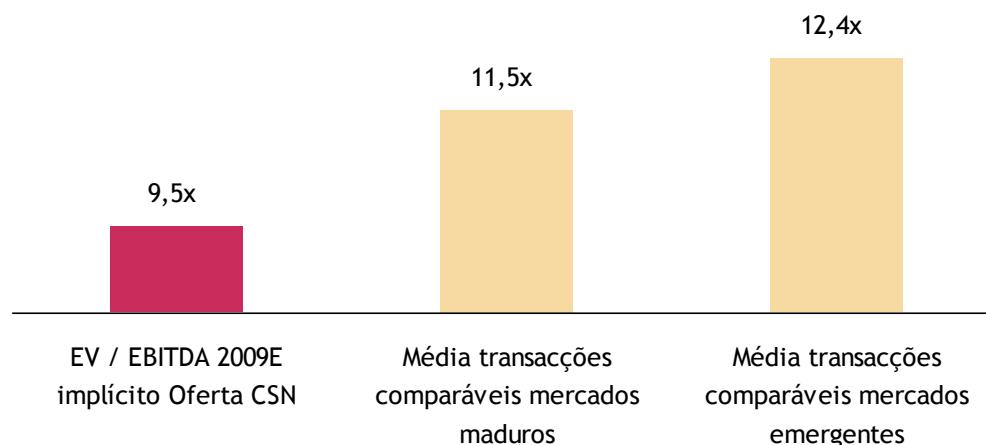


3. A Oferta da CSN subavalia significativamente a CIMPOR ...

... na medida em que incorpora um desconto sem precedentes face a anteriores ofertas na Europa...



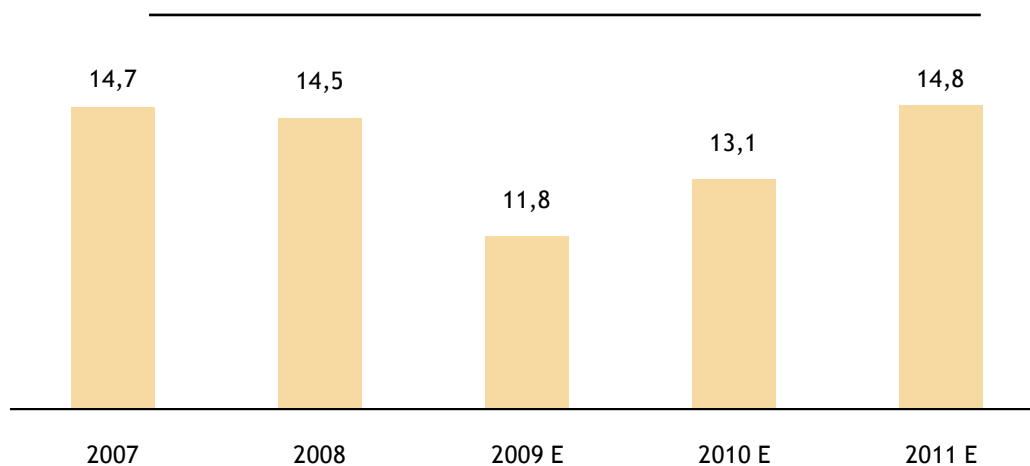
... e a múltiplos de transacções comparáveis ...



... representando, em termos de preço por acção, um desconto de 24% face a múltiplos de transacção de empresas do sector em mercados maduros e um desconto de 32% face a múltiplos de transacção de empresas de cimento em mercados emergentes.

Adicionalmente, a Oferta da CSN deverá ser considerada oportunística, uma vez que foi lançada num ciclo desfavorável de resultados no sector e não considera a expectável forte recuperação dos mercados onde a CIMPOR opera...

Total do EBITDA da CIMPOR, Heidelberg Cement, Holcim, Cemex e Lafarge (€Bn) 2007 - 2011E



... o que claramente enfatiza que o preço oferecido pela CSN é muito baixo, atendendo ao excelente portfólio de activos da CIMPOR e às suas perspectivas de crescimento.

4. A Oferta não foi conduzida no melhor interesse dos Accionistas da CIMPOR, em especial...

O Oferente lançou a Oferta sem as autorizações legalmente exigíveis

Transacção exposta a riscos regulatórios

O Oferente não efectuou o depósito da contrapartida nem apresentou garantia bancária

Transacção exposta a riscos legais e de execução

O Oferente não explicita cabalmente os termos do financiamento da aquisição

Falta de informação para avaliar:
(i) a estrutura financeira da operação
(ii) o impacto na CIMPOR

O Oferente não concretizou os seus planos estratégicos para a CIMPOR

Falta de informação para avaliar:
(i) o impacto na CIMPOR
(ii) como o “grupo CSN-CIMPOR” se tornará o 5º maior grupo cimenteiro e o 1º em rentabilidade

5. O prazo da Oferta foi estabelecido em três semanas, o que é insuficiente e inferior ao verificado noutras ofertas hostis em Portugal...

... A CMVM registou a Oferta antes de a CIMPOR se poder pronunciar sobre os seus termos e condições, em particular sobre a renúncia às condições de lançamento e sobre o período da Oferta ...

... O período da Oferta prejudica a discussão e negociação de alternativas no melhor interesse da CIMPOR e dos seus Accionistas ...

... O período da Oferta limita a possibilidade de outros interessados apresentarem transacções criadoras de valor para os Accionistas da CIMPOR.

O processo da Oferta foi estruturado de forma a tentar adquirir o controlo da CIMPOR por um preço demasiado baixo.

**O Conselho de Administração da CIMPOR
rejeita a Oferta e recomenda aos seus
Accionistas que não vendam as suas acções
a “preço de saldo”**

Relatório do Conselho de Administração

**Relatório do Conselho de Administração da
CIMPOR - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. sobre a oportunidade e condições da
Oferta Pública de Aquisição das respectivas acções lançada pela
CSN Cement S.à.r.l.**

O Conselho de Administração da CIMPOR - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. (o “Conselho de Administração”), sociedade aberta, com sede na Rua Alexandre Herculano, n.º 35, Lisboa, pessoa colectiva n.º 500 722 900, registada na Conservatória do Registo Comercial de Lisboa sob o mesmo número, com o capital social de € 672.000.000,00 (“CIMPOR”, a “Sociedade” ou a “Empresa”), uma vez divulgados o anúncio de lançamento e o prospecto (os “Documentos da Oferta”) relativos à oferta pública de aquisição das acções representativas do capital social da CIMPOR (a “Oferta” ou a “Oferta da CSN”) lançada a 27 de Janeiro de 2010, pela CSN Cement S.à.r.l., sociedade de direito luxemburguês, com sede em L-5365 Münsbach, 9 Parc d’ Activité Syrdall, Cidade de Münsbach, Grão Ducado do Luxemburgo (o “Oferente”), integral e indirectamente detida pela Companhia Siderúrgica Nacional, sociedade de direito brasileiro, com sede na Rua São José, n.º 20, Grupo 1602, Centro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil (a “CSN”), vem, nos termos e para todos os efeitos legais, apresentar o seu relatório actualizado sobre a oportunidade e as condições da Oferta (o “Relatório”), conforme segue:

Índice

1. Notas Prévias.....	16
1.1. O papel do Conselho de Administração no processo de Oferta	17
1.2. Os poderes da administração durante a Oferta	18
2. Documentos da Oferta.....	19
2.1. A revisão das condições de lançamento	21
2.2. O prazo e calendário da Oferta	22
2.3. Garantia da contrapartida e financiamento da Oferta	23
2.4. As limitações à administração da sociedade visada previstas no art. 182.º do Cód.VM.....	24
2.5. Os fundamentos de revisão ou revogação da Oferta, em geral, e as cláusulas de mudança de controlo, em particular	25
3. Razões para a rejeição da Oferta da CSN (I) - Um preço baixo.....	28
3.1. Uma Oferta sem prémio	29
3.2. Um preço demasiado baixo para a CIMPOR	30
3.3. Uma transacção a desconto	31
3.4. Uma Oferta num ciclo desfavorável para o mercado e para o sector	32
4. Razões para a rejeição da Oferta da CSN (II) - Ser accionista da CIMPOR é investir numa estratégia superior	35
4.1. Estratégia de desenvolvimento da CIMPOR	36
4.2. A forte posição de mercado da CIMPOR	38
4.3. A excelente performance operacional da CIMPOR	40
4.4. O portfólio internacional da CIMPOR.....	48
5. Razões para a rejeição da Oferta da CSN (III) - Ser accionista da CIMPOR é investir na mais rentável das cimenteiras internacionais	51
6. Razões para a rejeição da Oferta da CSN (IV) Impacto do perfil da CSN na Oferta e na CIMPOR	57
6.1. Insuficiente definição estratégica para a CIMPOR	58
6.2. Estrutura de financiamento da Oferta e impacto na CIMPOR	59

6.3. Impacto do perfil da CSN nos outros <i>stakeholders</i> da CIMPOR	61
7. Intenções dos Membros do Conselho de Administração da CIMPOR em relação à aceitação da Oferta	65
Aviso Legal	67
Anexo	68



1. Notas Prévias

Neste Relatório, o Conselho de Administração prossegue dois objectivos essenciais: assegurar que a decisão acerca do mérito da Oferta compete aos accionistas da Sociedade (os “Accionistas”) e criar as condições para que aqueles possam tomar uma decisão informada a esse respeito.

De modo a alcançar estes objectivos, durante o processo da Oferta, o Conselho de Administração assume o firme compromisso de actuar nos seguintes termos:

1.1. O papel do Conselho de Administração no processo de Oferta

1.1.1. Deveres gerais do Conselho de Administração.

- Os membros do Conselho de Administração irão agir com o devido cuidado e diligência aquando da apreciação do mérito da Oferta.
- Esta análise é feita de acordo com os interesses da Sociedade, com os interesses de longo prazo dos Accionistas e, bem assim, com os interesses de terceiros relevantes para a sustentabilidade da Sociedade, como sejam os trabalhadores, os clientes e os credores.

1.1.2. Deveres especiais do Conselho de Administração durante a Oferta.

- Tendo sido tornado público pela CSN, no passado dia 18 de Dezembro, o anúncio preliminar da Oferta (“Anúncio Preliminar”), os membros do Conselho de Administração ficaram sujeitos ao dever de agir de boa fé e com lealdade, em particular, garantindo a exactidão da informação.
- Nestes termos, no presente Relatório, o Conselho de Administração visa assegurar um tratamento justo do Oferente e a igualdade de tratamento de todos os Accionistas.

1.1.3. Relatório do Conselho de Administração.

- Este Relatório inclui os elementos exigidos pelo art. 181.º do Cód.VM e toda a informação nele disponibilizada é completa, exacta, verdadeira, actualizada, objectiva e legal.
- Com este Relatório pretende-se, ainda, actualizar e elucidar, com base no melhor conhecimento e convicção do Conselho de Administração e na medida da informação disponível nesta data, os aspectos não tratados no nosso relatório divulgado a 7 de Janeiro transacto em virtude das deficiências evidenciadas pelos projectos de anúncio de lançamento e de prospecto recebidos a 30 de Dezembro de 2009 (como melhor detalhado na secção 2 do referido relatório).

1.2. Os poderes da administração durante a Oferta

1.2.1. Limites aos poderes de administração ao abrigo da regra da neutralidade.

- Segundo o art. 182.º do Cód.VM, a partir do momento em que tome conhecimento da decisão de lançamento de uma oferta pública de aquisição, a administração da sociedade visada está impedida, salvo em situações excepcionais, de praticar actos susceptíveis de alterar substancialmente a situação patrimonial da sociedade (que não se reconduzam à gestão normal) e que possam afectar de modo significativo os objectivos anunciados pelo oferente.

1.2.2. A excepção aplicável a esta Oferta ao abrigo da regra da reciprocidade.

- Nos termos do n.º 6 do art. 182.º do Cód.VM, a referida regra da neutralidade *“não é aplicável a ofertas públicas de aquisição dirigidas por sociedades oferentes que não estejam sujeitas às mesmas regras ou que sejam dominadas por sociedade que não se sujeite às mesmas regras”*.
- Com base na informação disponível e por força desta regra de reciprocidade, o Conselho de Administração da CIMPOR considera fundadamente não estar sujeito às limitações previstas no art. 182.º do Cód.VM.

1.2.3. Requerimento apresentado pela CIMPOR à CMVM.

- Em 22 de Dezembro de 2009, a CIMPOR apresentou à CMVM um requerimento no qual solicitava que esta autoridade de supervisão confirmasse formalmente a não aplicabilidade nesta Oferta das limitações à administração previstas no art. 182.º do Cód.VM.
- Finalmente, esta noite, a CMVM pronunciou-se sobre o referido requerimento, perfilhando o entendimento que as limitações previstas no art. 182.º do Cód.VM não se aplicam à administração da CIMPOR, no âmbito da Oferta.



2. Documentos da Oferta

Analisados os Documentos da Oferta, por comparação com as insuficiências dos projectos de anúncio de lançamento e de prospecto recebidos pela CIMPOR a 30 de Dezembro, o Conselho de Administração considera o seguinte:

30 de Dezembro 2009	27 de Janeiro de 2010	Principais consequências
O Oferente não indicou as condições de lançamento da Oferta	O Oferente lançou a Oferta sem as autorizações legalmente exigíveis	A transacção está exposta a riscos regulatórios
O Oferente não indicou o prazo da Oferta	Foi fixado um prazo de Oferta de 3 semanas	Limitou-se o aparecimento de alternativas à Oferta
O Oferente previu o depósito da contrapartida	O Oferente não efectuou o depósito da contrapartida nem apresentou uma garantia bancária, mas apenas um compromisso de pagamento	A transacção está exposta a riscos legais e de execução
O Oferente omitiu informação quanto ao financiamento da Oferta e ao seu impacto na CIMPOR	O Oferente apresentou informação nova acerca do financiamento da Oferta	O Oferente persiste em não esclarecer cabalmente os termos do financiamento e o seu impacto na CIMPOR
O Oferente não concretizou os seus planos estratégicos para a CIMPOR	O Oferente reforçou a ideia de que a Oferta se insere na estratégia de diversificação e internacionalização do grupo CSN	O Oferente continua a não referir como pretende concretizar a sua estratégia para se tornar num dos 5 maiores grupos cimenteiros e o 1.º em rentabilidade
O Oferente não esclareceu a sua cadeia de domínio nem que as limitações do art. 182.º Cód.VM não se aplicam nesta Oferta	O Oferente esclareceu que a sua cadeia de controlo é dominada por entidades sujeitas à lei Brasileira	O Oferente não admite que não se aplicam nesta Oferta as limitações à administração da sociedade visada
O Oferente previa um elenco de pressupostos desrazoáveis como potenciais fundamentos de revisão ou revogação da Oferta	O Oferente excluiu deste elenco as cláusulas de mudança de controlo constantes de instrumentos de dívida contratados por subsidiárias da CIMPOR	O Oferente insiste em elencar exemplos de situações em que seria inaceitável a revisão ou revogação da Oferta

2.1. A revisão das condições de lançamento

O registo da Oferta ocorreu sem a prévia obtenção das autorizações exigíveis...

- No aditamento ao Anúncio Preliminar de 26 de Janeiro, o Oferente identificou as autorizações/aprovações das autoridades concorrenciais da Turquia, China, África do Sul e União Europeia como condições de lançamento da Oferta.
- No dia seguinte, o Oferente prescindiu destas autorizações, renunciando à condição suspensiva prevista no Anúncio Preliminar.
- Neste contexto, o Oferente assumiu apenas responsabilidade pela eventual aplicação de penalidades decorrentes da conclusão da Oferta em momento anterior à obtenção das autorizações necessárias.

... deixando, assim, a transacção exposta a diversos riscos regulatórios.

- O Oferente apenas irá notificar a transacção às autoridades da concorrência brasileiras após a conclusão da Oferta, quando:
 - Não é possível excluir que venham a suscitar-se questões concorrenciais nesta jurisdição atentas as actividades e quotas de mercado da CSN e da CIMPOR, no sector cimenteiro e em sectores a montante (como o da escória de alto forno);
 - As autoridades brasileiras já solicitaram à CIMPOR a prestação de informações sobre eventuais operações de fusão ou outras de que possa decorrer a aquisição das suas acções;
 - Segundo decisões anteriores, as autoridades brasileiras podem entender que a contagem do prazo de 15 dias úteis para a notificação da Oferta tem início, pelo menos, no momento de lançamento da Oferta.
- O lançamento de uma oferta pública de aquisição sem que o oferente tenha previamente assegurado as autorizações relevantes não tem precedentes em Portugal que permitam antecipar as respectivas consequências.
- Nos Documentos da Oferta, o Oferente não assume responsabilidade por eventuais danos emergentes da preterição de outras autorizações necessárias nem de decisões das autoridades concorrenciais desfavoráveis à concentração, determinando a invalidade da transacção ou impondo remédios *a posteriori* (tais como, a alienação de activos, a cessação de certas actividades ou outro tipo de compromissos comportamentais limitativos da actividade da Empresa).

2.2. O prazo e o calendário da Oferta

O prazo e o calendário da Oferta são bastante limitativos...

- Foi estabelecido um prazo de Oferta de apenas três semanas, próximo do mínimo legal (as duas semanas previstas no art. 183.º do Cód.VM).
- Este prazo é inferior, por exemplo, ao prazo fixado na oferta pública de aquisição lançada sobre o Banco BPI, SA (transacção recente comparável em função do *free float* e da estrutura accionista desta sociedade), na qual, mesmo sendo conhecidos os termos e condições da oferta há um ano e um mês, foi fixado um prazo de oferta de quatro semanas.
- A CMVM registou a Oferta antes de a CIMPOR poder pronunciar-se, através do Relatório do Conselho de Administração, sobre os termos da Oferta, em particular sobre a renúncia às condições de lançamento e o prazo da Oferta (elementos absolutamente novos por referência ao projecto de prospecto recebido a 30 de Dezembro).

... inibindo, assim, o surgimento de outras alternativas com valor para a Sociedade e para os seus Accionistas.

- A fixação de um prazo de Oferta tão curto, juntamente com a renúncia à condição suspensiva de obtenção das autorizações exigíveis, tem por efeito encurtar o calendário da Oferta.
- Os Accionistas da CIMPOR estão obrigados a tomar uma decisão de (des)investimento num curto período, dificultando-se, assim, a existência de alternativas potencialmente mais vantajosas e criadoras de valor para a Sociedade e para os seus Accionistas.
- Em particular, segundo o art. 185.º-A do Cód.VM e no actual contexto, o lançamento de ofertas concorrentes, que implicariam um aumento da contrapartida, apenas pode ter lugar até ao próximo dia 12 (i.e., ao quinto dia anterior àquele em que termine o prazo da Oferta).
- Nestes termos e na medida em que, em regra, a CMVM deverá decidir acerca do registo de uma oferta no prazo de oito dias, um potencial oferente poderá dispor somente de 6 dias úteis para o anúncio preliminar e pedido de registo da sua oferta.

2.3. Garantia da contrapartida e financiamento da Oferta

O Oferente apresenta informação nova acerca da garantia da contrapartida e do financiamento da Oferta...

- O Oferente não procedeu ao depósito de fundos nem apresentou garantia bancária para caucionar a liquidação do preço a cada Accionista (conforme previsto nos arts. 177.º/2 e 179.º/b do Cód.VM), apresentando um mero compromisso de pagamento assumido perante a CSN por parte de um sindicato bancário.
- Segundo os Documentos da Oferta, o pagamento da contrapartida provém de um financiamento do referido sindicato bancário.

... continuando sem esclarecer cabalmente os termos do financiamento e o seu impacto na CIMPOR, em caso de sucesso da Oferta.

- O Oferente continua a não revelar elementos essenciais relativos às condições do financiamento, tais como:
 - Em que termos se prevê o pagamento de juros ao abrigo do financiamento (taxa, *spread* e outras eventuais variações)?
 - Prevê-se alguma cláusula de limitação da política de distribuição de dividendos?
 - Existe alguma cláusula que limite projectos de fusão, cisão, reestruturação ou de investimentos e alienações e que, por conseguinte, condicionem a actividade da CIMPOR?
- Por sua vez, os Documentos da Oferta não permitem concluir se já foi deliberado, ainda que sob condição, o aumento de capital social do Oferente no valor da contrapartida efectivamente devida aos destinatários da Oferta.
- O Oferente limita-se a informar os Accionistas da CIMPOR que, num cenário de sucesso da Oferta, este financiamento determinará “*naturalmente um aumento do nível de alavancagem do Oferente e do Grupo CSN*”, sem referir como tal não comprometerá a estratégia de crescimento da CIMPOR.

2.4. As limitações à administração da sociedade visada previstas no art. 182.º do Cód.VM

O Oferente expressou nos Documentos da Oferta o seu “*entendimento*” sobre as limitações à administração da sociedade visada...

- Mantém-se a menção de que nem o Oferente nem a CSN estão “*sujeitas à aplicação dos artigos 182.º e 182.º-A do Cód.VM, na medida em que a CSN é uma sociedade de direito brasileiro*”.
- Insiste o Oferente em citar “*o regime de responsabilidade e deveres fiduciários dos administradores*” previsto na lei Brasileira, o qual “*entende-se doutrinariamente reforçado ao ponto da administração da sociedade visada dever procurar comprovação do cumprimento de tais deveres através da vontade dos accionistas expressa em assembleia geral*”.

... continuando esta suposta questão a ser tratada nos Documentos da Oferta de forma lacunar e imprecisa.

- Uma vez clarificada a respectiva estrutura de domínio, competia ao Oferente ter esclarecido esta questão nos Documentos da Oferta, com clareza e precisão e em conformidade com o entendimento da CMVM (conforme exigido pelos arts. 7.º e 135.º do Cód.VM).
- Em nossa opinião, os Documentos da Oferta deveriam mencionar que nas jurisdições do Oferente e/ou da(s) respectiva(s) sociedade(s) dominante(s) não vigoram regras legais ou regulamentares equivalentes ao previsto no art. 182.º do Cód.VM, razão pela qual aquelas limitações não se aplicam no âmbito da Oferta.
- Ao invés de fazer menção a normas de direito brasileiro ou a interpretações doutrinárias sobre deveres e responsabilidades da administração não aplicáveis ao Conselho de Administração da CIMPOR, tal como melhor descrito na secção 1.1. *supra* deste Relatório.

2.5. Os fundamentos de revisão ou revogação da Oferta, em geral, e as cláusulas de mudança de controlo, em particular

O Oferente alterou os pressupostos em que fundou a decisão de lançamento da Oferta, excluindo os acordos que estabelecem cláusulas de mudança de controlo...

- O Oferente excluiu deste âmbito “as cláusulas de «change of control» constantes dos contratos de financiamento celebrados pela CIMPOR ou sociedades com esta em relação de domínio ou de grupo descritos na comunicação efectuada pela CIMPOR à CMVM em 15 de Janeiro de 2010”.
- São os seguintes os instrumentos de dívida (representativos de EUR 1.360M), objecto da referida comunicação à CMVM, celebrados por subsidiárias da CIMPOR, os quais incluem cláusulas de mudança de controlo que poderão implicar, por decisão das entidades financiadoras, o vencimento antecipado, mas não automático, da dívida e dos respectivos juros (sem outras penalidades):

Instrumentos de dívida	Empresas	Data de celebração	Maturidade	Montante
Três “club deals”	CIMPOR Inversiones, S.A.U.	2008 2007 2008	2011 2012 2013	EUR 225M EUR 280M EUR 200M
Contrato de financiamento com 3 tranches	CIMPOR Inversiones, S.A.U.	2008	2010 2011 2012	EUR 100M EUR 100M EUR 100M
“Revolving facility”	CIMPOR Inversiones, S.A.U.	2008	2011	EUR 75 M
Oferta particular de Notes nos E.U.A.	CIMPOR Financial Operations, BV	2003	2013 2015	USD 150M USD 254M
Contrato de Financiamento	CIMPOR Indústria, S.A.	2003	2015	EUR 60M
Contrato de Financiamento	CIMPOR Inversiones, S.A.U.	2009	2019	EUR 50M

... deixando, ainda assim, um elenco de pressupostos desrazoáveis para efeitos do art. 128.º do Cód.VM.

- Neste elenco incluem-se, por exemplo, actos de gestão corrente de qualquer sociedade gestora de participações sociais com a dimensão da CIMPOR, tais como:
 - A dissolução, transformação, fusão ou cisão de sociedades em relação de domínio ou de grupo de valor superior a € 50,000,000;
 - As operações de valor superior a € 50,000,000 ou a € 25,000,000 indicadas nos parágrafos (i), (vii) e (viii) da alínea a) do ponto 12 do Anúncio Preliminar, o qual se encontra repetido nos Documentos da Oferta;
 - Quaisquer alterações estatutárias, como sejam uma simples mudança de sede ou alteração de denominação social.
- Um outro exemplo da desrazoabilidade destes pressupostos refere-se ao aumento da remuneração global dos “*titulares de cada um dos órgãos sociais*” da CIMPOR (cfr. ponto 12/d) do Anúncio Preliminar e os Documentos da Oferta):
 - Este pressuposto não tem em consideração que na Assembleia Geral Anual, realizada a 13 de Maio de 2009, foram eleitos 15 administradores, superando o número de 11 administradores em funções até àquela data.
- Também da alínea e) do ponto 12 do Anúncio Preliminar e dos Documentos da Oferta, um accionista ou investidor pode concluir erradamente que:
 - O Conselho de Administração da CIMPOR estaria vinculado ao “dever de neutralidade” previsto no art. 182.º do Cód.VM;
 - O incumprimento daquele suposto dever poderia constituir fundamento de revisão ou revogação da Oferta.
- Não obstante o direito de revisão ou revogação estar dependente de autorização da CMVM, a indicação nos Documentos da Oferta de certos pressupostos desprovidos de razoabilidade, à luz dos testes consagrados no art. 128.º do Cód.VM, tem um efeito enganador.
- Ao abrigo desta norma, a revisão ou revogação da Oferta só é possível perante uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que hajam fundado a decisão de lançamento da Oferta, excedendo os riscos a esta inerentes.

- Logo, os Documentos da Oferta deveriam apenas estipular pressupostos alinhados com estes requisitos legais, a prática de mercado e a situação concreta da CIMPOR.
- A extensão dos pressupostos da Oferta para além daqueles termos tem por efeito:
 - Criar uma ilusão errónea de que a actuação do Conselho de Administração da CIMPOR se encontra limitada por aqueles pressupostos;
 - Alargar o leque de situações em que o Oferente poderá alegar, ainda que infundadamente, o direito a revogar ou a rever a Oferta.



3. Razões para a rejeição da Oferta da CSN

(I) - Um preço baixo

O Conselho de Administração da CIMPOR considera que os actuais Accionistas da Sociedade devem rejeitar a Oferta.

Sem prejuízo dos demais termos e condições da Oferta considerados inadequados ou não razoáveis, tal como anteriormente referido, de entre os motivos para a recomendação do Conselho de Administração destaca-se o preço muito baixo oferecido pela CSN pelas acções da CIMPOR.

Como se verificará nos números seguintes, outros motivos passam pela qualidade do *investment case* da CIMPOR, que é inigualável no sector, pela excelente performance histórica da Sociedade e pelo impacto do perfil da CSN na Oferta e na CIMPOR, que se apresentam detalhadamente nas secções seguintes.

Os pontos *infra* descrevem com mais detalhe a análise desenvolvida pelo Conselho de Administração da CIMPOR sobre o preço oferecido pela CSN.

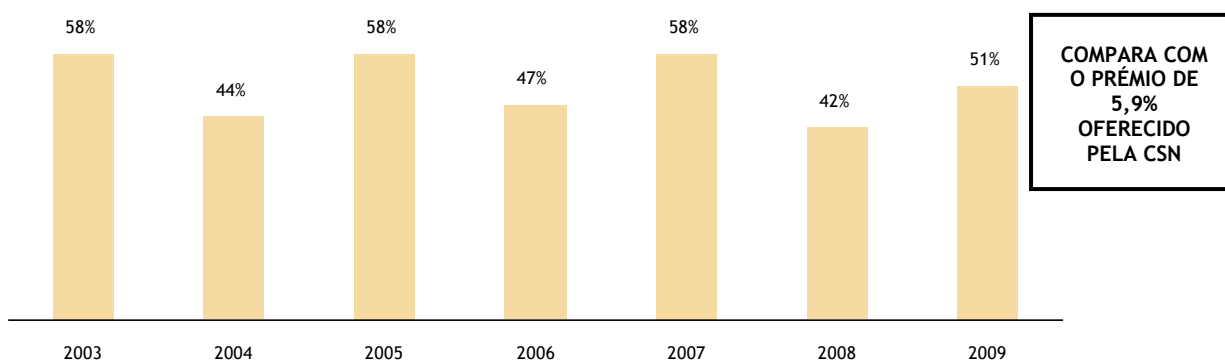
3.1. Uma Oferta sem prémio

Um prémio quase inexistente, o qual revela um desconto sem precedentes relativamente a anteriores Ofertas Públicas de Aquisição na Europa

O preço oferecido pela CSN tem subjacente um prémio de 5,9% sobre o preço médio ponderado pelo volume negociado durante os últimos 3 meses.

As ofertas mais significativas que tiveram lugar nos últimos 5 anos na Europa incorporaram prémios médios compreendidos entre 42% e 58%.

Prémio médio verificado nas Ofertas Públicas de Aquisição não solicitadas entre 2003-2009



Fonte: Informação das Empresas

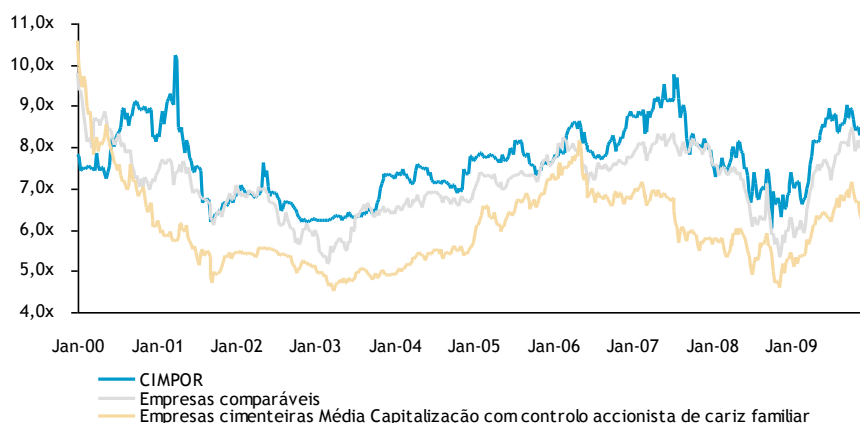
3.2. Um preço demasiado baixo para a CIMPOR

A diversificação geográfica das operações desenvolvidas pela CIMPOR é similar à das quatro maiores empresas da Indústria Cimenteira: Lafarge, Holcim, Cemex e HeidelbergCement (referidas como o “Top 4” das empresas cimenteiras). De facto, do universo de empresas do sector, estas são as que mais se assemelham nos parâmetros operacionais mais relevantes na formulação de expectativas de evolução futura, o que é verificável pela análise histórica dos múltiplos EV/EBITDA *forward*.

- O perfil do portfólio da CIMPOR é inclusivamente mais atractivo do que o das empresas referidas, com um enfoque mais significativo em mercados emergentes, que apresentam maior potencial de crescimento;
- Foi este modelo de negócio superior, com uma plataforma cimenteira internacional enfocada em crescimento, que permitiu à CIMPOR, apesar da crise, ter um crescimento do EBITDA no 3.º trimestre de 2009, quando o “Top 4” e a larga maioria das restantes empresas cimenteiras registaram decréscimos neste indicador de performance operacional.

A forte diversificação geográfica da CIMPOR tem-se reflectido historicamente na sua valorização pelo mercado. A análise dos múltiplos de mercado *forward* históricos da empresa desde 2000 (ver o gráfico abaixo) demonstra que o mercado tem atribuído um prémio médio face aos múltiplos do Top 4 de cerca de 7% e claramente diferentes dos das empresas cimenteiras de média capitalização, com controlo accionista de cariz familiar.

Análise histórica de múltiplos EV/EBITDA *forward* da CIMPOR versus as Top 4 e empresas cimenteiras de média capitalização

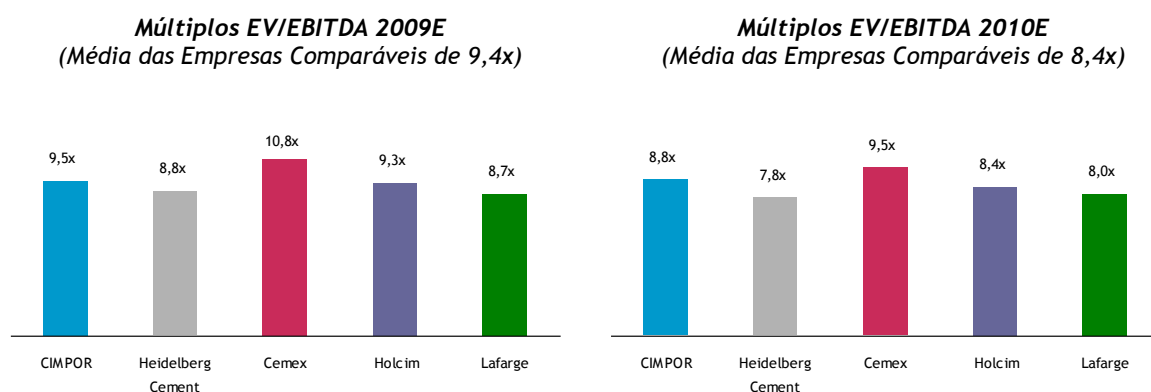


Fonte: Consensus dos Analistas, Informação das Empresas, Datastream

Nota: Empresas Comparáveis (Top4) incluem HeidelbergCement, Cemex, Holcim e Lafarge; Empresas cimenteiras Média Capitalização incluem Italcementi, Buzzi Unicem e Titan Cement.

A Oferta da CSN de 5,75€ por acção consubstancia uma avaliação da CIMPOR com um múltiplo de 9,5 vezes o EBITDA estimado para 2009 e de 8,8 vezes o EBITDA estimado para 2010. Estes múltiplos implícitos demonstram que o preço oferecido pela CSN está apenas 1% a 4% acima dos múltiplos das Empresas Comparáveis, 9,4 vezes o EBITDA estimado para 2009 e 8,4 vezes o EBITDA estimado para 2010, o que representa um prémio insignificante e muitíssimo inferior à média histórica, como anteriormente referido.

Múltiplos EV/EBITDA implícitos na Oferta da CSN vs. Múltiplos EV/EBITDA das Empresas Comparáveis



Fonte: Informação das Empresas, Consensus dos Analistas, Datastream

3.3. Uma transacção a desconto

Como anteriormente sublinhado, o negócio da CIMPOR está maioritariamente concentrado em mercados com forte potencial de crescimento, que representaram 64% das vendas nos primeiros nove meses de 2009. Acresce que o seu mercado principal - Portugal - tem demonstrado uma grande resiliência ao contexto macro-económico adverso, apresentando fortes níveis de rentabilidade.

Por estes motivos, e analisando outras transacções na indústria cimenteira, é necessário considerar que as empresas mais comparáveis à CIMPOR não são as que têm portfólios, exclusiva ou maioritariamente, constituídos por negócios em países maduros, mas sim, e principalmente, as que detêm fortes presenças em mercados emergentes.

A tabela abaixo mostra os múltiplos registados nos últimos 12 meses nas transacções mais significativas da Indústria.

A Oferta da CSN, equivalente a 9,5x o EBITDA estimado para 2009, tem subjacente um desconto significativo relativamente ao múltiplo médio pago em países maduros, e um desconto ainda maior face ao múltiplo médio pago em mercados emergentes.

Transacções relevantes nas Indústrias Cimenteira, de Betão Pronto e Agregados

Data	Alvo	País	Adquirente	EV (USD bn)	Múltiplo EBITDA (12 meses anteriores)
Transacções em mercados maduros - Cimento e Betão/Agregados					
Jun-05	HeidelbergCement	Germany	Spohn Cement	12,9	8,4x
Mai-07	Hanson	UK	HeidelbergCement	17,8	11,9x
Out-06	Rinker	Australia	Cemex	15,1	10,5x
Jan-01	Blue Circle	UK	Lafarge	8,7	9,1x
Fev-07	Florida Rock	US	Vulcan	4,4	11,1x
Jun-06	Corporación Uniland	Spain	Cementos Portland	2,7	13,0x
Dez-05	Cementos Lemona	Spain	Cementos Portland	0,5	11,6x
Nov-08	Lafarge Italy	Italy	Sacci	0,4	16,1x
Múltiplo médio em mercados maduros					11,5x
Activos em mercados emergentes					
Dez-07	Orascom Cement	Egypt	Lafarge	14,7	18,7x
Jan-06	Ambuja Cements	India	Holcim	2,7	15,2x
Abr-07	Holcim South Africa	South Africa	BEE consortium	2,2	10,4x
Abr-05	Loma Negra	Argentina	Camargo Correa	1,2	8,7x
Mai-08	Lafarge Titan	Egypt	Titan Cement	1,0	10,6x
Dez-06	YLOAÇ	Turkey	Cimpor	0,7	10,4x
Jul-09	Lafarge Chile	Chile	Brescia	0,6	7,4x
Jan-00	Soc. des Ciments de Gabon	Tunisia	Secil	0,3	19,8x
Mai-09	Lafarge Turkey	Turkey	OYAK Cement	0,2	10,0x
Múltiplo médio em mercados emergentes					12,4x

Fonte: Informação das Empresas e comunicados de imprensa

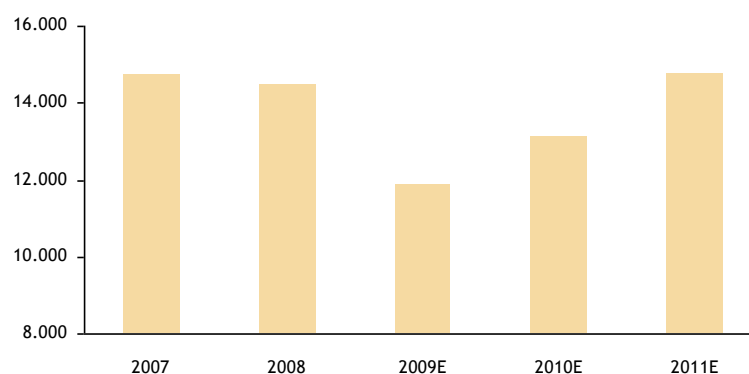
3.4. Uma oferta num ciclo desfavorável para o mercado e para o sector

Dada a natureza de investidores de longo prazo de uma larga maioria dos Accionistas da CIMPOR, estes deverão ponderar se será de aceitar uma oferta lançada nas actuais condições de mercado e na fase do ciclo em que o sector se encontra.

O sector dos materiais de construção tem sido fortemente afectado pela crise económica dos últimos anos. A performance desfavorável destes negócios, a nível global, que se iniciou em 2008 e se prolongou por 2009, bem como a deterioração dos respectivos indicadores económicos foram os principais motivos para a redução significativa dos lucros do sector.

O EBITDA total registado pela CIMPOR e pelas 4 maiores empresas cimenteiras cotadas terá decrescido 20% entre 2007 e 2009E. A magnitude desta redução não tem precedentes no sector.

Total do EBITDA da CIMPOR, Heidelberg Cement, Holcim, Cemex e Lafarge (€M) 2007 - 2011E

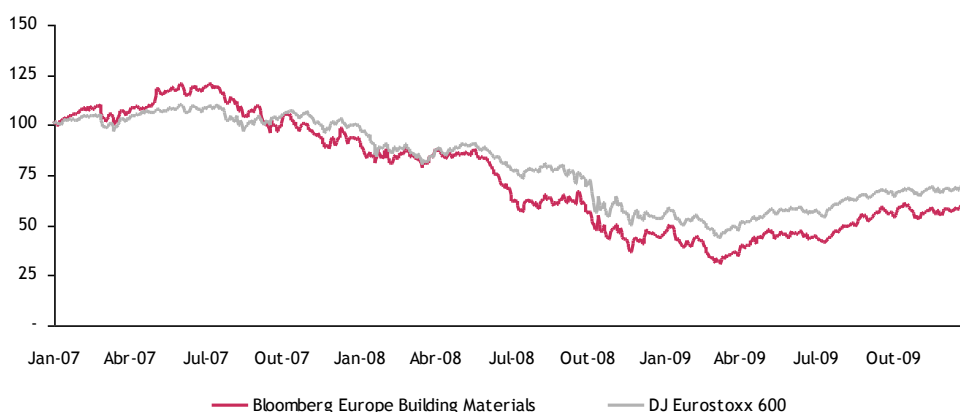


No espaço Europeu, mercados como a Espanha, Portugal e a Irlanda, foram especialmente afectados com o declínio da procura total de cimento entre 2007 e 2009E, o qual terá sido de 56%, 19% e 60%, respectivamente (Fonte: Euroconstruct). Estes mercados não deverão apresentar uma evolução muito favorável em 2010, antes de beneficiarem da recuperação cíclica expectável. Alguns mercados emergentes registaram um abrandamento temporário da actividade em 2009, mas deverão regressar a um crescimento considerável, embora a partir de uma base mais baixa.

As projecções macro-económicas mais positivas dos últimos meses estão agora a começar a reflectir-se nas estimativas para o sector de materiais de construção. O preço e a construção de habitações estão a começar a ter uma evolução mais favorável em vários mercados-chave, os programas de estímulo à economia dos governos estão a começar a induzir aumentos na procura e as empresas estão a começar a beneficiar de custos energéticos mais baixos e das iniciativas de racionalização de custos levadas a cabo durante 2008 e 2009. Por estes motivos e de uma forma global, as expectativas para a evolução da actividade em 2010 e nos anos seguintes são positivas, com um crescimento estimado para 2010 sobre os níveis registados em 2009 (Fonte: *Bloomberg Consensus Estimates*). Para 2011 e anos seguintes é esperada uma recuperação mais acentuada, embora a mesma esteja quantificada nos *consensus* de analistas apenas de forma parcial.

No que diz respeito à performance do mercado de capitais até final de 2009, a cotação das acções das empresas do sector aumentou em média cerca de 96% desde o mínimo registado em meados de Março de 2009, ultrapassando a performance dos índices globais do mercado em cerca de 36%. No entanto, a cotação destas empresas encontra-se ainda, em média, 50% abaixo dos níveis máximos registados em Julho de 2007 e, desde meados de Novembro, a sua evolução ficou aquém da performance do mercado em cerca de 6%.

Índice de Materiais de Construção vs. Índice DJ Eurostoxx 600 (01.01.07 - 31.12.09)



A recuperação do preço das acções é um indicador da melhoria das expectativas de evolução da economia, expectativas essas que se deverão materializar durante os próximos anos, à medida que a procura e os mercados finais recuperem totalmente nas economias maduras e, bem assim, que as economias dos mercados emergentes alcancem totalmente o seu potencial de crescimento.

Contudo, esta expectativa de recuperação das economias está apenas parcialmente incorporada nas cotações actuais das acções, uma vez que os investidores e analistas de mercado esperam uma recuperação do sector mas mantêm uma perspectiva cautelosa e prudente. Tal como se verificou em ciclos anteriores, o enfoque na racionalização de custos durante a fase desfavorável do ciclo será um elemento chave para impulsionar o aumento dos resultados na fase de recuperação da economia com o efeito de alavancagem operacional. Tendo em conta o carácter inesperado da recessão económica bem como a sua profundidade, a recuperação poderá surpreender o mercado com os ganhos resultantes da recuperação da procura e com o efeito de alavancagem operacional.

No caso da CIMPOR, o grande decréscimo na contribuição para o EBITDA da Península Ibérica foi mais do que compensado pela evolução do EBITDA dos outros países, demonstrando desta forma a resiliência do modelo de negócios da CIMPOR. A recuperação dessas economias a médio prazo, acompanhada por crescimentos e margens elevadas nos mercados emergentes deverão permitir uma performance operacional da CIMPOR significativamente superior às estimativas dos analistas de mercado.

Nesta perspectiva, a Oferta da CSN é realizada num momento em que os resultados operacionais estão numa fase desfavorável do ciclo. Um múltiplo pago sobre os resultados actuais ou sobre os estimados para 2010 irá provavelmente subavaliar a CIMPOR, uma vez que os resultados normalizados que a Empresa pode gerar serão significativamente superiores a médio prazo, com a recuperação dos mercados maduros e com o crescimento contínuo e significativo das economias emergentes.



4. Razões para a rejeição da Oferta da CSN

(II) - Ser Accionista da CIMPOR é investir numa estratégia superior

O Conselho de Administração da CIMPOR considera que a Empresa tem um *investment case* inigualável no sector em que opera. A CIMPOR é um dos operadores globais mais enfocados no segmento dos cimentos e tem um forte *track record* de entrega de valor para os seus Accionistas, baseado num crescimento sustentado e na diversificação geográfica do seu portfólio. A composição do seu portfólio permitiu à empresa apresentar crescimentos consistentes, mesmo em contextos desfavoráveis, e níveis de rentabilidade elevados. Mais do que ser um dos maiores operadores no sector, o que poderia implicar a diversificação para segmentos menos rentáveis do sector de materiais de construção, a CIMPOR tem por objectivo ser um *top performer* no sector em termos de rentabilidade.

Nos pontos seguintes descreve-se em maior detalhe a visão do Conselho de Administração da CIMPOR sobre o *investment case* da Empresa e sobre as razões pelas quais os seus actuais Accionistas deverão manter as suas acções.

4.1. Estratégia de desenvolvimento da CIMPOR

A CIMPOR é um dos *players* internacionais da indústria mais focalizado no negócio do cimento, com uma estratégia clara e transparente assente nos seguintes pilares:

- Enfoque no cimento que é um dos produtos mais rentáveis no sector dos materiais de construção. A CIMPOR não tem como objectivo diversificar em grande escala a sua oferta de produtos para outros segmentos de materiais de construção, como acontece com outras empresas desta indústria, excepto em casos em que essa diversificação acrescente valor à sua actividade de produção e venda de cimento. Um bom exemplo desta orientação é a sua presença em alguns mercados, nos segmentos do betão pronto e dos agregados, como forma de adicionar valor às suas operações no cimento;
- Diversificação geográfica equilibrada, complementando a sua presença em alguns mercados maduros com a presença em países emergentes e com elevado potencial de crescimento económico. A CIMPOR é um dos poucos veículos para o investimento na indústria do cimento com uma exposição significativa a economias emergentes;
- Manutenção de uma estrutura de capital conservadora com um equilíbrio entre endividamento e uma forte base de capital, e focando-se em oportunidades atractivas que consigam de forma consistente adicionar valor numa óptica de longo prazo, i.e., com investimentos que remunerem o capital investido claramente acima do respectivo custo;
- Cultura de eficiência de custos em todo o Grupo, que evidencia a forma como a CIMPOR gere a sua actividade a nível global;
- Gestão prudente e eficaz do Balanço, não só assegurando uma estrutura de capital equilibrada como através de uma gestão do risco prudente, sem a assunção de posições meramente especulativas. A este respeito a CIMPOR privilegia claramente uma gestão do risco eficaz que preserve o seu perfil de risco de empresa cimenteira

em ambiente multinacional, reflectindo também a sua presença de longo prazo nas diversas operações que detém.

Com esta estratégia a CIMPOR tem conseguido obter um crescimento significativo das suas operações:

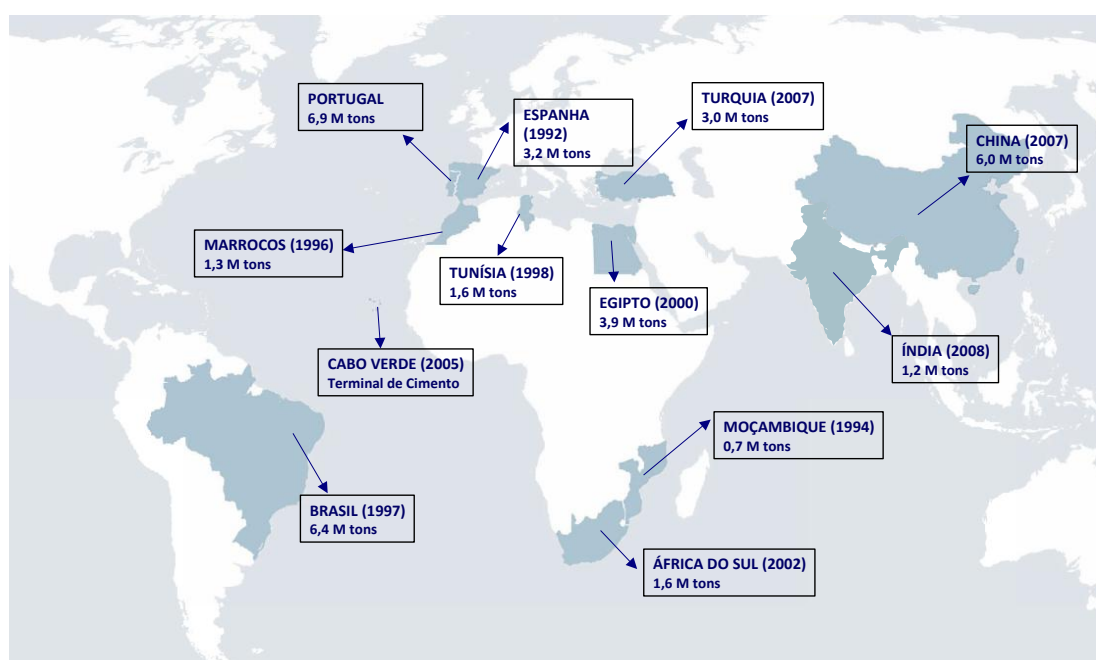
- Beneficiando da sua estratégia de portfólio, que combina economias de elevado crescimento, mesmo em conjuntura económica global desfavorável, com mercados mais maduros;
- Implementando continuamente programas de redução de custos e planos de optimização da eficiência que têm contribuído para a melhoria das margens operacionais;
- Beneficiando do decréscimo do preço dos combustíveis com maior impacto na segunda metade de 2009 e em 2010;
- Tendo as suas necessidades de financiamento cobertas no médio prazo, com um custo médio da dívida muito favorável, face às actuais condições de mercado e prazos de reembolso alargados para algumas das principais linhas de financiamento.

O Conselho de Administração da CIMPOR considera que a Empresa vai continuar a registar crescimentos significativos e aumentos da rentabilidade operacional no médio e longo prazo:

- Beneficiando da melhoria gradual das condições macro-económicas globais que tem vindo a ser observada nos últimos meses e que se espera que prossiga nos próximos anos;
- Tirando partido dos investimentos significativos em programas de infraestruturas cuja implementação é esperada nos países onde está presente;
- Consolidando a sua actual posição através de crescimento orgânico e com uma maior penetração nos mercados onde a CIMPOR já tem presença;
- Realizando aquisições selectivas em mercados alvo, procurando assegurar o equilíbrio entre as operações em mercados emergentes e a presença em mercados maduros e consolidados, onde o menor potencial de crescimento económico é compensado pelo menor risco;
- Optimizando as operações, tirando partido de sinergias, implementando programas de redução de custos, aumentando a produtividade e investindo em investigação e desenvolvimento;
- Desenvolvendo operações de *trading* entre as diversas empresas do Grupo CIMPOR, por forma a compensar picos da procura em certos mercados com excesso de oferta noutros, o que poderá constituir uma importante contribuição para a melhoria adicional das margens operacionais da Empresa.

4.2. A forte posição de mercado da CIMPOR

A CIMPOR encontra-se entre os dez maiores produtores internacionais de cimento a nível mundial, gerindo uma capacidade de produção de cimento de 44 milhões de toneladas, das quais, 36 milhões de toneladas são asseguradas com clínquer próprio. A CIMPOR opera o seu negócio em 12 países, distribuídos por 4 continentes, com a seguinte capacidade de produção anual de cimento com clínquer próprio:



A CIMPOR é o segundo maior produtor de cimento da Península Ibérica, sendo líder em Portugal, terceiro maior produtor na Andaluzia e líder regional na Galiza e Ilhas Canárias. É também líder na produção de cimento em Moçambique e Cabo Verde, líder regional em Marrocos (Rabat), Tunísia (Tunis), Egipto (Alexandria) e África do Sul (Kwazulu Natal) e é o terceiro maior produtor de cimento no Brasil:

- A CIMPOR é o produtor de cimento líder em Portugal com uma quota de mercado de 55%. A incidência das vendas de clínquer e cimento nas vendas consolidadas do país - ICV¹ - é de cerca de 70%;
- Em Espanha, a CIMPOR tem uma forte posição na Galiza, Andaluzia e nas Ilhas Canárias, com uma participação superior a 10% no total do mercado espanhol. Neste

¹ ICV = Soma do Volume de Negócios resultante das Vendas externas e internas de cimento e clínquer dividida pelo Volume de Negócios consolidado no país vezes 100

país, a ICV atinge 70%. Em 2008, adquiriu um conjunto de activos nas Ilhas Canárias e aumentou a capacidade de produção de clínquer em duas unidades da Andaluzia;

- A CIMPOR tem uma quota de mercado de quase 9% em Marrocos, sendo líder de mercado em Rabat com uma quota na região de 75%. Neste país, a ICV é de cerca de 88%. Em 2009, a CIMPOR investiu num novo moinho de cimento;
- A CIMPOR é o segundo maior produtor de cimento na Tunísia, com uma ICV de 100%, já que se dedica exclusivamente à produção de cimento, detendo uma quota de mercado nacional de aproximadamente 25% e na região de Tunis de cerca de 40%;
- No Egipto, a CIMPOR é o quinto maior produtor de cimento com uma quota de mercado de aproximadamente 9% e é líder na região de Alexandria com uma quota de 55%. Neste mercado, a CIMPOR dedica-se exclusivamente à produção de cimento, apresentando, portanto, uma ICV de 100%. Em 2008, destacou-se o investimento de *revamping* de uma linha de produção de clínquer;
- Na Turquia, a CIMPOR tem uma participação de 5% no sector, com uma incidência de cimento e clínquer - ICV de 84%. O destaque no investimento em 2009 vai para a nova fábrica de Hasanoglan, com uma capacidade de cerca de um milhão de toneladas;
- No mercado de cimento brasileiro, quinto maior do mundo, a CIMPOR tem uma quota de mercado de 9%, sendo a terceira maior empresa cimenteira do país. Naquele que é hoje o seu mercado internacional mais importante, a CIMPOR tem uma presença que se estende por todo o país. Neste mercado a venda de cimento contribui para 80% (ICV) do volume de negócios da CIMPOR. Os principais investimentos registados nos últimos dois anos consistiram no aumento da capacidade de produção de clínquer em várias fábricas;
- A CIMPOR detém uma participação de 80% no mercado de cimento moçambicano, focando-se essencialmente na produção e venda de cimento, sendo o único produtor integrado de cimento no país. A CIMPOR concluirá em 2010 a instalação de uma nova moagem de cimento na fábrica da Matola, tendo anunciado a construção de uma nova linha de produção de clínquer e de uma nova instalação de moagem na unidade do Dondo (Beira);
- Na África do Sul, a CIMPOR tem uma quota de mercado de aproximadamente 12% e é líder na região de Kwazulu Natal com uma participação de 70%. O mercado de cimento é responsável pela quase totalidade das receitas da empresa no mercado Sul Africano, com uma ICV de 91%. A CIMPOR concluiu, em 2007, um moinho de cimento e, em 2008, uma nova linha de produção de clínquer, ambos na fábrica de Simuma;
- Na China, a actividade da CIMPOR consiste na produção de cimento e clínquer. Apoiada na sua estratégia de expansão, a Empresa adquiriu, em finais de 2008, a totalidade do capital social da empresa Liyang Oriental Cement Co que dispõe de uma linha de produção de clínquer (com uma capacidade de 900 mil ton./ano). Adicionalmente, a CIMPOR iniciou também a construção de uma nova fábrica integrada de produção de cimento em Shanting, que deverá estar concluída no início de 2010 (capacidade de 2,4 milhões ton./ano de cimento), e concluiu em 2009 a construção de uma moagem em

Huaian, com uma capacidade 1,2 milhões ton./ano de cimento. O Grupo investiu ainda na recuperação de calor para produção de energia eléctrica em Shandong;

- Na Índia, segundo maior mercado de cimento a nível mundial, a CIMPOR possui uma fábrica integrada de produção de cimento (com uma capacidade de 1,2 milhões ton./ano);
- Em Cabo Verde, a CIMPOR é líder nas vendas de cimento com uma quota de mercado de aproximadamente 72%. Neste mercado a CIMPOR detém um terminal para distribuição e venda de cimento proveniente de Portugal.

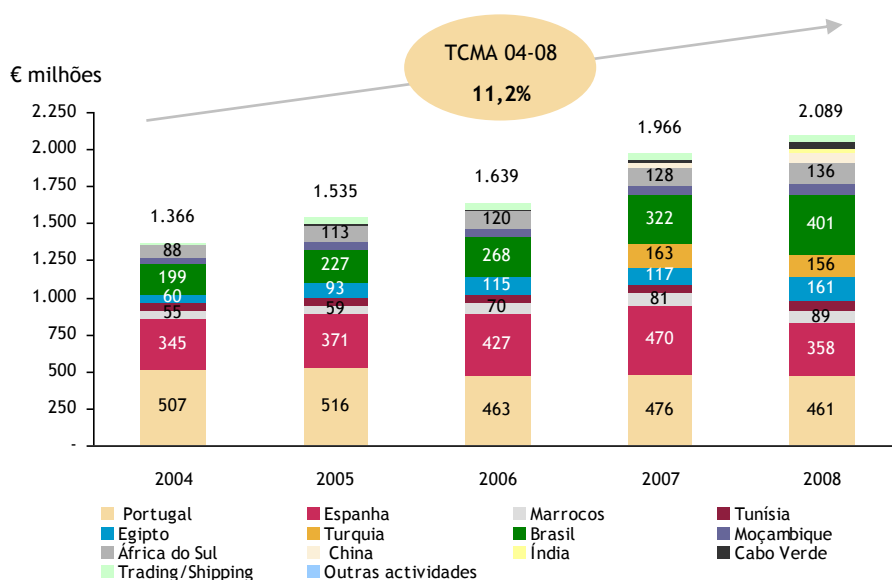
4.3. A excelente performance operacional da CIMPOR

Volume de Negócios

O volume de negócios da CIMPOR registou um aumento médio anual de 11,2% entre 2004 e 2008, tendo o crescimento em base *like-for-like* ascendido a 7,1% (excluindo as operações em Cabo Verde, Turquia, China e Índia que tiveram início nos anos subsequentes a 2004).

Esta evolução resulta da realização de investimentos em crescimento orgânico e de aquisições selectivas em mercados de elevado potencial. A materialização da estratégia de desenvolvimento para novas geografias levou a que a contribuição de Portugal para as vendas consolidadas do Grupo tenha decrescido de 37% em 2004 para 22% em 2008.

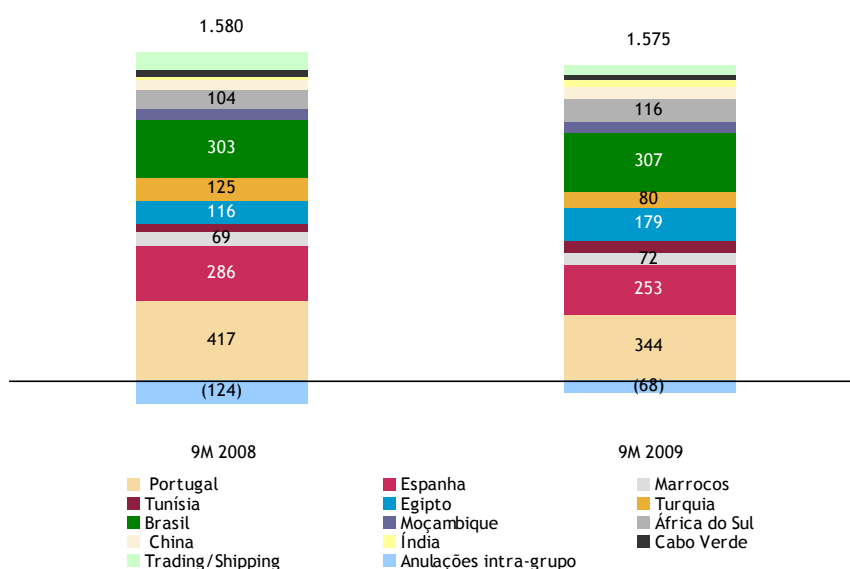
Volume de negócios CIMPOR (milhões de euros) 2004-08



Nota: Excluindo transacções intra-grupo; TCMA corresponde à taxa de crescimento média anual crescimento anual

Merece igualmente destaque a resiliência das receitas da CIMPOR em condições de mercado bastante adversas como foram as registadas durante o último trimestre de 2008 e os primeiros nove meses de 2009 em alguns países. O volume de negócios a Setembro de 2009 registou apenas um ligeiro decréscimo de 0,3%, devido à evolução particularmente favorável em alguns mercados emergentes, com destaque para o Egipto, Tunísia e Moçambique e também às contribuições dos mercados mais recentes no portfólio da CIMPOR, nomeadamente, a Índia e a China.

Volume de negócios CIMPOR (milhões de euros) 9M 2008 e 9M 2009



Portugal

O volume de negócios em Portugal apresenta um decréscimo médio anual de 2,3% entre 2004 e 2008. Tal evolução resulta da correcção do pico de consumo registado em 2001 e do efeito no sector da construção decorrente do contexto macro-económico especialmente desfavorável a que se tem assistido nos últimos anos.

As vendas de cimento em Portugal reflectem níveis de consumo por habitante bastante interessantes face à média europeia.

A CIMPOR tem conseguido consistentemente manter a sua posição de líder de mercado em Portugal e garantir o aproveitamento da sua capacidade local de produção com exportações de clínquer e cimento para outras áreas operacionais do Grupo ou para terceiros.

As perspectivas de crescimento do mercado de cimento em Portugal encontram-se naturalmente dependentes da evolução da situação macro-económica e, em especial, da concretização dos anunciados planos de infraestruturas.

Espanha

Após anos de fortíssimo crescimento de consumo de cimento com volumes por habitante atípicos para um país europeu, Espanha registou nos dois últimos anos um decréscimo de consumo de cerca de 28 milhões de toneladas, ou seja, 50%.

Neste contexto, a CIMPOR foi naturalmente afectada nos seus volumes de vendas que registaram decréscimos significativos. Esta redução de receitas foi especialmente observada na região da Andaluzia. Contudo, estes impactos negativos foram parcialmente compensados pela performance na Galiza e pelo início das operações no mercado das Canárias.

A reversão desta situação negativa dependerá fundamentalmente da evolução do mercado imobiliário em Espanha e particularmente na Andaluzia.

Marrocos

Impulsionado pelos investimentos em habitação social, em infraestruturas básicas, em empreendimentos turísticos e na indústria, este mercado tem mostrado uma evolução particularmente favorável. A CIMPOR tem beneficiado desta situação, registando aumentos significativos no seu volume de negócios.

As perspectivas positivas de desenvolvimento deste mercado assentam no contínuo crescimento do sector residencial e na concretização do programa de infraestruturas já anunciado.

Tunísia

O consumo de cimento na Tunísia tem-se mantido relativamente estável permitindo à CIMPOR assegurar consistentemente o escoamento da sua capacidade de produção disponível.

As perspectivas de crescimento deste mercado assentam em projectos no sector do turismo bem como no desenvolvimento de infraestruturas.

Egipto

Em 2009, verificou-se um crescimento muito acentuado do consumo de cimento, sustentado num fortíssimo programa de construção de habitações e infraestruturas.

A CIMPOR beneficiou significativamente deste aumento de consumo, tendo tido a possibilidade de aproveitar integralmente a sua capacidade de produção, nomeadamente a capacidade adicional da nova linha de produção instalada em 2004.

Embora continuando a ser um mercado de cimento bastante interessante, não se prevê que as condições excepcionais do aumento dos consumos verificadas em 2009 se venham a

manter nos próximos anos, assim como as perspectivas já anunciadas de instalação de novas capacidades de produção irão implicar forçosamente um aumento da concorrência.

Turquia

Trata-se de um mercado fragmentado e bastante competitivo que, no entanto, apresenta um potencial de desenvolvimento interessante não só pelas perspectivas económicas mas também pela sua localização geográfica.

A crise económica e financeira internacional tem limitado a tradicional capacidade de exportação de cimento deste país, implicando um aumento significativo da concorrência local.

A recente entrada da CIMPOR neste mercado foi, naturalmente, afectada por esta situação e pelo facto de os próprios consumos internos terem registado decréscimos de cerca de 8%.

A nova linha de produção de cimento em Hasanoglan, concluída em Junho de 2009, irá possibilitar à CIMPOR melhorar a sua competitividade e assim resistir melhor às condições adversas que se verificam neste mercado.

Brasil

O mercado brasileiro é uma aposta estratégica da CIMPOR que tem contribuído fortemente para o desenvolvimento global do Grupo.

Este é um mercado em franco crescimento e com perspectivas futuras muito positivas.

A CIMPOR tem beneficiado do facto de dispor de uma cobertura generalizada do mercado bem como da concretização sucessiva de investimentos de aumento de capacidade de produção.

As perspectivas positivas de desenvolvimento do mercado brasileiro, assentes em grande parte no programa nacional de infraestruturas e nos incentivos ao mercado residencial, irão permitir à CIMPOR retirar benefícios significativos do seu posicionamento.

Moçambique

O mercado de cimento de Moçambique tem uma dimensão relativamente reduzida mas com potencial interessante de crescimento.

A CIMPOR como único produtor integrado neste país está em condições adequadas para vir a beneficiar deste desenvolvimento.

África do Sul

Trata-se de um mercado com acentuados níveis de crescimento dos consumos de cimento essencialmente relacionados com o programa de infraestruturas concretizado no âmbito do Campeonato do Mundo de Futebol de 2010.

A nova linha de produção de clínquer, concluída em meados de 2008, permitiu à CIMPOR responder de forma adequada a estes desenvolvimentos, não só em termos de capacidade de produção como em níveis competitivos.

Perante a contínua necessidade de construção de habitações e infraestruturas as perspectivas de desenvolvimento mantêm-se positivas permitindo à CIMPOR beneficiar da sua favorável presença na província de Kwazulu Natal.

China

Representando cerca de metade do consumo mundial de cimento, o mercado Chinês apresenta-se bastante fragmentado e com uma filosofia de negócio assente nos grandes volumes transaccionados.

A recente entrada da CIMPOR neste mercado tem sido orientada para a aquisição de empresas, dispondo de fábricas integradas de produção de clínquer e cimento ou apenas de unidades de moagem de cimento, complementadas com investimentos de crescimento “*green-field*”.

Índia

O segundo maior mercado de cimento no mundo apresenta um elevado potencial de crescimento dados os reduzidos consumos *per capita*.

A entrada da CIMPOR na Índia, em meados de 2008, traduziu-se numa primeira abordagem a este mercado visando a criação de condições para eventuais futuros desenvolvimentos no mesmo.

Cabo Verde

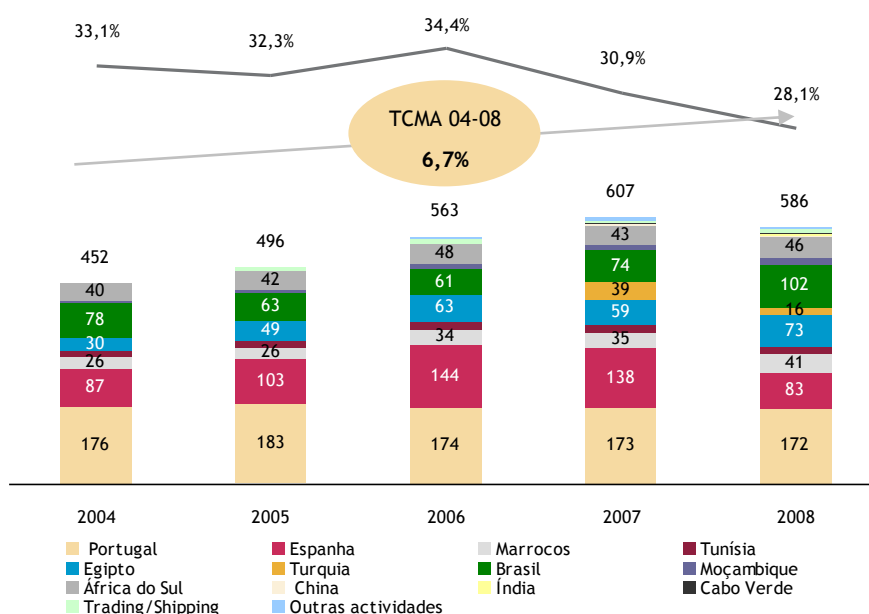
Em Cabo Verde, a CIMPOR opera um terminal de distribuição de cimento que é abastecido a partir de Portugal, permitindo um melhor aproveitamento da capacidade de produção disponível neste país.

Trata-se de um mercado de pequena dimensão relativamente estável em que a CIMPOR tem uma posição dominante.

Rentabilidade Operacional (EBITDA)

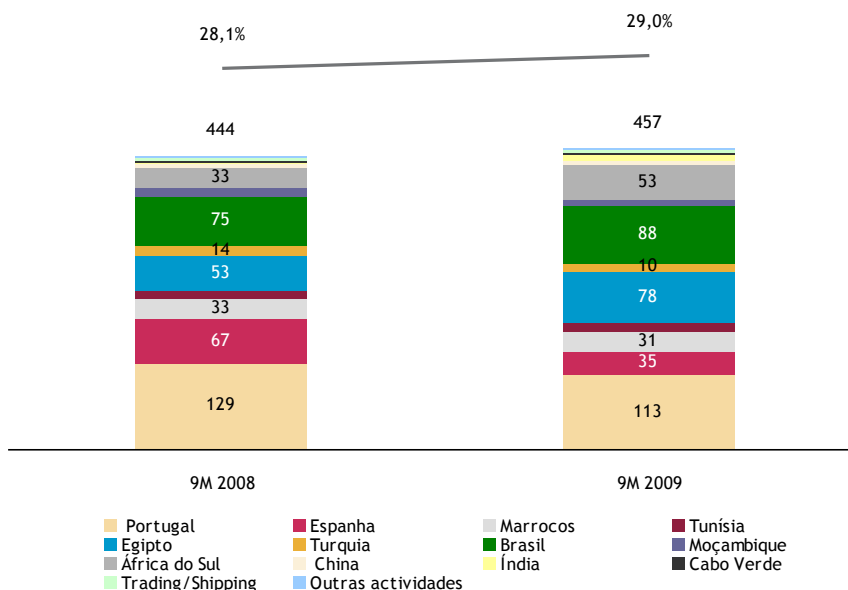
O EBITDA da CIMPOR apresenta um crescimento médio anual de 6,7% entre 2004 e 2008. Esta evolução foi obtida num contexto de mercado particularmente desfavorável, especialmente em 2008 com um aumento muito significativo dos custos com energia seguido dos efeitos negativos da crise financeira na evolução da economia e do sector da construção. A evolução das margens EBITDA da CIMPOR ilustra, por um lado, o impacto das iniciativas de contenção de custos e de optimização operacional nos mercados mais afectados pelo enquadramento e, por outro, o efeito positivo da exposição a mercados emergentes que registaram, em muitos casos, crescimentos significativos de EBITDA.

EBITDA CIMPOR (milhões de euros) e margem EBITDA (%) 2004-08



É igualmente de salientar a evolução registada durante os primeiros três trimestres de 2009 que em termos agregados mostram uma retoma da tendência de crescimento contínuo do EBITDA, apenas interrompida em 2008, num cenário ainda mais desfavorável ao nível da evolução da economia mundial e do sector da construção. Com efeito, e não obstante a quase estagnação do volume de negócios da CIMPOR (um ligeiro decréscimo de 0,3%, como anteriormente referido), o EBITDA consolidado regista um crescimento de 2,9%, o que representa um crescimento da respectiva margem de 28,1%, nos primeiros três trimestres de 2008, para 29,0%, nos primeiros três trimestres de 2009. Se excluirmos os custos suportados em 2009 com a reestruturação das áreas de betões e agregados (cerca de €7,3M), o crescimento do EBITDA e a margem EBITDA teriam sido mais elevados e ascenderiam a 4,5% e 29,5%, respectivamente.

EBITDA CIMPOR (milhões de euros) e margem EBITDA (%) 9M 2008 e 9M 2009



A evolução da rentabilidade operacional da CIMPOR em todo o período apresentado demonstra a capacidade da empresa na gestão de enquadramentos de mercado bastante diferenciados, como a seguir se apresenta numa análise país a país.

Portugal

O EBITDA tem apresentado um decréscimo sucessivo nos últimos anos, resultante fundamentalmente do decréscimo do volume de negócios, uma vez que a margem EBITDA não apresentou oscilações significativas, tendo-se mantido sempre acima dos 30%.

A CIMPOR tem concentrado os seus esforços na contenção de custos, na melhoria da eficiência operacional e na definição de uma política de preços que reflecta o aumento dos custos energéticos. A performance da CIMPOR neste mercado durante os primeiros três trimestres de 2009 é igualmente ilustrativa desta realidade, na medida em que a Empresa conseguiu aumentar, relativamente ao período homólogo do ano anterior, a sua margem EBITDA para 32,7%, num cenário em que o volume de negócios regista uma queda significativa de 17,3%.

Espanha

O EBITDA em Espanha apresentou um decréscimo muito significativo em 2009, em consequência da forte queda do volume de negócios e da redução dos preços de venda, implicando uma margem de 13,7% no final do 3º trimestre de 2009, comparativamente com margens acima de 20% em igual período do ano anterior.

Marrocos

A margem EBITDA em Marrocos ascendeu a 43,4% no final do 3º trimestre de 2009. O EBITDA tem apresentado crescimentos anuais sucessivos resultantes fundamentalmente do crescimento do volume de negócios, uma vez que a margem EBITDA não tem apresentado oscilações significativas.

Tunísia

No final do terceiro trimestre de 2009 a margem EBITDA na Tunísia, de 27,8%, evidenciava alguma recuperação face a 2008.

A limitação introduzida pela política de controlo administrativo de preços de venda neste país não tem permitido compensar os acréscimos de custos energéticos nem as necessidades pontuais de importação de clínquer, que têm estado na origem das oscilações do EBITDA e respectiva margem.

Egipto

Nos últimos 5 anos o EBITDA tem apresentado um crescimento médio anual muito significativo, situando-se a sua margem no final do 3º trimestre de 2009 em 43,5%.

Esta situação extremamente positiva resulta dos crescimentos sucessivos do consumo de cimento e da possibilidade de os preços de venda reflectirem a evolução dos custos, associado, no caso da CIMPOR, a aumentos de produtividade resultantes dos investimentos recentemente efectuados.

Turquia

A performance da CIMPOR durante os primeiros três trimestres de 2009 reflecte a tendência de queda do consumo de cimento e dos preços de venda, situando a margem EBITDA em 12,6%, o que denota um acentuado decréscimo face aos níveis tradicionais neste mercado.

Brasil

O sucessivo crescimento dos consumos de cimento acompanhado da recuperação dos preços de venda tem permitido a geração de níveis mais razoáveis de EBITDA, com margens que no final do 3º trimestre de 2009 se situaram em 28,6%, reflectindo uma melhoria significativa face aos níveis verificados em anos anteriores.

Moçambique

Dada a pequena dimensão do mercado, os níveis de EBITDA gerados são relativamente reduzidos, situando-se a margem EBITDA em 16,9% no final do 3º trimestre de 2009. Tais valores resultam de elevados níveis de custos de contexto, apesar dos preços de venda se encontrarem entre os mais elevados no Grupo CIMPOR.

África do Sul

Como consequência do crescimento do volume de negócios e da melhoria das condições operacionais resultantes da entrada em funcionamento da nova linha de produção, o EBITDA tem evidenciado crescimentos sucessivos nos últimos anos situando-se a respectiva margem em 46,0% no final do 3º trimestre de 2009.

China

Pelas suas características de negócio, essencialmente de quantidades (e não de preços), as margens EBITDA geradas neste país são tendencialmente reduzidas, tendo-se situado em 6,5% no final do 3º trimestre de 2009.

Índia

O ano de 2009 representou o primeiro ano completo de actividade da CIMPOR no mercado indiano, com uma margem EBITDA a Setembro de 2009 de cerca de 24,0%.

Cabo Verde

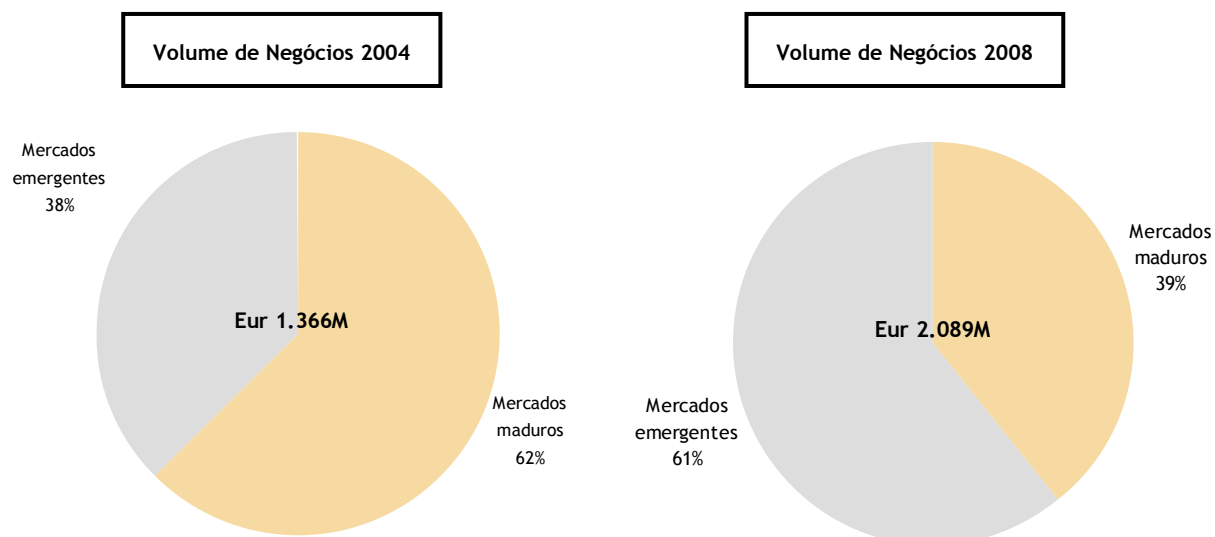
Como unidade de comercialização de cimento, a actividade em Cabo Verde gera margens EBITDA relativamente reduzidas que, no final do 3º trimestre de 2009, se situavam em 14,2%.

4.4. O portfólio internacional da CIMPOR

A informação apresentada na secção anterior mostra que a recente evolução consolidada da CIMPOR pode ser explicada pelo desempenho dos diferentes países onde a Empresa opera, os quais podem ser classificados em três categorias:

- Os mercados mais maduros de Portugal e Espanha que, embora com comportamentos distintos, considerados conjuntamente, cresceram entre 2004 e 2007 a um ritmo moderado, sofrendo o impacto da conjuntura negativa nos anos seguintes, em particular em 2009;
- Uma segunda categoria onde se incluem mercados emergentes como Marrocos, Tunísia, Egipto, Brasil, Moçambique e África do Sul (e em menor grau Cabo Verde), que contribuíram para o crescimento da CIMPOR durante todo o período acima referido em termos de receitas e EBITDA, beneficiando do forte crescimento económico destes países;
- Uma terceira categoria que inclui mercados emergentes onde a CIMPOR entrou mais recentemente, designadamente a Turquia, China e Índia. Neste momento, as operações nestes países não representam um contributo significativo para o crescimento e rentabilidade da empresa, mas têm potencial para alavancar o crescimento da CIMPOR durante o próximo ciclo.

Ao analisar a forma como a CIMPOR tem gerido o seu portfólio internacional, conclui-se que houve um crescimento significativo do peso do mercados emergentes, como se demonstra nos gráficos seguintes:



A gestão activa do portfólio da CIMPOR foi o principal factor para o bom desempenho histórico da empresa, nomeadamente por via de:

- Consolidação das suas posições nos mercados mais maduros de Portugal e Espanha, que têm um potencial de crescimento inferior, mas comportam menor risco;
- Enfoque do esforço de gestão no factor eficiência;
- Defesa das margens operacionais nas recentes condições de mercado desfavoráveis e opção por investimentos selectivos como a aquisição de alguns activos nas Ilhas Canárias, que atenuaram significativamente o impacto da crise do mercado espanhol;
- Aumento da exposição à segunda categoria de geografias (investimentos iniciais da CIMPOR em mercados emergentes), com alguns investimentos na expansão da capacidade que permitiram beneficiar do crescimento superior desses mercados;
- Entrada mais recente em novos mercados emergentes, que também têm um potencial de crescimento significativo e que, embora possam ter afectado ligeiramente o desempenho da CIMPOR na fase de entrada (ex., o desempenho desfavorável do mercado turco), têm potencial para fomentar o contínuo crescimento da CIMPOR no futuro.

Estes factores demonstram uma estratégia clara assente no crescimento de longo prazo e enfocada na diversificação geográfica, resultando numa redução da exposição à ciclicidade do sector.

Numa conjuntura adversa para o sector, como foi o caso em 2008 e 2009, a CIMPOR registou um crescimento sustentado das receitas em base comparável. Em 2008 e excluindo as operações na Índia, que tiveram início apenas em Abril de 2008, a CIMPOR registou um

crescimento de 4,6% *versus* o crescimento total reportado nas demonstrações financeiras que foi de 6,2%. No terceiro trimestre de 2009, o decréscimo anual era de apenas 1,5% numa base comparável (excluindo Índia), enquanto as demonstrações financeiras evidenciavam um decréscimo total inferior de 0,3%. É de destacar o desempenho dos mercados emergentes, que globalmente compensaram os decréscimos verificados nos mercados maduros.

Como consequência da estratégia da Empresa, a CIMPOR tem actualmente um portfólio internacional excelente em mercados maduros e emergentes que irá fomentar o seu crescimento no futuro, numa conjuntura mais favorável do que a mais recente.

A médio e longo prazo, o crescimento futuro da Empresa continuará a ser suportado por:

- Crescimento dos mercados maduros, na sequência da recente melhoria da conjuntura económica e também dos programas de infraestruturas a serem implementados em Portugal e Espanha pelos respectivos Governos;
- Expansão das economias emergentes há mais tempo presentes no portfólio da empresa, que em conjunto representam uma percentagem significativa do EBITDA consolidado da CIMPOR (61% nos primeiros três trimestres de 2009);
- Crescente contribuição das economias emergentes mais recentes no portfólio da Empresa, nomeadamente Turquia, China e Índia, que representaram apenas 5,2% do EBITDA consolidado da CIMPOR nos primeiros três trimestres de 2009, mas que têm potencial para aumentar a sua contribuição com o crescimento económico significativo esperado e com uma progressiva normalização da actual estrutura do mercado do cimento (nomeadamente na China e na Turquia);
- Uma gestão activa do portfólio que a CIMPOR tem vindo consistentemente a realizar, como foi demonstrado, tomando as medidas apropriadas em cada mercado onde está presente, por forma a acomodar continuamente a respectiva evolução do mercado, e expandindo a sua base de activos, como forma de diversificar ainda mais a sua exposição a um sector cíclico.



5. Razões para a rejeição da Oferta da CSN

(III) - Ser Accionista da CIMPOR é investir na mais rentável das cimenteiras internacionais

A performance da CIMPOR supera claramente a das Empresas Comparáveis

A excelente performance histórica da CIMPOR e o seu notável portfólio internacional têm sido os principais impulsionadores da Empresa, apresentando *benchmarks* claramente acima das Empresas Comparáveis cotadas.

Um Investment Case Superior

A análise da evolução da cotação da CIMPOR e das Empresas Comparáveis indica que o mercado tem reconhecido a qualidade superior do *investment case* da CIMPOR:

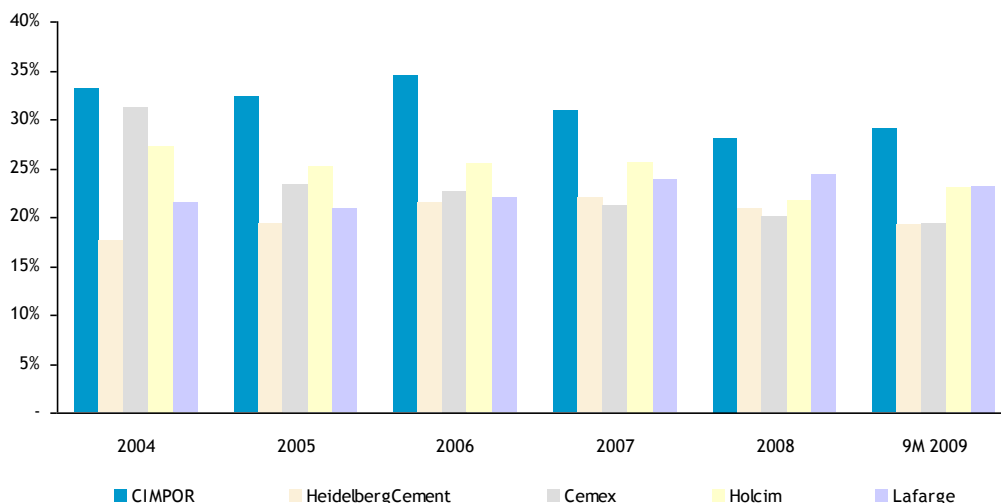
- A performance operacional histórica muito positiva, mesmo no recente contexto macro-económico desfavorável;
- O notável portfólio internacional da CIMPOR e a capacidade de gestão do mesmo têm gerado rentabilidades crescentes nas diversas operações;
- A rentabilidade operacional de topo face aos *benchmarks* da indústria;
- Apesar dos significativos investimentos em crescimento orgânico e não orgânico realizados pela CIMPOR nos últimos anos, a Empresa tem seguido uma política financeira prudente, preservando uma estrutura de capital equilibrada, em linha com as práticas de mercado do sector.

De forma a evidenciar o *investment case* superior da CIMPOR, apresenta-se de seguida um *benchmark* detalhado entre a CIMPOR e as 4 empresas do sector consideradas mais comparáveis (Heidelberg Cement, Cemex, Holcim e Lafarge).

Comparação da Margem EBITDA

A CIMPOR tem apresentado sistematicamente uma margem EBITDA superior às Empresas Comparáveis, demonstrando uma resiliência notável nos ciclos económicos mais desfavoráveis, como pode ser comprovado pela ligeira recuperação durante os primeiros nove meses de 2009.

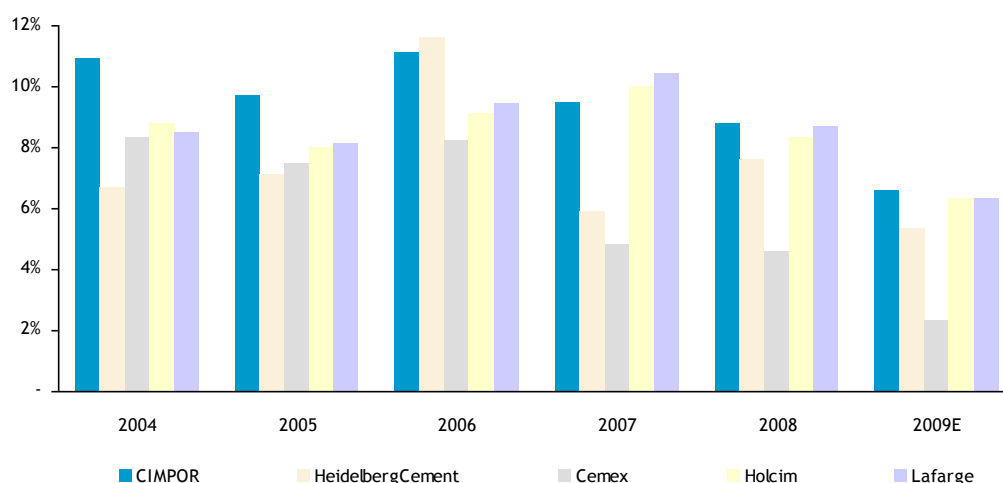
Margem EBITDA (%) CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 2004 - 9M 2009



Comparação do ROCE (Return on Capital Employed)

Entre 2004 e 2008, o ROCE da CIMPOR esteve consistentemente no topo do intervalo do grupo de comparáveis, apresentando uma maior resistência durante a fase negativa do ciclo económico. De acordo com o *consensus* dos analistas, a CIMPOR deverá apresentar em 2009 o ROCE mais elevado do grupo de comparáveis.

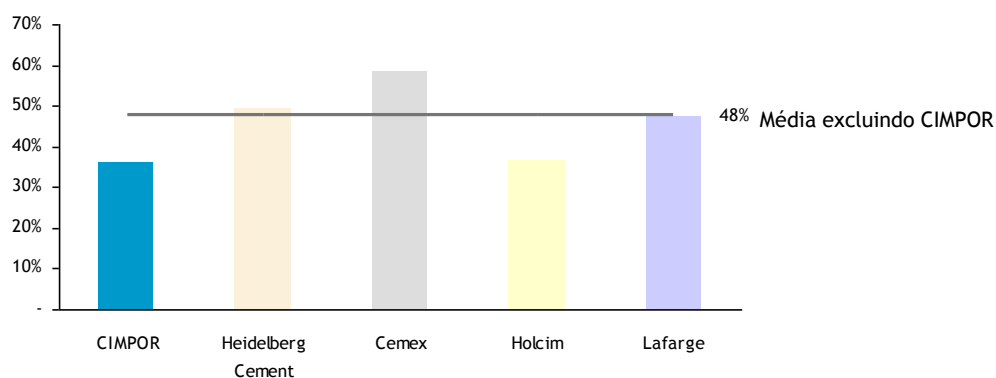
ROCE (%) da CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 2004 - 2009E



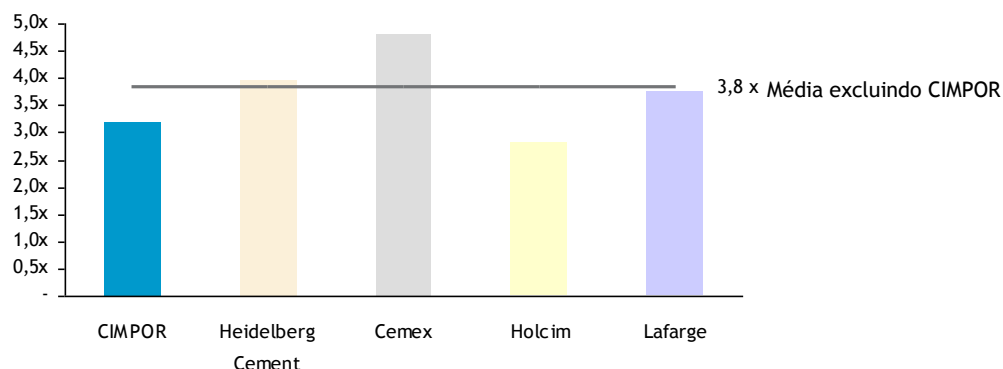
Comparação da Estrutura de Capital

A CIMPOR apresentou rácios de Dívida Líquida / EV de 36% e de Dívida / EBITDA de 3,2x em Dezembro de 2008, comparativamente com um rácio médio nas Empresas Comparáveis de 48% e de 3,8x, respectivamente. O plano de expansão implementado pela CIMPOR nos últimos anos preservou a solidez do seu Balanço, o que demonstra o compromisso simultâneo de crescimento e de manutenção de uma estrutura de capital prudente.

Dívida Líquida / EV (%) da CIMPOR vs. Empresas Comparáveis, Dezembro 2008



Dívida Líquida / EBITDA da CIMPOR vs. Empresas Comparáveis, Dezembro 2008



Comparação da Performance Bolsista

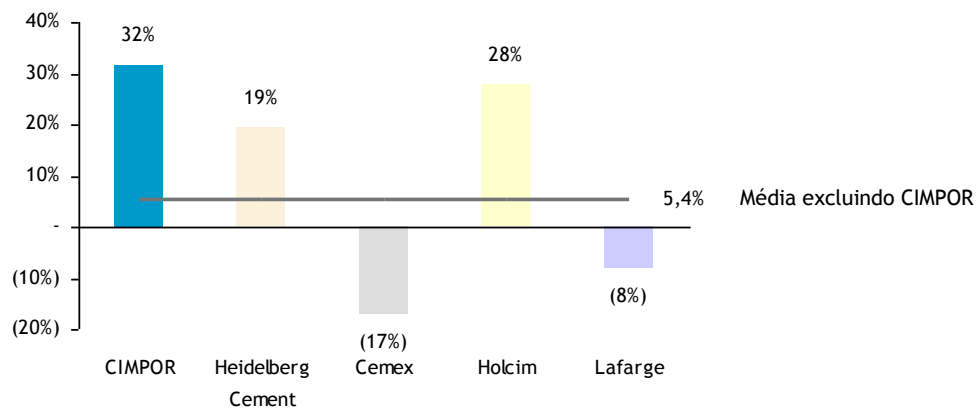
A CIMPOR apresentou uma performance no mercado de capitais superior à das Empresas Comparáveis em todos os períodos analisados, nomeadamente, nos últimos 5 anos, nos últimos 10 anos, e desde a sua admissão à cotação:

- entre 31/12/2004 e 17/12/2009 (dia anterior ao Anúncio Preliminar divulgado pela CSN);
- entre 31/12/1999 e 17/12/2009 (dia anterior ao Anúncio Preliminar divulgado pela CSN); e
- entre 15/07/1994 e 17/12/2009 (dia anterior ao Anúncio Preliminar divulgado pela CSN).

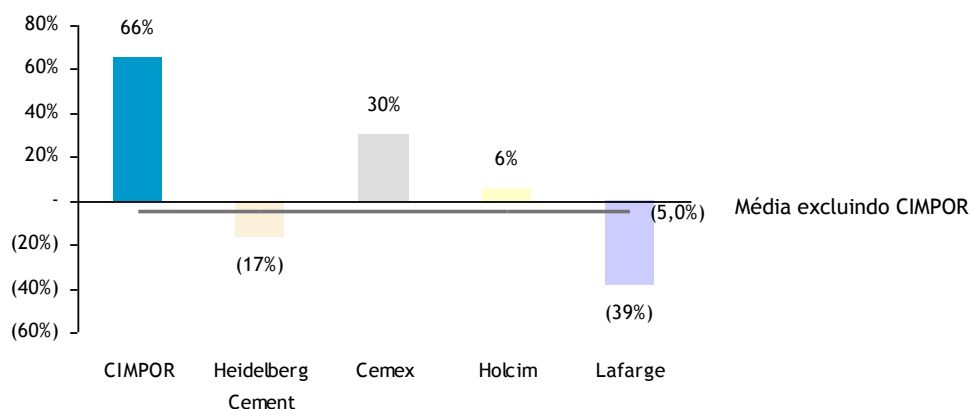
A seguinte informação demonstra que:

- as acções da CIMPOR registaram uma valorização acumulada de 32% entre 31/12/2004 e 17/12/2009, comparativamente com uma valorização média de 5,4% nas Empresas Comparáveis;
- as acções da CIMPOR registaram uma valorização acumulada de 66% entre 31/12/1999 e 17/12/2009, comparativamente com uma desvalorização média de 5,0% nas Empresas Comparáveis;
- as acções da CIMPOR registaram uma valorização acumulada de 265% entre 15/07/1994 e 17/12/2009, comparativamente com uma valorização média de 134% nas Empresas Comparáveis.

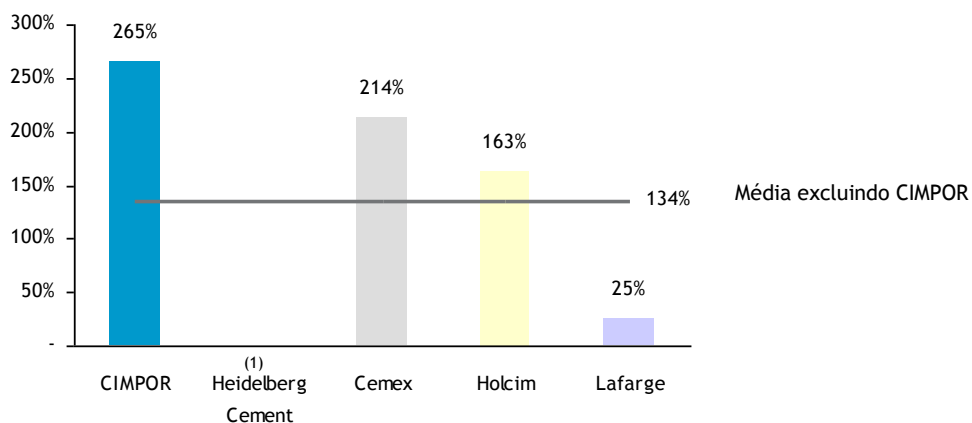
Performance bolsista da CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 31.12.04 - 17.12.09 (% valorização/ desvalorização)



Performance bolsista da CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 31.12.99 - 17.12.09 (% valorização/ desvalorização)



Performance bolsista da CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 15.07.94 - 17.12.09 (% valorização/ desvalorização)



(1) A Heidelberg Cement não estava admitida à cotação em 15.07.94

Comparação do Dividend Yield

O sucesso da estratégia da CIMPOR tem permitido uma política de dividendos bastante atractiva e consistente para os seus Accionistas. A CIMPOR ofereceu um *dividend yield* bruto médio de 4,0% nos últimos 5 anos, o mais atractivo de entre as Empresas Comparáveis.

Dividend yield bruto (%) CIMPOR vs. Empresas Comparáveis, 2004 - 2008

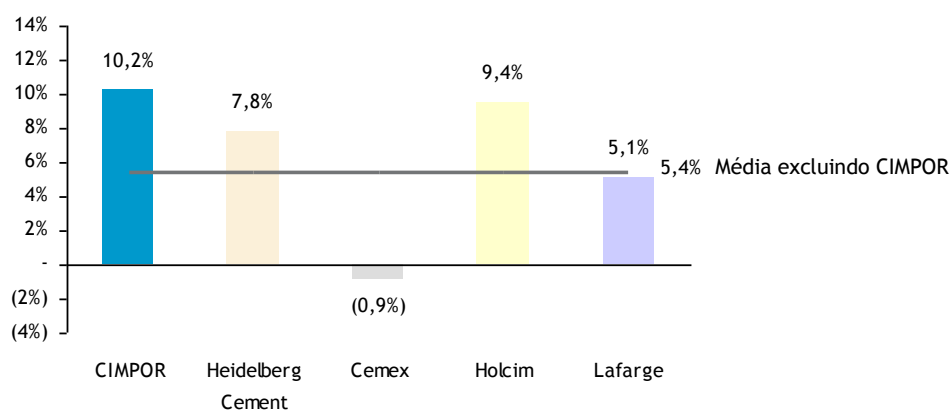
	Cimpor	Heidelberg Cement	Cemex	Holcim	Lafarge
2004	4,3%	1,6%	4,6%	1,9%	3,4%
2005	4,3%	2,2%	4,0%	2,1%	3,4%
2006	4,0%	1,4%	2,7%	2,0%	3,1%
2007	3,5%	1,3%	-	2,6%	3,4%
2008	3,9%	0,2%	-	3,3%	2,3%
Média simples	4,0%	1,3%	2,3%	2,4%	3,1%

Nota: *Dividend yield* bruto = quociente entre os Dividendos gerados no ano e o preço médio das acções

Comparação do Retorno Total para o Accionista

A CIMPOR ofereceu um retorno médio anual para o Accionista de 10,2% entre 31/12/04 e 17/12/09, o que supera claramente as Empresas Comparáveis, que durante o mesmo período apresentaram um retorno médio anual de 5,4%.

Retorno Total Anual Bruto CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 31.12.04 - 17.12.09 (% retorno)



Nota: Retorno total anual bruto = Taxa de retorno anual calculada numa base mensal, considerando (i) a variação do preço das acções entre 31.12.04 e 17.12.09; (ii) os dividendos distribuídos anualmente (considerados em Maio) e (iii) o efeito de diluição dos aumentos de capital (considerando o exercício da totalidade dos direitos)



6. Razões para a rejeição da Oferta da CSN

(IV) - Impacto do perfil da CSN na Oferta e na CIMPOR

6.1. Insuficiente definição estratégica para a CIMPOR

A CSN apresenta nos Documentos da Oferta a sua visão relativamente à estratégia para a CIMPOR, tendo incluído algumas orientações adicionais que não constavam do projecto de prospecto inicialmente analisado pelo Conselho de Administração da CIMPOR. Estes aspectos adicionais da estratégia da CSN para a CIMPOR consubstanciaram uma evolução ou clarificação da visão da CSN em duas dimensões principais:

- Manutenção da estratégia actual da CIMPOR - A CSN reforçou a sua intenção de manter uma linha geral de continuidade da gestão e incremento das actividades da CIMPOR, com a especificação do objectivo de manter *“uma política de forte presença internacional da CIMPOR, [...] com um correcto equilíbrio entre mercados emergentes e maduros [...]”*. Esta ideia é complementada com a confirmação dos objectivos ambiciosos, já anteriormente apresentados, de transformar o negócio de cimento do “Grupo CSN” no quinto maior produtor mundial e no número um em termos de rendibilidade. Por último, a CSN confirmou a sua intenção de suportar financeiramente o crescimento da CIMPOR, *“potenciando a sua estratégia de internacionalização, quer através do aumento de quota nos mercados onde já actua, quer por meio de investimento em novos mercados”*.
- Integração entre as actividades da CSN e a CIMPOR - A CSN clarificou que pretende colocar à disposição da CIMPOR *“toda a sua capacidade negocial junto de entidades Brasileiras sempre que a mesma permita beneficiar a actividade da CIMPOR no Brasil”*. Nas demais geografias em que a CIMPOR está presente, a CSN deixa de referir que a aquisição do controlo da CIMPOR permite o seu acesso a mercados maduros e a mercados com elevado potencial de crescimento para salientar que a mesma *“permitirá consolidar a sua presença em mercados maduros e em mercados com elevado potencial de crescimento”*. A CSN esclarece ainda que a CIMPOR *“irá beneficiar da inserção num grande grupo industrial com escala global e um portfólio com elevado potencial de crescimento [...]”*, nos demais países em que a CIMPOR actua (para além do Brasil).

Não obstante as modificações introduzidas pela CSN, continua a haver uma indefinição e falta de clareza relativamente à estratégia da CSN para a CIMPOR, em caso de sucesso da Oferta. Em particular, continua a não ser especificada a forma pela qual a CIMPOR se tornará no quinto maior produtor global de cimento, com a discriminação dos países em que a CSN pretende reforçar a actual presença da CIMPOR ou das novas geografias em que CSN considera que a CIMPOR deve entrar. Acresce que não é explicitado se se tratará de um crescimento orgânico ou por via aquisitiva, os quais têm naturalmente implicações diferentes para as actuais operações da CIMPOR.

Tendo em conta que a CSN não concretiza a sua estratégia relativamente à presença geográfica da CIMPOR, continua a não existir um compromisso claro de manutenção do perímetro actual de negócios e activos da Empresa.

No que respeita à integração entre as actividades actuais da CSN e da CIMPOR, o Oferente efectuou nos Documentos da Oferta uma revisão de intenções anteriormente expressas de aproveitamento da presença da CIMPOR em geografias em que o Grupo CSN não está actualmente presente. A nova versão continua a ser muito pouco clara quanto à integração entre os dois grupos. Existem indicações genéricas de que a CSN pretenderá manter a autonomia operacional e estratégica da CIMPOR, as quais são no entanto complementadas com outras declarações com carácter vago quanto aos méritos da junção de esforços do negócio industrial global da CSN com o negócio da CIMPOR. A versão actual da visão da CSN quanto a estas matérias é por isso difusa e não permite perceber as suas reais intenções ou planos.

Na medida em que não é possível formar uma opinião clara e definitiva quanto à estratégia da CSN para a CIMPOR, o Conselho de Administração continua a considerar que não existe um potencial claro ou evidente de criação de valor adicional com a realização desta transacção. É igualmente de referir que a CSN continua a não divulgar o valor das sinergias ou de qualquer outro valor adicional que possa ser criado com a transacção, o que tende a confirmar o entendimento anterior.

A CSN não tem experiência significativa na indústria do cimento no Brasil ou como uma empresa internacional de cimentos, não tendo nunca gerido um negócio de cimento com a dimensão da CIMPOR, nem apresenta quaisquer vantagens competitivas no mercado global de cimento. **A conjugação desse facto com a falta de clareza da estratégia preconizada pela CSN leva o Conselho de Administração da CIMPOR a não poder afastar a possibilidade de as operações actuais da CIMPOR virem a ser prejudicadas com a realização desta transacção.**

6.2. Estrutura de financiamento da Oferta e impacto na CIMPOR

A informação divulgada pela CSN nos Documentos da Oferta acerca da estrutura de financiamento dos montantes necessários para a aquisição confirma o entendimento inicial do Conselho de Administração da CIMPOR (que no relatório anterior se baseava em informação extremamente limitada) de que a Oferta é financiada com recurso a endividamento.

Embora a CSN não apresente detalhadamente o conjunto das condições do financiamento que terá sido negociado com o consórcio bancário composto pelo Banco Itaú BBA S.A., pelo Banco Bradesco e pelo Banco do Brasil, S.A., o Oferente divulga que se tratará de um financiamento com um prazo de reembolso de 3 anos, *“podendo no entanto haver um refinanciamento por um prazo adicional dependendo das condições de mercado que se verificarem”*.

A CSN refere ainda que *“o financiamento da Oferta não depende da libertação crescente de fundos pela CIMPOR para os seus accionistas”*, embora não resulte claro que o cumprimento do serviço dessa dívida não esteja sujeito a essa crescente

libertação de fundos por parte da CIMPOR, nomeadamente pela não formulação de política de dividendos da CSN para a CIMPOR.

Atendendo aos objectivos ambiciosos da CSN para a CIMPOR - em particular, o objectivo de a tornar no quinto maior produtor mundial de cimento -, que só poderão ser atingidos com um esforço financeiro considerável quer da Empresa, quer dos seus Accionistas, e considerando também o prazo relativamente curto do financiamento (3 anos, passíveis de refinanciamento, dependendo das condições de mercado que se verifiquem), é difícil admitir que esta estrutura alavancada não afecte o desenvolvimento futuro da CIMPOR. Com efeito, fica a dúvida se a necessária capitalização da CIMPOR seria efectuada pela CSN através de aumentos de capital nesta sociedade, tendo em conta que o recurso a endividamento adicional neste Grupo teria implicações ainda mais negativas na sua estrutura de capital.

A este respeito, é também relevante reiterar que, desde a data do Anúncio Preliminar da Oferta divulgado pela CSN, as agências de *rating* começaram de imediato a incorporar o risco desta transacção ser bem sucedida. Nesse contexto, a CIMPOR foi colocada sob observação com implicações negativas pela Standard & Poor's ('CreditWatch'), principalmente porque uma eventual aquisição por uma sociedade de *rating* inferior, como é a CSN, implicaria uma descida da nota de *rating* da CIMPOR, com as consequentes restrições significativas ao financiamento que a CIMPOR enfrentaria.

As agências de *rating* colocaram igualmente a CSN sob observação com implicações negativas, devido à dimensão significativa da aquisição e tendo em conta o balanço e recursos da CSN. Mais recentemente, alguns analistas de mercado expressaram também alguma preocupação com a estrutura financeira do Grupo CSN em caso de eventual sucesso da Oferta.

No sentido de se aferir o impacto significativo desta situação na CIMPOR, é de referir que um *downgrade* do *rating* da CIMPOR poderá, só por si, implicar um acréscimo significativo do seu custo de financiamento - a título de exemplo, note-se que a aplicação de um aumento de *spread* de 150 b.p. a uma dívida bruta de 2,1 mil milhões de euros corresponderia a um encargo anual adicional superior a 30 milhões de euros.

Como referido na secção 2.5. deste Relatório, algumas empresas subsidiárias da CIMPOR têm contratos de financiamento que incorporam cláusulas de mudança de controlo, as quais deixaram de ser consideradas relevantes pelo Oferente para efeitos da revisão ou revogação da Oferta nos termos do art. 128.º do Cód.VM.

É no entanto relevante referir que a CSN não divulga qualquer informação que permita concluir que o eventual refinanciamento destes contratos, em virtude da aplicação destas cláusulas, se encontra assegurado junto do sindicato bancário que financia a aquisição, ao contrário do que é usual na montagem de operações de fusões e aquisições com estas características. É assim extremamente provável que a CIMPOR venha a incorrer num risco significativo de refinanciamento desses contratos, caso a Oferta tenha sucesso, num

contexto ainda adverso dos mercados financeiros e num cenário em que o seu *rating* de crédito sofre um *downgrade* substancial, conforme anteriormente referido.

Neste contexto, e com a informação disponível sobre a estrutura de financiamento da aquisição, o Conselho de Administração continua a considerar que a estrutura financeira da CIMPOR pode vir a ser afectada de forma muito significativa, podendo pôr em causa a sua capacidade futura para:

- (i) investir no crescimento orgânico do seu negócio;
- (ii) realizar investimentos de suporte aos níveis de eficiência produtiva e de desenvolvimento das suas operações; e
- (iii) concretizar aquisições estratégicas em novos mercados.

Estas implicações na Oferta são inconsistentes com os objectivos ambiciosos da CSN para a CIMPOR, designadamente os de a tornar no quinto maior produtor mundial de cimento e número um em termos de rentabilidade.

6.3. Impacto do perfil da CSN nos outros *stakeholders* da CIMPOR

A CIMPOR é um importante *player* multinacional na indústria global do cimento, com sede em Portugal, sendo nesse contexto uma das referências empresariais do país. Uma das principais preocupações da CIMPOR é assegurar o cumprimento das normas legais e regulamentares dos mercados onde está presente e conduzir o seu negócio de acordo com princípios de integridade, através de uma comunicação franca e aberta com os trabalhadores e restantes *stakeholders*, de forma consentânea com a sua posição de referência na economia Portuguesa.

A matriz Portuguesa da CIMPOR tem naturalmente impacto na estrutura de *stakeholders* da Empresa, tendo em conta que a sua orientação estratégica é determinada em Portugal. Tal é consubstanciado na existência de uma estrutura específica e significativa de *stakeholders* locais, envolvendo desde logo os relacionados com o fornecimento de serviços de alto valor acrescentado de apoio à tomada de decisões estratégicas, como os de consultoria ou tecnologias de informação ou ainda alguns fornecedores de equipamento específico. Esta estrutura de *stakeholders* é naturalmente complementada com a inserção da CIMPOR na sociedade Portuguesa, com políticas específicas e significativas de sustentabilidade e de responsabilidade social, como aliás é prática generalizada da CIMPOR em todas as geografias em que opera.

Como anteriormente referido, a CIMPOR tem uma estratégia de claro enfoque na produção de cimento, não apostando numa diversificação horizontal ou vertical, excepto em casos muito específicos em que essa diversificação acrescenta valor à sua actividade nuclear. A estratégia da CIMPOR consubstancia, desta forma, um modelo de actividade focado e fundamentado nos vários mercados em que actua em parcerias sólidas locais com clientes,

fornecedores e com as comunidades em geral, com o conseqüente conjunto, também ele significativo, de *stakeholders* locais.

Como exposto nos Documentos da Oferta, o Grupo CSN é um conglomerado com um nível significativo de diversificação e com um modelo de negócio integrado. A CSN desenvolve várias actividades que asseguram a sua auto-suficiência enquanto produtor de aço, como a presença em activos logísticos estratégicos, em activos de produção de energia eléctrica ou em sectores de mineração a montante. O Grupo CSN é pois um grupo Brasileiro com uma estrutura de *stakeholders* bastante complexa e variada, atendendo às várias actividades desenvolvidas.

Nos Documentos da Oferta, a CSN incluiu duas referências explícitas, anteriormente inexistentes, ao conjunto dos *stakeholders* da CIMPOR, afirmando que a estratégia preconizada contribuirá para “*a criação de valor para os seus accionistas e stakeholders em geral*” e uma referência a que “*os planos para a CIMPOR contemplam uma continuidade da missão, visão e valores actuais da empresa, quer no que respeita aos seus principais stakeholders, quer no que respeita a políticas de qualidade e responsabilidade social*”.

Não se pondo em causa o teor destas afirmações, apesar das mesmas não se encontrarem concretizadas, é inegável que a estrutura actual dos *stakeholders* da CIMPOR sofreria uma alteração muito significativa com a aquisição do controlo pelo Grupo CSN. O sucesso da Oferta transferiria, de forma clara, o controlo sobre a determinação da orientação estratégica futura da CIMPOR para a CSN, que passaria a ser o seu único accionista de controlo. A eventual inserção da CIMPOR no Grupo CSN implicaria igualmente que os actuais *stakeholders* da CSN passariam a ser parte interessada no futuro da CIMPOR, com o peso específico de serem os *stakeholders* do novo accionista de controlo.

O Conselho de Administração da CIMPOR não vê neste contexto razões para alterar o seu entendimento inicial de que os actuais *stakeholders* da Empresa serão afectados com a transacção. Os aspectos anteriormente mencionados afectarão de forma significativa a identidade Portuguesa da CIMPOR, a qual não depende apenas da titularidade dos órgãos de administração da Empresa, mas sobretudo da sua orientação estratégica e da sua estrutura de *stakeholders*.

Não é possível avaliar a extensão real desta alteração, tendo em conta que, como anteriormente referido, continua a existir uma grande indefinição e falta de clareza na estratégia preconizada pelo Grupo CSN. No que respeita aos *stakeholders* da CIMPOR, esta indefinição da estratégia para a CIMPOR é também relevante, atendendo aos modelos distintos de desenvolvimento dos dois grupos - diversificação *versus* enfoque na actividade *core*.


Com os limites que decorrem da falta de informação anteriormente referida, o Conselho de Administração da CIMPOR continua desta forma a identificar os seguintes impactos potenciais ou riscos para os outros *stakeholders* da Empresa:

- Trabalhadores - Nos Documentos da Oferta, a CSN manteve a referência de que não prevê alterações na política geral de recursos humanos da Empresa, tendo adicionado a intenção de apostar “*na formação e qualificação profissional dos seus trabalhadores, com uma política adaptada à realidade local de cada país em que a empresa esteja presente*”. No entanto, a CSN também continua a declarar o seu empenho “*em desenvolver a actividade da CIMPOR, mantendo ou reforçando a optimização dos processos produtivos e da respectiva organização, com o objectivo de reforçar a rentabilidade dos recursos*”. Esta declaração poderá ser contraditória com a primeira, na medida em que a optimização organizacional poderá conduzir a uma deslocalização de plataformas comuns para o Brasil. A referência que a CSN faz à optimização dos processos produtivos é igualmente pouco clara e levanta a dúvida sobre quais as intenções da CSN para os trabalhadores da área industrial da CIMPOR, em particular no Brasil, dado ser esse o único mercado onde a CSN também detém uma operação no sector do cimento.
- Clientes - Como referido anteriormente, apesar das alterações introduzidas pela CSN quanto à forma de integração entre as operações da CIMPOR e da CSN, continuam a não ser claros os seus planos nesta vertente. Caso esses planos incluam alguma forma de integração de equipas comerciais da CIMPOR numa lógica de funcionamento mais integrada no Grupo CSN, poderá haver um prejuízo para os actuais clientes da CIMPOR.
- Fornecedores - A CIMPOR tem uma relação privilegiada com os seus fornecedores em todos os mercados externos e também em Portugal, onde está sediada. A questão anteriormente levantada sobre uma eventual integração das plataformas comuns entre os dois grupos pode também ser relevante para os fornecedores da CIMPOR. A eventual centralização no Brasil de parte significativa das plataformas comuns pode implicar alterações significativas na estrutura dos fornecedores actuais da Empresa. Naturalmente, são de destacar a este respeito os fornecedores de serviços de alto valor acrescentado, como os de consultoria ou tecnologias de informação, bem como alguns fornecedores de equipamento, que têm até ao momento uma grande componente de empresas Portuguesas.
- Outras partes interessadas na CIMPOR - Conforme foi anteriormente referido, caso a Oferta seja bem sucedida, as agências de *rating* poderão reduzir a actual notação de risco de crédito da CIMPOR, o que afectaria significativamente os actuais financiadores da empresa.

Por último, os termos da Oferta continuam a mencionar uma possível saída da Bolsa de Valores, designadamente, no caso de o Oferente alcançar, em resultado da Oferta, mais de 90% dos direitos de voto da CIMPOR calculados nos termos do art. 20.º do Cód.VM. Nos Documentos da Oferta, a CSN informa também que, caso recorra a esse mecanismo, “*promoverá a admissão à cotação das acções representativas do capital social da Sociedade Visada*”, uma vez decorrido o prazo de um ano contado da exclusão de negociação e “*quando as condições de mercado o justificarem*”. Esta referência contém algumas diferenças face à constante do projecto de prospecto de 30 de Dezembro, na medida em

que nesse documento a CSN admitia a possibilidade da readmissão sem assumir qualquer compromisso.

Como referido na versão anterior deste relatório, a CIMPOR é uma referência na Bolsa de Valores Portuguesa, dada a sua dimensão e o facto de ser a única empresa cotada exclusivamente dedicada ao sector dos materiais de construção. A saída da CIMPOR da Bolsa Portuguesa iria introduzir um ponto fraco no mercado de capitais Português e limitar a capacidade de diversificação dos investidores em Portugal.



**7. Intenções dos Membros do Conselho de
Administração da CIMPOR em relação à
aceitação da Oferta**

A tabela que se segue apresenta as posições accionistas de cada um dos membros do Conselho de Administração da CIMPOR que detêm acções da Empresa:

Membros do Conselho de Administração que detêm acções CIMPOR	Nº de acções detidas (*)
Prof. Eng. Ricardo Manuel Simões Bayão Horta	106.550
Dr. Luís Eduardo da Silva Barbosa	3.820
Dr. Vicente Árias Mosquera	2.200
José Manuel Baptista Fino	1.050
Dr. José Enrique Freire Arteta	1.130
Eng. Luís Filipe Sequeira Martins	67.860
Dr. António Carlos Custódio de Moraes Varela	25.000
Dr. Manuel Luís Barata de Faria Blanc	216.860
Eng. Pedro Manuel Abecassis Empis	500

(*) À data de 3 de Fevereiro de 2010.

Na reunião do Conselho de Administração da CIMPOR realizada no dia 3 de Fevereiro de 2010, cada um dos membros acima identificados, que detêm acções CIMPOR, manifestou a sua intenção de não aceitar a Oferta e, nessa medida, manter a totalidade das acções que actualmente detém.

Aviso Legal

Este Relatório contém previsões (“Previsões”) e declarações relativas ao futuro (“*forward looking statements*” ou “Declarações”). Essas Previsões e Declarações incluem matérias que não constituem factos históricos, incluindo entre outras: (i) afirmações sobre as intenções do Conselho de Administração ou da CIMPOR; (ii) opiniões ou expectativas actuais relativas, nomeadamente, aos resultados operacionais da CIMPOR, às condições financeiras, liquidez, custos, perspectivas, crescimento, estratégia, planos, eficiências operacionais, situação concorrencial, objectivos de gestão, ao sector no qual a CIMPOR opera e outras matérias; (iii) informações ou declarações relativas a possíveis desvantagens da Oferta; e (iv) declarações precedidas, seguidas de ou que incluem os termos “acredita”, “considera”, “entende”, “espera”, “antecipa”, “tenciona”, “está confiante”, “planeia”, “estima”, “pode”, “poderá”, “poderia”, ou através da utilização na negativa desta terminologia ou de expressões semelhantes.

Em acréscimo, refira-se que, por natureza, as Previsões e as Declarações implicam riscos e incertezas porque dizem respeito a eventos, e dependem de circunstâncias, que podem, ou não, ocorrer no futuro. Assim, o Conselho de Administração avisa os investidores, em geral, e os Accionistas da CIMPOR, em particular, de que as Previsões e as Declarações, apesar de terem sido elaboradas com base no seu melhor conhecimento e convicção e, bem assim, com base na informação disponível à data em que as mesmas foram preparadas, não constituem garantias de desempenho, podendo os resultados efectivos diferir substancialmente daqueles, expressa ou implicitamente, contidos neste Relatório. Adicionalmente, mesmo que aqueles resultados estejam de acordo com as Previsões e Declarações contidas neste Relatório, esses resultados ou desenvolvimentos podem não ser indicativos de resultados ou desenvolvimentos em períodos futuros.

A CIMPOR não tem a obrigação de actualizar ou de divulgar qualquer revisão das Previsões e Declarações contidas neste Relatório de modo a reflectir quaisquer eventos ou circunstâncias efectivos após a presente data.

Este Relatório não esgota toda a informação prestada ao mercado sobre a CIMPOR pelo que se recomenda aos investidores, em geral, e aos Accionistas da CIMPOR, em particular, que consultem *press releases* anteriores, publicações e informação financeira divulgados pela CIMPOR e disponibilizados em www.cimpor.com.

Quaisquer dos seguintes factores importantes, poderão, entre outros, determinar que os resultados da CIMPOR divirjam relativamente a quaisquer resultados por si previstos, esperados ou estimados em quaisquer Previsões ou Declarações:

- Alterações adversas relevantes nas condições económicas nos mercados relevantes;
- Riscos e incertezas relacionadas com a regulação nacional ou supranacional;
- Desenvolvimento e marketing de novos produtos e aceitação pelo mercado de tais produtos e, bem assim, desenvolvimento da indústria e dos mercados nos quais a CIMPOR opera; e
- Resolução adversa de questões objecto de litígio.

Certas afirmações constantes deste Relatório reflectem os pontos de vista ou opiniões do Conselho de Administração da CIMPOR e não factos tangíveis. O direito português aplicar-se-á a este Relatório e a todo o seu conteúdo.

Anexo

Bases de cálculo e Fontes de Informação

Anexo - Bases de cálculo e Fontes de Informação

1. Geral

Excepto referência em contrário, neste documento:

- 1.1. os preços das acções têm como fonte a Bloomberg
- 1.2. a informação financeira relativa à CIMPOR incluída neste documento foi fornecida pela Empresa, retirada dos respectivos Relatórios e Contas consolidados para os períodos relevantes e de outros documentos tornados públicos pela Empresa
- 1.3. a informação financeira relativa à Heidelberg Cement, Cemex, Holcim e Lafarge incluída neste documento tem como fonte o Exane BNP Paribas
- 1.4. a informação relativa ao enquadramento estratégico, actividade operacional e posição de mercado da CIMPOR, tem como base os Relatórios e Contas consolidados e outros documentos tornados públicos pela Empresa, informação interna e diversa informação disponível no mercado sobre o sector cimenteiro
- 1.5. a informação relativa à Oferta da CSN baseia-se no Anúncio Preliminar, nos projectos de prospecto e de anúncio de lançamento recebidos a 30 de Dezembro de 2009 e nos Documentos da Oferta divulgados a 27 de Janeiro de 2010
- 1.6. O *Enterprise Value* é definido como:
 - A capitalização bolsista;
 - Adicionado (i) da dívida financeira líquida reportada à data mais recente (eventualmente recalculada de forma a reflectir eventos mais recentes); (ii) das responsabilidades para com o fundo de pensões e (iii) dos interesses minoritários;
 - Deduzido de activos financeiros (tais como empresas associadas, participações não consolidadas, e outros investimentos financeiros).

2. Referências por capítulo

“Porque devem os Accionistas da CIMPOR rejeitar a Oferta da CSN”

Crescimento esperado no volume de procura de cimento nos mercados emergentes

Os mercados emergentes onde a CIMPOR opera incluem: Marrocos, Tunísia, Egipto, Turquia, Brasil, Moçambique, África do Sul, China e Índia. O consumo de cimento estimado para 2009E e 2010E resulta do *consensus* dos seguintes analistas:

- Marrocos: ING (01/11/2009) e African Alliance (07/12/2009);
- Tunísia: J.P.Morgan (08/09/2009)
- Egipto: CI Capital Research (03/12/2009), Credit Suisse (13/01/2010), ING (01/11/2009) e African Alliance (07/12/2009);
- Turquia: Credit Suisse (13/01/2010) e ING (01/11/2009);
- Brasil: Credit Suisse (13/01/2010) e ING (01/11/2009);
- Moçambique: HSBC (29/09/2009)

- África do Sul: ING (01/11/2009) e African Alliance (07/12/2009);
- China: Credit Suisse (13/01/2010), ING (01/11/2009), Nomura (27/11/2009) e Exane BNP Paribas (22/01/2010);
- Índia: Prabhudas Lilladher (01/12/2009), Credit Suisse (13/01/2010) e ING (01/11/2009).

Capítulo 2.2.

Estrutura accionista* da CIMPOR e do BPI à data da divulgação dos respectivos anúncios de lançamento:

Estrutura accionista da CIMPOR a 27-Jan-2010		
Accionistas	# acções	% capital
Teixeira Duarte, SGPS, S.A.	153.932.443	22,9%
Lafarge, S.A.	116.089.705	17,3%
Manuel Fino, SGPS, S.A.	71.735.960	10,7%
Banco Comercial Português, S.A. (BCP) e Fundo de Pensões do BCP	67.474.186	10,0%
Caixa Geral de Depósitos, S.A.	64.574.109	9,6%
Bipadosa, S.A.	43.400.520	6,5%
Sr. Tenente Coronel Luís Augusto da Silva	27.207.424	4,0%
Acções próprias	7.974.587	1,2%
Outros não identificados	119.611.066	17,8%
Total	672.000.000	100,0%

Estrutura accionista do BPI a 05-Abr-2007		
Accionistas	# acções	% capital
Grupo La Caixa	190.000.268	25,00%
Grupo Itaú	133.000.000	17,50%
Grupo Allianz	68.043.398	9,00%
Banco Santander Central Hispano	309.672	0,00%
Grupo BCP	92.189.072	12,10%
Deutsche Bank	23.800.244	3,10%
Arsopi	22.293.049	2,90%
HVF SGPS, S.A.	21.681.062	2,90%
Castlerigg Master Investments Ltd.	15.650.514	2,10%
Acções próprias	10.606.997	1,40%
Outros não identificados	182.425.724	24,00%
Total	760.000.000	100,0%

* Com base em informação pública

“Porque devem os Accionistas da CIMPOR rejeitar a Oferta da CSN”

e

Capítulo 3.1.

Prémio médio verificado nas Ofertas Públicas de Aquisição não solicitadas entre 2003-2009

O prémio médio verificado nas Ofertas Públicas de Aquisição não solicitadas foi determinado com base numa amostra de ofertas com sucesso lançadas desde 2002 com um valor superior a €500M. Em cada uma das transacções, foi retirado o prémio sobre o preço médio dos últimos 3 meses em conformidade com o prospecto da oferta.

A tabela em baixo apresenta a lista de ofertas consideradas na amostra:

Alvo	Adquirente	Data
Centerpulse	Zimmer Holdings	20-Mai-03
Pechiney	Alcan	07-Jul-03
Aventis	Sanofi-Synthelabo	26-Jan-04
Canary Wharf	Songbird (Funds)	16-Abr-04
Novar	Honeywell Int'l	13-Dez-04
Kidde	United Techno.	16-Dez-04
BPB	Saint Gobain	21-Jul-05
Antonveneta	ABN AMRO	26-Set-05
P&O	DP World	29-Nov-05
Arcelor	Mittal Steel	27-Jan-06
Pilkington	Nippon Sheet Glass	27-Fev-06
Schering	Bayer	22-Mar-06
Virgin Mobile	NTL	04-Abr-06
BAA	Ferrovial (consortium)	07-Abr-06
McCarthy & Stone	Funds	01-Ago-06
John Laing	Henderson Infrastructure	14-Set-06
Corus Group	Tata Group	05-Out-06
SIG Holding	Rank Group	19-Dez-06
REpower Systems	Suzlon Energy / Martifer Construções	09-Fev-07
Converium Holding	SCOR	18-Fev-07
Endesa	ENEL / Acciona	18-Mai-07
ABN Amro Holding	RBS / Fortis / BSCH	16-Jul-07
Resolution	Pearl Group	16-Nov-07
Stork NV	London Acquisition	28-Nov-07
Scottish & Newcastle	Heineken / Carlsberg	25-Jan-08
Expro International	Umbrella Stream	17-Abr-08
Taylor Nelson Sofres	WPP	09-Jul-08
Continental AG	Schaeffler KG	15-Jul-08
Cadbury	Kraft	07-Set-09

Capítulo 3.2.

Análise histórica de múltiplos EV/EBITDA *forward* da CIMPOR vs. as Top 4 e empresas cimenteiras de média capitalização

Os múltiplos *forward* da CIMPOR e das Empresas Comparáveis foram calculados semanalmente durante os últimos 10 anos. O EV foi calculado de acordo com a metodologia descrita em baixo para a Cimpdor. O EBITDA considerado resulta do *consensus* IBES para o EBITDA nos 12 meses seguintes (Fonte: Datastream).

As Empresas Comparáveis (Top4) incluem a Heidelberg Cement, a Cemex, a Holcim e a Lafarge que são as que apresentam maior similitude com a CIMPOR.

As empresas cimenteiras de média capitalização incluem a Italcementi, a Titan Cement e a Buzzi Unicem.

Múltiplos EV/EBITDA implícitos na Oferta da CSN vs. Múltiplos EV/EBITDA das Empresas Comparáveis

Na CIMPOR, os múltiplos EV/EBITDA 2009E e 2010E foram calculados através do quociente entre o *Enterprise Value* (ver definição em baixo) e o EBITDA médio estimado pelos analistas de mercado.

O *Enterprise Value* é definido como:

- A capitalização bolsista (€3.818m) da CIMPOR implícita no Preço da Oferta da CSN (€5,75) e do número de acções (672 milhões) excluindo as acções próprias (8 milhões);
- Adicionado (i) da dívida financeira líquida reportada mais recente; (ii) das responsabilidades para com o fundo de pensões e (iii) dos interesses minoritários;

- Deduzido de activos financeiros (tais como empresas associadas, participações não consolidadas, e outros investimentos financeiros).

A tabela em baixo apresenta o detalhe do cálculo do EV implícito na oferta da CSN:

Enterprise Value @ 5,75	5.738	
Capitalização bolsista @ €5,75	3.818	€5,75 * 664.000.000 acções
Dívida líquida 30/09/2009	1.810	Cimpor relatório Set-09 Pág. 5
Resp. fundo de pensões liq. imposto	22	Cimpor relatório Set-09 Pág. 11, assumindo taxa de imposto de 26,5%
Interesses minoritários	183	Consensus dos analistas
Empresas associadas	(36)	Valor contabilístico Set-09
Outros investimentos	(11)	Valor contabilístico Set-09
Activos detidos para venda	(47)	Valor contabilístico Set-09

Esta metodologia resulta num *Enterprise Value* para a CIMPOR implícito na oferta da CSN de €5.738M.

O *consensus* dos analistas utilizado para determinar o valor dos interesses minoritários foi o seguinte:

- Exane BNP Paribas (29/01/2010)
- BPI (13/01/2010)
- Caixa (14/12/2009)
- Millennium (26/11/2009)

O EBITDA 2009E e 2010E da CIMPOR foi determinado com base no *consensus* dos analistas que apresentaram relatórios de *research* após a divulgação dos resultados do 3º trimestre:

Analista	Data	Estimativa EBITDA	
		2009E	2010E
Exane BNP Paribas	29-Jan-10	604	624
BPI	13-Jan-10	615	687
Santander	21-Dez-09	614	688
Millennium	18-Dez-09	589	625
Banif	16-Dez-09	607	644
Caixa	14-Dez-09	602	647
Espirito Santo	17-Nov-09	611	671
Média		606	655

Esta metodologia resulta num múltiplo EBITDA implícito de 9,5x para 2009E e de 8,8x para 2010E.

As Empresas Comparáveis consideradas são as 4 maiores empresas cimenteiras cotadas, nomeadamente, a Lafarge, a Holcim, a Cemex e a Heidelberg Cement. O *Enterprise value* das Empresas Comparáveis foi determinado com base na cotação média mensal a 28 de Janeiro de 2010 através da metodologia descrita anteriormente para a CIMPOR.

O EBITDA 2009E e 2010E baseia-se no *consensus* dos seguintes analistas:

- Lafarge: Exane BNP Paribas (23/11/2009), Davy (23/11/2009), UBS (10/11/2009), Natixis (09/11/2009), JPMorgan (06/11/2009), Citi (06/11/2009), Bank of America Merrill Lynch (06/11/2009), Credit Suisse (06/11/2009) and HSBC (06/11/2009);

- Holcim: Exane BNP Paribas (08/12/2009), Bank of America Merrill Lynch (11/11/2009), Credit Suisse (11/11/2009), Natixis (11/11/2009), JPMorgan (11/11/2009) and Deutsche Bank (11/11/2009);
- Cemex: Exane BNP Paribas (28/01/2010), UBS (27/01/2010), Citi (26/01/2010), Credit Suisse (27/01/2010) and Bank of America Merrill Lynch (27/01/2010);
- HeidelbergCement: Davy (03/12/2009), Bank of America Merrill Lynch (03/12/2009), Credit Suisse (26/11/2009), Morgan Stanley (13/11/2009), Exane BNP Paribas (10/11/2009), Natixis (06/11/2009), UniCredit (05/11/2009) and Citi (04/11/2009).

“Porque devem os Accionistas da CIMPOR rejeitar a Oferta da CSN”

e

Capítulo 3.3.

Transacções relevantes nas Indústrias Cimenteira, de Betão Pronto e Agregados

Os múltiplos da amostra de transacções relevantes foram calculados com base na metodologia descrita anteriormente para o cálculo do *Enterprise value*.

O EBITDA de referência é o EBITDA dos últimos 12 meses da empresa alvo de aquisição, quando disponível, ou o EBITDA do último ano completo reportado na data da aquisição.

“Porque devem os Accionistas da CIMPOR rejeitar a Oferta da CSN”

e

Capítulo 3.4

Total do EBITDA da CIMPOR, Heidelberg Cement, Holcim, Cemex e Lafarge (€M) 2007 - 2011E

Em 2007 e 2008, resulta da soma dos EBITDA reportados pelas empresas. Em 2009E e seguintes, resulta da soma dos EBITDA estimados pela Exane BNP Paribas. (Fonte: Exane BNP Paribas).

No caso da Cemex, cujas estimativas originais da Exane BNP Paribas são apresentadas em USD, foram utilizados os seguintes pressupostos relativamente às taxas de câmbio: 1,37 (2007); 1,47 (2008); 1,39 (2009 e seguintes).

No caso da Holcim, cujas estimativas originais da Exane BNP Paribas são apresentadas em CHF, foram utilizados os seguintes pressupostos relativamente às taxas de câmbio: 1,64 (2007); 1,59 (2008); 1,51 (2009 e seguintes).

As taxas de câmbio utilizadas correspondem à taxa de câmbio média disponibilizada pela Bloomberg para os anos de, respectivamente, 2007, 2008 e 2009. Em 2010E e 2011E, foi considerada a taxa média de 2009.

Índice de Materiais de Construção vs. Índice DJ Eurostoxx 600 01.01.07 - 31.12.09

Os índices Europe Building Materials e DJ Eurostoxx 600 foram retirados da Bloomberg. Os tickers correspondentes são, respectivamente, BEBULDM Index e SXXP Index.

Capítulo 4.4

Mercado maduros e mercados emergentes

A referência a países maduros, no contexto da CIMPOR, engloba os seguintes países: Portugal e Espanha.

A referência a países emergentes, no contexto da CIMPOR, engloba os seguintes países: Marrocos, Tunísia, Egípto, Turquia, Brasil, Moçambique, África do Sul, China, Índia e Cabo Verde.

“Porque devem os Accionistas da CIMPOR rejeitar a Oferta da CSN”

e

Capítulo 5.1.

Comparação da Margem EBITDA

A margem EBITDA resulta do quociente entre o EBITDA e o Volume de Negócios. Excepção feita à CIMPOR, o EBITDA de referência é recalculado de acordo com os critérios definidos pelo Exane BNP Paribas para a uniformização dos EBITDA. (Fonte: Exane BNP Paribas).

Comparação do ROCE

(Fonte: Exane BNP Paribas)

ROCE = quociente entre o EBIT (recalculado pela Exane BNP Paribas) após impostos (assumindo taxa de imposto sobre o rendimento standard) e o capital empregue do respectivo ano.

O Capital empregue é o valor contabilístico dos activos da empresa que geram *cash flow* operacional. É definido como imobilizado líquido tangível + imobilizado líquido intangível excluindo *goodwill* + *goodwill* bruto + fundo de maneió no final do ano. O Capital empregue é recalculado de forma a não apresentar enviesamentos decorrentes de aquisições não consolidadas durante os 12 meses do ano.

O ROCE inclui o *goodwill* bruto de forma a reflectir a rentabilidade industrial e de aquisições da empresa.

Comparação da Estrutura de Capital

A Dívida Líquida / EV resulta do quociente entre a Dívida Líquida e o *Enterprise value*. Excepção feita à CIMPOR, a Dívida Líquida de referência é recalculada de acordo com os critérios definidos pelo Exane BNP Paribas para a uniformização da Dívida Líquida. (Fonte: Exane BNP Paribas).

A Dívida Líquida / EBITDA resulta do quociente entre a Dívida Líquida e o EBITDA. Excepção feita à CIMPOR, a dívida líquida e o EBITDA são recalculados com base nos critérios definidos pelo Exane BNP Paribas para a uniformização das rubricas financeiras. (Fonte: Exane BNP Paribas).

Comparação do Dividend yield

No caso da Cimpor, o *dividend yield* resulta do quociente entre o dividendo bruto gerado no ano e a cotação média da acção durante o período.

Nos restantes casos, o *dividend yield* resulta do quociente entre o dividendo líquido (excluindo impostos) gerado no ano e a cotação média da acção durante o período (Fonte: Exane BNP Paribas).

Comparação do Retorno Total para o Accionista

Retorno total anual bruto = Taxa de retorno anual calculada numa base mensal, considerando (i) a variação do preço das acções entre 31.12.04 e 17.12.09; (ii) os dividendos distribuídos anualmente (considerados em Maio) e (iii) o efeito de diluição dos aumentos de capital (considerando o exercício da totalidade dos direitos).

O efeito de diluição considerado baseia-se na informação disponibilizada pela Bloomberg.

Glossário

Bloomberg e Datastream - base de dados financeiros

Capitalização Bolsista - corresponde ao valor dos capitais accionistas de uma empresa sendo obtido através da multiplicação do número de acções emitidas pelo preço actual das mesmas

Volume de Negócios - Valor das receitas operacionais de uma empresa obtida através da soma das receitas provenientes da Venda de Produtos e das receitas provenientes de Prestações de Serviços

EBITDA - “*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortizations*” - Lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações

EBIT - “*Earnings Before Interest and Tax*” - Lucros antes de juros e impostos. É obtido através da subtracção das amortizações e depreciações ao EBITDA

EV - “*Enterprise Value*” - Terminologia utilizada para referenciar o valor de mercado dos activos de uma empresa

ROCE - “*Return on Capital Employed*” - Uma medida de análise do retorno sobre os capitais investidos numa empresa