

## **CORREÇÃO DE GRALHA NA ATUALIZAÇÃO DO RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO SOBRE A OFERTA DA INTERCEMENT (CAMARGO CORRÊA)**

Por se ter constatado uma gralha no diagrama da página 9 da versão portuguesa da *Atualização do Relatório do Conselho de Administração da Cimpor sobre a Oportunidade e as condições da Oferta da InterCement / Camargo Corrêa* (o texto mantém-se inalterado), procede-se à respetiva republicação. A versão em língua inglesa não necessita de correção.

Lisboa, 15 de maio de 2012



# ATUALIZAÇÃO DO RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA CIMPOR SOBRE A OPORTUNIDADE E AS CONDIÇÕES DA OFERTA DA INTERCEMENT (CAMARGO CORRÊA)

11 de maio de 2012

**CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.**

Sociedade Aberta

Sede: Rua Alexandre Herculano, no. 35, 1250-009 Lisboa, Portugal

Capital Social: € 672,000,000.00

T. +351 21 311 8100, Fax +351 21 356 1381

Pessoa Coletiva n.º: 500 722 900

Registada na Conservatória do Registo Comercial de Lisboa sob o mesmo número

# MENSAGEM AOS ACIONISTAS DA CIMPOR SOBRE A OFERTA DA INTERCEMENT (CAMARGO CORRÊA)

Caros Acionistas,

Na sequência de uma análise cuidada dos documentos da Oferta revistos, o vosso Conselho de Administração reconhece o esforço da Camargo Corrêa no sentido de responder a algumas das preocupações levantadas no nosso relatório de 13 de abril de 2012. No entanto, é nosso dever fiduciário dar-vos a conhecer que nem todas as nossas preocupações foram ultrapassadas e que foram identificados novos motivos de preocupação, que detalhamos neste Relatório, aprovado por unanimidade. Nesta mensagem sintetizamos as nossas principais conclusões.

O preço da Oferta não foi melhorado, continuando a subavaliar a Cimpor, o que não permite aos Acionistas nem beneficiar de um prémio de controlo adequado, em linha com referências de transações precedentes comparáveis, nem partilhar das significativas sinergias que decorrem da combinação de ativos apresentada nos Documentos da Oferta.

A Camargo Corrêa confirmou a intenção de, uma vez concluída a Oferta, promover uma permuta de ativos entre a InterCement e a Cimpor. Na sequência desta primeira permuta está prevista uma subsequente transmissão destes ativos para a Votorantim, em troca das ações Cimpor detidas por esta. Esta segunda permuta confere à Votorantim a opção de escolher entre alienar a sua participação na Oferta ou, em alternativa, trocar as suas ações por ativos, a um preço por determinar. Esta opção não é estendida a nenhum outro Acionista.

Na ausência de uma subida do preço da Oferta, o Conselho de Administração continua a não recomendar aos Acionistas a venda na mesma das suas ações, porquanto o preço é baixo e subavalia significativamente a Cimpor. No entanto, as preocupações anteriormente apresentadas e ainda subsistentes, em conjunto com as novas preocupações que decorrem da apreciação dos Documentos da Oferta, em particular no que respeita ao acordo com a Votorantim, e que se colocam quanto ao futuro da Sociedade após a Oferta descritas neste relatório, nomeadamente o desmembramento da Cimpor, impedem o Conselho de Administração de recomendar aos Acionistas a manutenção do seu investimento na Cimpor.

# RELATÓRIO ATUALIZADO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Relatório Atualizado do Conselho de Administração da  
CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. sobre a oportunidade e condições  
da Oferta Pública de Aquisição das respetivas ações previamente anunciada  
pela InterCement (Camargo Corrêa)

Nos termos e para os efeitos do n.º 1 do artigo 181.º do Cód. VM, 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 coletiva 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” ou a “Sociedade”), (i) depois de uma análise cuidada do projeto de prospeto revisto recebido a 4 de maio (em conjunto com o projeto de anúncio de lançamento, doravante designados por “Documentos da Oferta”), relativo à sobre oferta pública de aquisição das ações representativas do capital social da Cimpor não detidas pelo grupo Camargo Corrêa (a “Oferta” ou a “Oferta da Camargo Corrêa”), previamente anunciada por via do anúncio preliminar datado de 30 de março de 2012 (“Anúncio Preliminar”) que havia sido publicado pela InterCement Austria Holding GmbH, sociedade de direito austríaco, com sede na Hohenstaufengasse, número 10, 3.º andar, 1010 Viena, Áustria (a “Oferte” ou “InterCement”), integral e indiretamente detida pela Camargo Corrêa S.A., sociedade de direito brasileiro, com sede na Rua Funchal, 160 – Vila Olímpia, São Paulo, Brasil (“Camargo Corrêa”), e (ii) com vista a complementar o relatório divulgado pelo Conselho de Administração a 13 de abril (o “Relatório Inicial”) com base nos projetos de anúncio de lançamento e de prospeto recebidos a 5 de abril (os “Documentos da Oferta Iniciais”), vem, nos termos e para todos os efeitos legais, apresentar o presente relatório sobre a oportunidade e as condições da Oferta (o “Relatório”), o qual foi aprovado por unanimidade nas reuniões do Conselho de Administração que teve lugar em 10 de maio de 2012, e onde os Senhores Administradores Albrecht Curt Reuter Domenech, José Edison Barros Franco, João José Belard da Fonseca Lopes Raimundo, Walter Schalka e Paulo Henrique de Oliveira Santos não estiveram presentes devido à existência efetiva ou eventual de conflitos de interesses atempadamente comunicados ao Senhor Presidente do Conselho de Administração, tendo António Carlos Custódio de Moraes Varela declarado concordar com o Relatório, entendendo, no entanto, que deveria ainda iniciar um diálogo com a Camargo Corrêa visando a criação de valor para todos os Acionistas.

# ÍNDICE

A. Análise dos Documentos da Oferta da InterCement	6
B. As Intenções dos Membros do Conselho de Administração da Cimpor sobre a Aceitação da Oferta	36
ANEXO - Bases de Cálculo e Fontes de Informação	39

# A. ANÁLISE DOS DOCUMENTOS DA OFERTA DA INTERCEMENT

## 1. Progressos e preocupações em aberto

O Conselho de Administração emitiu a 13 de abril o seu Relatório Inicial, com uma análise cuidada dos Documentos Iniciais da Oferta apresentados pela InterCement, sublinhando (i) o baixo preço da sua Oferta; (ii) a informação apresentada de forma insuficiente em relação a matérias centrais para a Sociedade e os seus Acionistas; e (iii) as principais preocupações a serem consideradas pelos investidores, colaboradores e outros *stakeholders* em relação ao futuro da Cimpor após a Oferta.

Em 4 de maio, a CMVM notificou a Cimpor de um projeto de prospeto revisto apresentado pela Oferente esclarecendo algumas das questões suscitadas pelo Conselho de Administração no seu Relatório Inicial. No seguimento de uma análise comparativa dos Documentos da Oferta por contraposição aos Documentos da Oferta Iniciais, o Conselho de Administração destaca o seguinte:

Aspectos Críticos	Documentos da Oferta Iniciais	Progressos na Sequência do Relatório Inicial	Preocupações em Aberto e Adicionais
Preço	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preço baixo e injustificado</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ausência de aumento de preço</li> <li>Nenhuma justificação adicional</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Um preço que subavalia significativamente a Cimpor</li> <li>Um preço que não paga um prémio de controlo</li> <li>Nenhuma quantificação de sinergias</li> </ul>
Planos Estratégicos e Impacto nos Stakeholders	<ul style="list-style-type: none"> <li>Planos estratégicos para a Cimpor e seus <i>stakeholders</i> vagamente descritos</li> <li>Confirmação preliminar do potencial de sinergias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mais informação em relação à transmissão de ativos para a Cimpor</li> <li>Informação sobre a possibilidade de acordo com a Votorantim após a Oferta, para o desmembramento da Cimpor através de um acordo de permuta de ativos</li> <li>Informação genérica referente à sede, aos trabalhadores, sinergias e governo da Sociedade</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Desequilíbrio do portfólio atual; aumento do risco</li> <li>Não especifica a estratégia para a Cimpor, caso não haja transação com a Votorantim</li> <li>Acordo com a Votorantim omissivo em relação à possibilidade de a mesma adquirir a participação da CGD</li> <li>Minorias: ausência de proteção; possível diluição</li> <li>Não se afastam a aquisição potestativa, nem a exclusão da negociação em mercado regulamentado</li> <li>Ausência de política de distribuição de dividendos ou de garantia de liquidez</li> </ul>
Políticas de Financiamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ausência de informação referente: <ul style="list-style-type: none"> <li>Ao refinanciamento de linhas de crédito com cláusulas de alteração de controlo;</li> <li>À descida de rating;</li> <li>Às alienações de ativos para reduzir o eventual aumento da alavancagem.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Declara estar preparada para corresponder aos compromissos resultantes de cláusulas de alteração de controlo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ausência de análise do impacto das questões de financiamento após a Oferta: descida de rating e eventual aumento dos custos de serviço da dívida</li> <li>Ausência de soluções em caso de aumento de alavancagem</li> </ul>
Bloco de Controlo Acionista	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ausência de informação sobre eventuais transações entre a Camargo Corrêa e outros Acionistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Intenção de celebrar um acordo parassocial com a Votorantim no contexto do acordo de permuta de ativos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Os Acionistas vendedores não beneficiam de uma avaliação independente</li> <li>Não há tratamento igualitário dos Acionistas</li> <li>Eventual criação de um bloco de controlo, que poderá despoletar uma oferta pública de aquisição obrigatória, implicando uma possível avaliação independente</li> </ul>

## 2. Planos estratégicos da Camargo Corrêa para a Cimpor

### 2.1. Progressos

Os Documentos da Oferta fornecem novas e positivas informações em relação aos planos estratégicos da Oferente para a Cimpor, em particular relativamente às intenções da Oferente quanto a:

- Criação do segundo maior produtor de cimento na América do Sul com a duplicação da capacidade de cimento no Brasil para 15,6 milhões de toneladas e garantia de posição de liderança de mercado na Argentina, com 8,0 milhões de toneladas.
- Preservação das atuais orientações estratégicas da Cimpor.
- Manutenção da sede social e do centro de decisão em Portugal.
- Manutenção de um grupo societário gerido de forma global e partilha de práticas operacionais, técnicas e de gestão, de forma a beneficiar de sinergias e eficiências operacionais ainda não quantificadas.
- Aplicação dos princípios gerais da sua política de recursos humanos, reconhecendo a grande valia dos recursos humanos da Cimpor, as suas capacidades de gestão e o conhecimento de mercados cimenteiros para implementação da estratégia geral do grupo resultante, favorecendo a utilização dos recursos humanos locais.

## 2.2. Reorganização futura ou Permuta de Ativos

A Oferente tenciona reorganizar as operações e a estrutura societária da Cimpor, evocando manter os seus objetivos estratégicos atuais, mas simultaneamente desequilibra o seu portfólio, enfraquecendo o seu modelo de negócio robusto e multiregional, pedra basilar do seu percurso bem sucedido.

Os planos da Oferente para a Cimpor são definidos com base num cenário posterior ao período da Oferta, assumindo que a Votorantim Cimentos, S.A. (“Votorantim”) decide vender as suas ações na Cimpor, nos seguintes termos:



- Uma transferência, pela Oferente para a Cimpor, das operações da Camargo Corrêa na América do Sul e em Angola, por troca com os ativos detidos pela Cimpor na China, Espanha (com exceção da Cimpor Inversiones S.A. e da Cimpor Sagesa<sup>1</sup>), Índia, Marrocos, Tunísia, Turquia e Peru (“Ativos a Transferir”), em conjunto com uma parcela equivalente a 21,21% da dívida líquida consolidada da Cimpor (“Primeira Permuta”).
- Uma transferência, pela Oferente para a Votorantim, dos ativos recebidos em virtude da Primeira Permuta, por troca com as ações detidas pela Votorantim na Cimpor (“Segunda Permuta”).
- No âmbito da dita proposta, os ativos a serem permutados (com exceção das ações detidas pela Votorantim na Cimpor) serão avaliados por bancos de investimento, não sendo claro quem, de entre a Cimpor, a Camargo Corrêa ou a Votorantim, selecionará os mesmos.

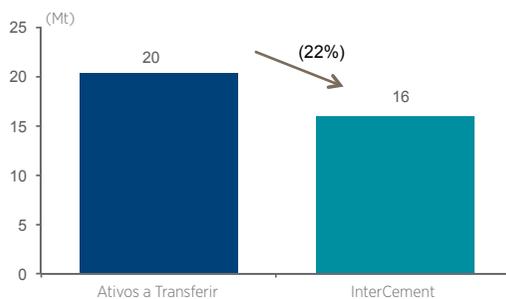
1 A incorporação da Cimpor Sagesa parecia mais natural que fosse efetuada com o titular dos ativos espanhóis uma vez que o principal objetivo desta sociedade é a prestação de serviços comuns às sociedades operacionais da Cimpor em Espanha.

- O valor dos ativos no âmbito da Primeira Permuta será a média das avaliações dos dois bancos de investimentos selecionados ou, na eventualidade de tais avaliações se distanciarem em mais de 10%, o valor será fixado em definitivo por um terceiro banco, dentro do intervalo das duas avaliações iniciais.

### Primeira Permuta

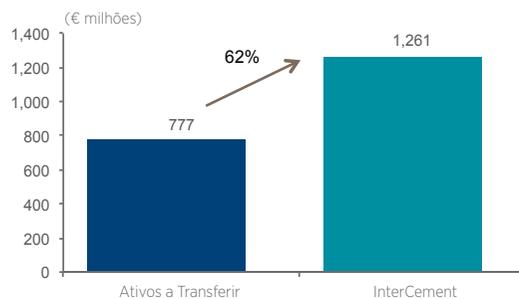
O Conselho de Administração considera que poderão existir diferenças significativas entre o valor dos Ativos a Transferir e os ativos da InterCement, decorrendo das diferenças operacionais substanciais entre os dois negócios em termos de capacidade de produção de cimento, vendas e EBITDA, entre outras. Adicionalmente, a Oferente também não apresenta qualquer informação detalhada sobre a dívida líquida que será transmitida no âmbito da InterCement.

#### CAPACIDADE INSTALADA (MT)

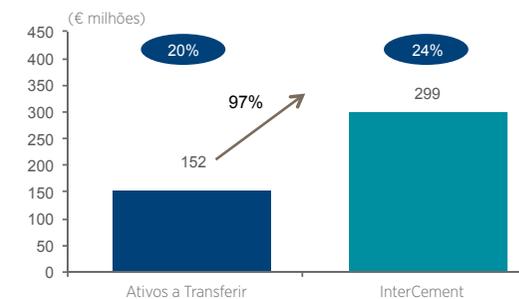


Fonte: Informação financeira publicada pelas Sociedades  
H: Histórico

#### VENDAS 2011H



#### 2011H EBITDA / EBITDA MARGENS



Os Documentos da Oferta não explicam como o mecanismo de equilíbrio entre os Ativos a Transferir e os ativos da InterCement será tratado (pagamentos compensatórios? maior alavancagem de ativos? manutenção de participações minoritárias?), pelo que consideramos que a Camargo Corrêa deverá clarificar os mecanismos compensatórios previstos para equilibrar divergências potenciais nas avaliações dos respetivos negócios.

## Segunda Permuta

A Segunda Permuta envolve a eventual transmissão dos Ativos a Transferir e 21,21% da Dívida Líquida da Cimpor para a Votorantim, por troca com a participação de 21,21% da Votorantim na Sociedade.

Para as ações detidas pela Votorantim na Cimpor é proposta uma avaliação ao preço da Oferta de 5,33 Euros por ação. Caso exista uma diferença entre o valor dos ativos e das ações a transferir, tal diferença será paga em dinheiro pela parte na permuta que receber o valor superior.

Com base no preço da Oferta a participação da Votorantim na Cimpor equivale a um *equity value* de 760 milhões de Euros. O presente valor é comparado com um *equity value* implícito de 1.268 milhões de Euros baseado no *Enterprise Value* correspondente ao consenso dos analistas para os Ativos a Transferir, ajustado da Dívida Líquida e dos interesses minoritários a 31 de março de 2012.

€ milhões	Santander 24-jan-12	BCP 24-fev-12	Espírito Santo 28-fev-12	BPI jan-12	Banif jul-11	Média
Espanha	308	470	406	266	691	428
Marrocos	289	283	245	275	280	274
Tunísia	203	225	199	196	154	195
Turquia	182	560	279	352	221	319
China	184	589	215	489	410	377
Índia	48	146	84	138	66	96
Peru	13	n.a.	n.a.	13	n.a.	13
<b>Soma das Partes dos Ativos a Transferir</b>	<b>1,225</b>	<b>2,273</b>	<b>1,428</b>	<b>1,729</b>	<b>1,822</b>	<b>1,703</b>
<b>EV / LTM EBITDA implícito (x)</b>	<b>8,1x</b>	<b>15,0x</b>	<b>9,4x</b>	<b>11,4x</b>	<b>12,0x</b>	<b>11,2x</b>
Dívida Financeira Líquida (21,2% de €1.585m, a 31 de março de 2012)						336
Pagamento do Dividendo (21,2% de €111m)						23
Valor Contabilístico dos Interesses Minoritários (a 31 de março de 2012)						75
<b>Equity Value</b>						<b>1,268</b>
<b>Equity Value da participação de 21,2% da Votorantim na Cimpor @ €5,33</b>						<b>760</b>
<b>Pagamento em Dinheiro à Camargo Corrêa</b>						<b>508</b>
<b>Valor por Ação<sup>(1)</sup></b>						<b>€0,8</b>

(1) Com base no número de ações emitidas ajustado pelo número de ações próprias (666m)

O Conselho de Administração faz notar que os Documentos da Oferta indicam uma eventual transferência em dinheiro de aproximadamente 508 milhões de Euros em relação à Segunda Permuta. Na eventualidade de um pagamento, este ocorreria fora da Oferta e após a mesma e o seu produto não seria atribuível a outros Acionistas que não a Camargo Corrêa.

### 2.3. Informação referente ao progresso das negociações

De acordo com a informação fornecida pela Oferente à Cimpor, a Votorantim “*informou a sua intenção de não vender a sua participação*” na Oferta. A Oferente também refere que, de acordo com as conversações tidas com aquela após o Anúncio Preliminar, acredita que será altamente provável a aceitação pela Votorantim da Segunda Permuta.

A este respeito, o Conselho de Administração não emitiu qualquer parecer nos termos do artigo 180(1)(a) do Cód. VM. (negociações fora de mercado após o Anúncio Preliminar).

Também é merecedor de nota o facto de nos Documentos da Oferta, a Oferente não analisar um cenário no qual a Votorantim aceita a Oferta, nem um cenário no qual a mesma não aceita a Segunda Permuta, uma vez que ambos são considerados como resultados improváveis por parte da Oferente.

Adicionalmente, não é feita qualquer referência nos Documentos da Oferta à possibilidade de a Votorantim exercer os seus direitos de preferência e adquirir a participação de 9,6% detida pela CGD.

### 3. Considerações estratégicas do Conselho de Administração da Cimpor

Conforme detalhado abaixo, o Conselho de Administração considera que as intenções da Oferente em relação à Cimpor representariam, se implementadas, uma grande recomposição do portfólio geográfico diversificado da Cimpor. Tal teria implicações significativas, em particular para aqueles Acionistas que optem por manter o investimento na Cimpor, os quais, contrariamente à Camargo Corrêa e Votorantim, não beneficiariam das Permutas de Ativos propostas:

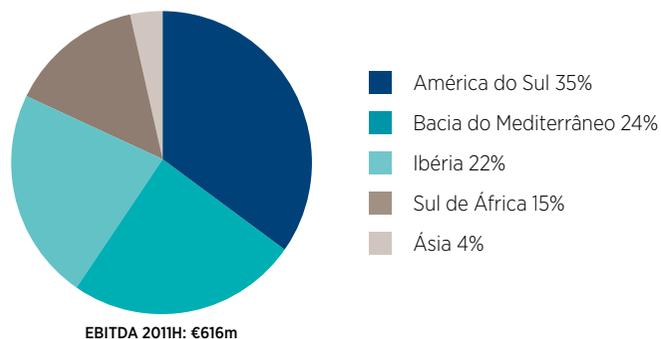
- Criação do segundo maior grupo cimenteiro no Brasil (duplicando a quota de mercado para 20%) e incorporação do líder de mercado na Argentina.
- Maior risco, dada a concentração acrescida num número reduzido de geografias, especialmente no Brasil, o que resultará numa Cimpor menos global e com menor grau de resiliência dos resultados.
- Descida provável da atual notação de crédito da Cimpor, inevitavelmente levando ao aumento dos custos de financiamento.
- Perdas de sinergias decorrentes da perda dos Ativos a Transferir.
- Risco acrescido de possíveis questões concorrenciais no Brasil provenientes da aquisição de controlo sobre a Cimpor pela Camargo Corrêa; no entanto, esse impacto poderia ser compensado pela diminuição do papel da Votorantim na Cimpor.
- Possibilidade de acordos com a Votorantim após a Oferta, que podem ser prejudiciais para as condições da Oferta e para o tratamento igualitário dos Acionistas, mesmo que possam desencadear uma oferta pública de aquisição obrigatória.
- A transação cria um bloco de controlo sem reforço das proteções dos Acionistas minoritários e sem o pagamento de um prémio de alteração de controlo.

### 3.1. Recomposição da plataforma geográfica

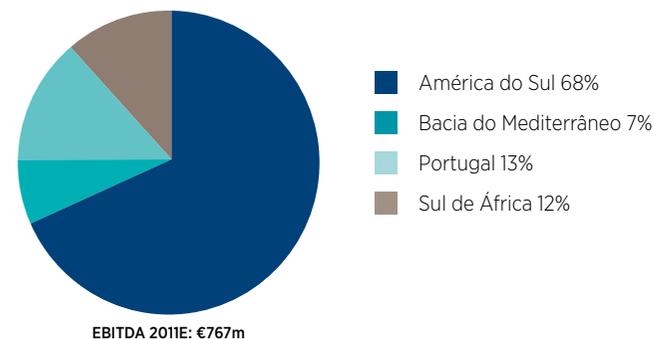
O Conselho de Administração considera que os planos da Oferente comprometem a estratégia de diversificação geográfica implementada de forma bem-sucedida pela Cimpor.

Tal reestruturação levaria à redução do número de países nos quais a Cimpor está presente de 13 para 9. Adicionalmente haveria lugar a uma maior concentração comercial da Cimpor na América do Sul, com cerca de 68% do EBITDA e 59% da capacidade de produção de cimento localizada nessa região, transformando a Cimpor de um grupo cimenteiro internacional equilibrado e diversificado numa cimenteira sul-americana com operações internacionais:

#### EBITDA 2011H DA CIMPOR



#### EBITDA 2011E PRO-FORMA DA CIMPOR

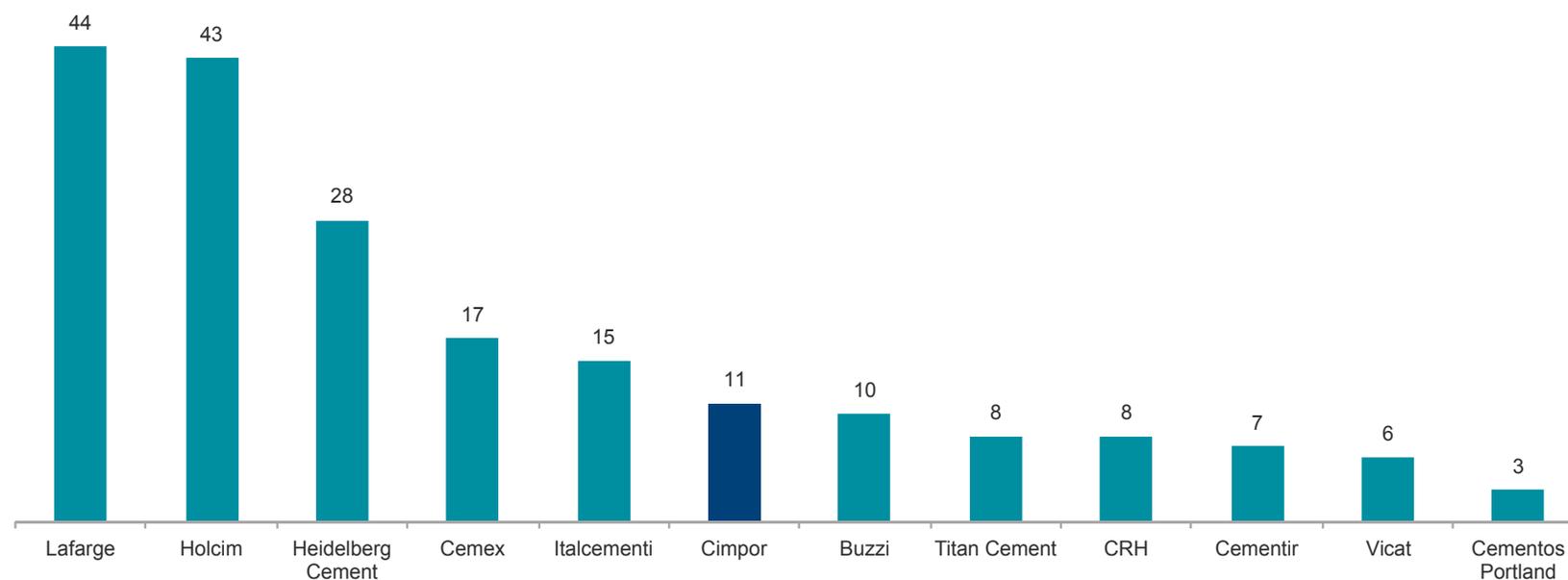


### 3.2. A concentração geográfica enfraquece a resiliência do Grupo aos riscos locais

O Conselho de Administração considera que, por força da redução do número de países emergentes nos quais a Cimpor está presente e da mais que duplicação da dimensão das suas operações no Brasil, o futuro potencial de crescimento da Cimpor estará mais dependente de dinâmicas regionais específicas, reduzindo

a resiliência global das receitas a riscos de mercado locais. A concentração geográfica progressiva seria uma alteração de estratégia substancial para a Cimpor, a qual prosseguiu até à data um modelo de crescimento diversificado e equilibrado, semelhante ao seguido pelo seu Grupo de Comparáveis:

### PRESENÇA DOS PEERS - PAÍSES COM FÁBRICAS DE CIMENTO



### 3.3. Impacto no rating e custo de financiamento

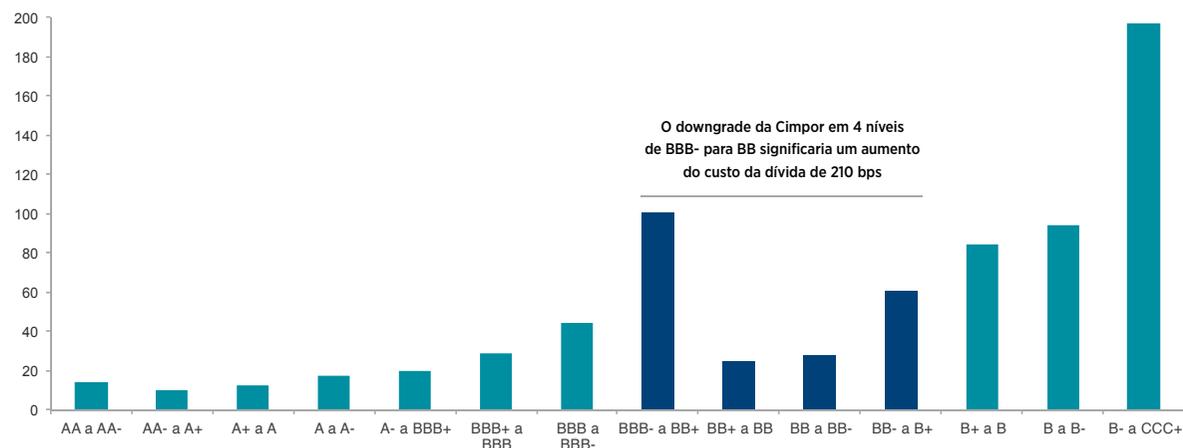
No seguimento do Anúncio Preliminar, as agências de notação de *rating*, nomeadamente a *Standard & Poor's* ("S&P") e a *Moody's Investors Service*, colocaram a *holding* do Grupo Camargo Corrêa, a Camargo Corrêa e a InterCement em *CreditWatch* com eventuais implicações negativas, incluindo a descida das suas notações em um ou dois níveis, por força do aumento de alavancagem resultante da aquisição da Cimpor.

A S&P considera atualmente a qualidade de crédito da Cimpor (BBB-) superior à da Camargo Corrêa (BB), com base em que a presença forte da Cimpor e as suas posições sólidas em mercados emergentes de baixo custo continuarão a suportar rácios de rentabilidade superiores do que os de outros grupos na indústria cimenteira. Na sequência do Anúncio Preliminar, a S&P também colocou a Cimpor em *CreditWatch* com implicações negativas, refletindo o alinhamento provável das notações de *rating* da Cimpor com os da Camargo Corrêa, no caso de a Oferta ser bem sucedida.

Adicionalmente, as agências de notação de crédito consideram a concentração geográfica como sendo uma fonte de risco potencial. Em consequência dos planos expostos pela Oferente, o Conselho de Administração considera que os mesmos irão aumentar a volatilidade dos resultados da Cimpor e que a diminuída presença global colocará pressão descendente sobre a notação de *rating investment grade* atual da Cimpor.

A eventual descida do *rating* da Cimpor terá significativas consequências negativas no custo de financiamento da Cimpor. Em particular, uma eventual passagem de *investment grade* para *non-investment grade*, de BBB- para B+ assumindo uma descida de *rating* de dois níveis na Camargo Corrêa após a aquisição da Cimpor, poderá resultar num aumento de cerca de 210 pontos base nos custos de financiamento da Sociedade suportados no período 2003-2011.

#### VARIAÇÃO NOS SPREADS DE EMISSÕES DE OBRIGAÇÕES ENTRE NOTAÇÃO DE RATING



Nota: Valores médios entre junho 2003 e janeiro 2011. Dados de 25 de janeiro de 2011. As médias face a cada índice foram calculadas numa base diária entre 23 de junho de 2003 e 25 de janeiro de 2011

Fonte: S&P Global Fixed Income Research

### 3.4. Perdas de sinergias resultantes dos Ativos a Transferir

As permutas de ativos previstas pela Oferente criarão perdas de sinergias operacionais no grupo resultante, que afetarão negativamente o desempenho da Sociedade e consequentemente implicarão perdas de valor para os Acionistas que mantenham o seu investimento. Estas incluem:

- Gestão Integrada da Ibéria: A venda dos Ativos a Transferir separará a gestão operacional comum referente a Portugal e Espanha, levando à perda de eficiências.
- Compras: A alienação dos Ativos a Transferir poderá reduzir poupanças de compras em grupo, as quais não seriam inteiramente compensadas pela entrada dos ativos da InterCement.
- Impostos: A transferência das operações na Turquia, Marrocos, Tunísia e Índia reduziria deduções fiscais de *goodwill*.
- Logística: A redução das eficiências gerais de *trading* e de logística poderá não ser compensada pela entrada dos ativos da InterCement.

### 3.5. Questões concorrenciais

De acordo com os Documentos da Oferta, a aquisição do controlo sobre a Cimpor como consequência da Oferta encontra-se sujeita à aprovação e não oposição das autoridades da concorrência de Portugal, Espanha, Turquia, África do Sul, Brasil, Egito e Tunísia (em Espanha e Portugal já foram obtidas). Também no âmbito dos Documentos da Oferta, a Oferente manifestou não antever quaisquer dificuldades na obtenção das referidas autorizações, dada a ausência de sobreposição de atividades nestas jurisdições, com exceção do Brasil.

A Oferente manifestou ser da opinião que não deverão existir problemas intransponíveis de cariz concorrencial no Brasil, na medida em que as atividades da Oferente e da Cimpor são complementares do ponto de vista regional.

Em qualquer caso, e com base na informação disponível, não será de excluir por completo que venham a ser suscitadas questões concorrenciais no Brasil, dadas as atividades e quotas de mercado da InterCement e da Cimpor, bem como a concentração de ativos neste mercado desencadeada pela Primeira Permuta, em particular tendo em conta os pareceres dos dois órgãos administrativos que apoiam a Autoridade da Concorrência Brasileira no que respeita à anterior aquisição de ações da Cimpor pela Camargo Corrêa e Votorantim em 2010 (vide secção C.2. do Relatório Inicial).

No entanto, deverá ser realçado que tais pareceres foram emitidos tendo também em consideração a quota de mercado de 40% da Votorantim no Brasil, e que o risco de questões concorrenciais poderá ser mitigado na medida em que a Votorantim diminua a sua posição enquanto Acionista de referência da Cimpor e também que será aceitável que uma estrutura de controlo da Cimpor mais diversificada e equilibrada contribua para uma avaliação positiva da alteração de controlo por parte das autoridades de concorrência brasileiras.

Finalmente, é também de notar que a Oferente não assume nos Documentos da Oferta qualquer responsabilidade por eventuais danos emergentes da violação de quaisquer exigências legais ou decisões das autoridades de concorrência que sejam desfavoráveis à concentração e imponham remédios posteriores à Oferta (tais como a alienação de ativos, a cessação de determinadas atividades ou qualquer outro tipo de compromissos comportamentais potencialmente limitativos das atividades da Cimpor).

### **3.6. Possíveis acordos com a Votorantim após a Oferta e seu impacto na Oferta e nos interesses dos Acionistas minoritários**

Conjuntamente com a proposta da Segunda Permuta, a Oferente pretende apresentar à Votorantim uma proposta de acordo parassocial para regular as relações entre as partes após a liquidação da Oferta e até à conclusão da permuta, determinando, entre outros aspetos, o exercício dos direitos de voto na Assembleia Geral relativamente (i) a questões que possam alterar significativamente a situação patrimonial ou jurídica da Cimpor, (ii) à eleição de membros do Conselho de Administração (a serem indicados pela Oferente e pela Votorantim); e (iii) à criação de duas comissões internas do Conselho de Administração da Cimpor responsáveis pela gestão em separado dos ativos da Cimpor e dos Ativos a Transferir.

O Conselho de Administração considera que o momento e o conteúdo dos referidos possíveis acordos após a Oferta podem ter implicações sobre as condições da Oferta, a igualdade de tratamento dos Acionistas e a estrutura de controlo da Cimpor, conforme é explicitado em seguida:

- Condições da Oferta: Se os referidos acordos ocorrerem em momento anterior à Oferta, seria aplicável o artigo 188(3)(a) do Cód. VM. e a CMVM poderá nomear um auditor independente para avaliar a justeza do preço da Oferta no âmbito de uma oferta pública de aquisição obrigatória, com fundamento em que o preço mínimo teria sido definido por acordo entre o comprador e o vendedor.
- Desigualdade de tratamento entre Acionistas: De acordo com os Documentos da Oferta, os Acionistas têm a oportunidade de vender as suas ações a um determinado preço a ser pago em dinheiro e a Votorantim é o único Acionista a quem é dada uma segunda alternativa para vender as suas ações na Segunda Permuta, caso esta venha a não aceitar a Oferta.

Este favoritismo coloca em risco a igualdade de tratamento dos Acionistas prevista no artigo 112 do Cód. VM, uma vez que (i) a Oferente não faculta a todos os Acionistas uma alternativa de vender as suas ações por dinheiro ou por ações dos Ativos a Transferir, e (ii) em última instância, não há garantia de que, no âmbito da Segunda Permuta, o preço por ação será de 5,33 Euros, uma vez que ainda não foi obtido um acordo com a Votorantim.

- Estrutura de controlo da Cimpor: A possível estrutura de controlo da Cimpor envolvendo a Oferente e a Votorantim, não é conhecida, dado que ficará finalmente determinada após a Oferta. Consequentemente, como resultado da ambiguidade relativamente ao controlo efetivo da Cimpor, a estratégia futura da Sociedade é pouco clara. Em qualquer caso, os Documentos da Oferta afirmam que há uma “probabilidade muito forte” da Votorantim aceitar a proposta da Oferente.
- Possível Oferta Pública de Aquisição obrigatória: O possível acordo parassocial entre a Oferente e a Votorantim pode determinar a obrigação da última lançar uma oferta obrigatória sobre a Cimpor após a Oferta, uma vez que, nos termos do Cód. VM.: (i) um acordo de voto leva à imputação recíproca dos direitos de voto detidos por ambas as partes do acordo, a menos que uma das partes tenha a obrigação de seguir as instruções da outra (artigo 20(1)); (ii) qualquer entidade que exceda 1/3 ou 50% dos direitos de voto, nos termos do artigo 20(1), é forçada a lançar uma oferta pública de aquisição obrigatória, pelo preço mínimo, a menos que se aplique alguma exceção ou suspensão.

Adicionalmente, o preço mínimo na oferta pública de aquisição obrigatória pode ser fixado por um auditor independente, caso a CMVM o nomeie com o fundamento de que o preço mais alto pago pela Oferente e partes relacionadas nos termos do artigo 20(1) foi definido no âmbito de um acordo entre o comprador e o vendedor.

Pelo exposto, e sujeita aos acordos finais a ser estabelecidos, a implementação das intenções da Oferente poderia conceder aos Acionistas minoritários não vendedores na Oferta outra oportunidade de vender as suas ações no âmbito da oferta pública de aquisição obrigatória.

### 3.7. Governo societário e seu impacto sobre Acionistas minoritários

No âmbito dos Documentos da Oferta, a Oferente tem a intenção de promover uma nova estrutura de governo societário:

- Modelo Anglo-saxónico: Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria (como órgão de supervisão composto por uma maioria de membros independentes, conforme exigido por Lei), e um revisor oficial de contas.
- Composição do Conselho de Administração: O Conselho de Administração, englobando a comissão de auditoria, seria composto por membros nomeados no âmbito de um acordo parassocial celebrado entre a Oferente e a Votorantim, e membros não executivos independentes.
- Comissões do Conselho de Administração: Duas comissões do Conselho de Administração, cuja composição não é divulgada, criadas para gerir separadamente os Ativos a Transferir e aqueles que são mantidos na Cimpor.

Como consequência dos planos estabelecidos pela Oferente, o Conselho de Administração considera que a Oferta permite a criação de um bloco de controlo de Acionistas sem apresentar quaisquer proteções eficazes para os minoritários e sem pagar um prémio de alteração de controlo àqueles Acionistas que optem por aceitar a Oferta.

Na ausência de cláusula de sucesso, e na sequência da declaração de Acionistas com um total de 19,6% da sua intenção de vender na Oferta, i.e., Caixa Geral de Depósitos (“CGD”) e Fundo de Pensões do Grupo BCP, mesmo que a Oferente não esteja em condições de adquirir potestativamente as ações dos Acionistas minoritários, a mesma estará numa posição fortalecida para implementar a sua estratégia na Cimpor nos termos da legislação vigente e dos estatutos da Sociedade.

Em particular, no seguimento da Oferta e nos termos da estrutura de governo societário proposto pela Oferente, esta última (e transitoriamente a Votorantim) poderá ser capaz de controlar a Sociedade e os minoritários perderão os seus direitos de veto contra as decisões estruturais da Sociedade ao nível da Assembleia Geral e do Conselho de Administração.

Regras de Aprovação ao Nível da Assembleia Geral e do Conselho de Administração	Impacto nos Minoritários
<ul style="list-style-type: none"><li>Alterações aos estatutos, aumento ou redução de capital, fusão, cisão, dissolução apenas podem ser adotadas se:<ul style="list-style-type: none"><li>Pelo menos 1/3 dos Acionistas estiverem presentes ou devidamente representados e 2/3 dos votos emitidos sejam a favor da deliberação em apreciação.</li><li>A menos que a mencionada deliberação seja aprovada por maioria dos votos expressos na Assembleia Geral em segunda convocação, estando pelo menos a maioria dos Acionistas presentes.</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Os Acionistas minoritários que representem menos de 1/3 dos direitos de voto perderão, em princípio, o seu direito de veto sobre estes assuntos estratégicos.</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>Deliberações da Assembleia Geral tendo em vista a supressão do dividendo mínimo relativo ao exercício anterior deverão ser aprovadas por 3/4 do capital social.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Os minoritários que representem menos de 1/4 dos direitos de voto perderão, em princípio, o seu direito de veto relativamente à retenção do dividendo mínimo.</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>Quaisquer outras deliberações da Assembleia Geral, salvo nos termos previstos na Lei ou dos estatutos em contrário, são tomadas por maioria dos votos emitidos (incluindo matérias como a aprovação das demonstrações financeiras e distribuição de dividendos).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Os Acionistas que compreendem menos de 1/2 dos direitos de voto irão perder a sua influência na maioria das matérias deliberadas pela Assembleia Geral.</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>Eleição dos órgãos sociais (incluindo o Conselho de Administração) são tomadas do seguinte modo: no caso de lista única, pela maioria dos votos emitidos; ou, no caso de mais do que uma lista ter sido apresentada, a lista vencedora será a que mais votos angariar.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Os Acionistas que compreendem menos de 1/2 dos direitos de voto não conseguirão vetar uma lista apresentada pela Oferente e minoritários com menos votos que a Oferente não serão capazes de eleger uma lista.</li><li>O acordo parassocial proposto também vai assegurar a eleição de alguns membros pela InterCement e pela Votorantim.</li><li>Um dos administradores da Cimpor poderá ser eleito por minoritários com 10% a 20% dos direitos de voto.</li></ul>
<ul style="list-style-type: none"><li>Na ausência de qualquer informação nos Documentos da Oferta, assumiríamos que as deliberações do Conselho de Administração continuariam a ser tomadas por maioria simples dos votos expressos (incluindo a eleição da Comissão Executiva).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Ausência de direito de veto dos minoritários sobre as decisões do Conselho de Administração, assumindo que mais de metade dos membros do Conselho são indicados pela Oferente.</li><li>Ausência de informação sobre o número de administradores independentes.</li><li>Nenhuma influência dos minoritários nas comissões de gestão de ativos da Sociedade é assegurada e os seus poderes podem representar um desafio operacional significativo para as Áreas de Suporte aos Negócios.</li></ul>

## 4. Análise do Preço

O Conselho de Administração mantém a sua opinião de que o baixo preço oferecido pela InterCement subavalia significativamente a Cimpor.

Como consta do Relatório Inicial, o Conselho de Administração considera que o preço da Oferta não proporciona aos Acionistas um prémio de controlo adequado, em linha com os prémios pagos em ofertas públicas de aquisição precedentes na Europa e no setor do cimento, tal como reconhecido nos múltiplos EV / EBITDA implícitos pagos em transações comparáveis com tomada de controlo.

O Conselho de Administração mantém a sua convicção de que a InterCement deve compensar adequadamente os Acionistas pelo desempenho financeiro histórico robusto da Sociedade (patentes nas margens de rentabilidade de nível superior e no perfil de lucros resiliente), pelo seu portfólio geograficamente equilibrado focado na atividade de cimento e com maior exposição a mercados emergentes de elevado crescimento, pela sua estrutura de capital robusta e pela sua política financeira conservadora (como evidenciado pelo seu *rating de investment grade*) e ainda pelas suas posições de liderança de mercado em geografias consolidadas atrativas. Este não é atualmente o caso.

Por fim, continuamos a considerar que o preço da Oferta representa um desconto muito significativo (18%) relativamente ao preço de 6,50 Euros por ação que a Camargo Corrêa pagou para adquirir a participação minoritária de 31,63% à Teixeira Duarte e à Bipadosa em fevereiro de 2010.

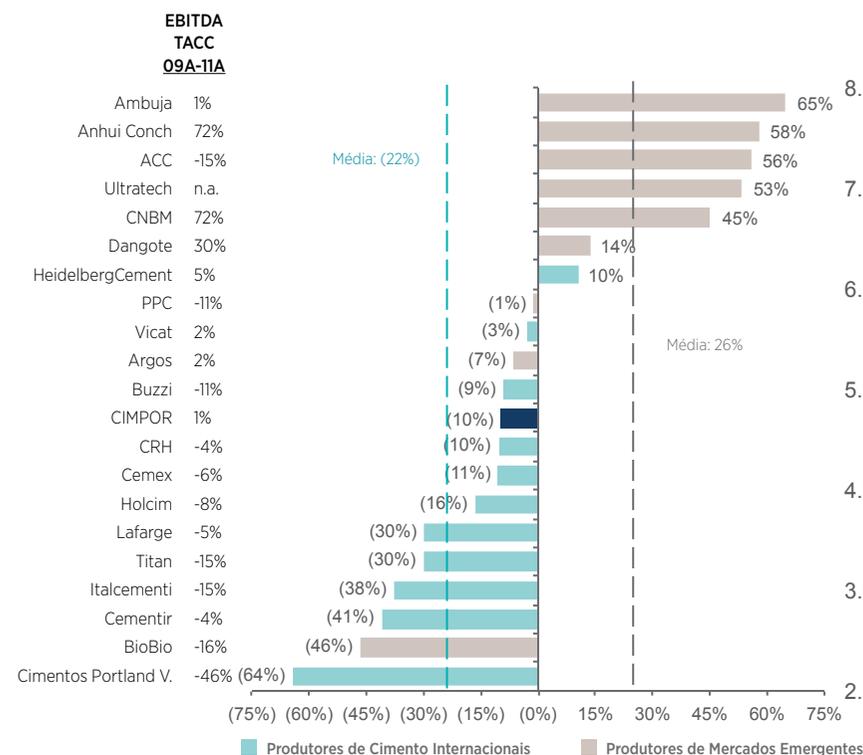
### 4.1. A exposição a mercados emergentes sustenta o desempenho das ações

De acordo com a nossa perspetiva, 5,00 Euros por ação é o ponto de partida correto para o cálculo do prémio da Oferta. Desde a aquisição pela Camargo Corrêa da sua participação em 2010, o preço das ações dos Produtores de Cimento Internacionais caiu em média 22%, enquanto o preço das ações dos Produtores de Cimento de Mercados Emergentes se valorizou em média 26%, um desempenho em linha ou melhor do que a ação da Cimpor (no mesmo período de tempo, o índice Bovespa perdeu 1% o que compara com uma queda de 27% do índice PSI20).

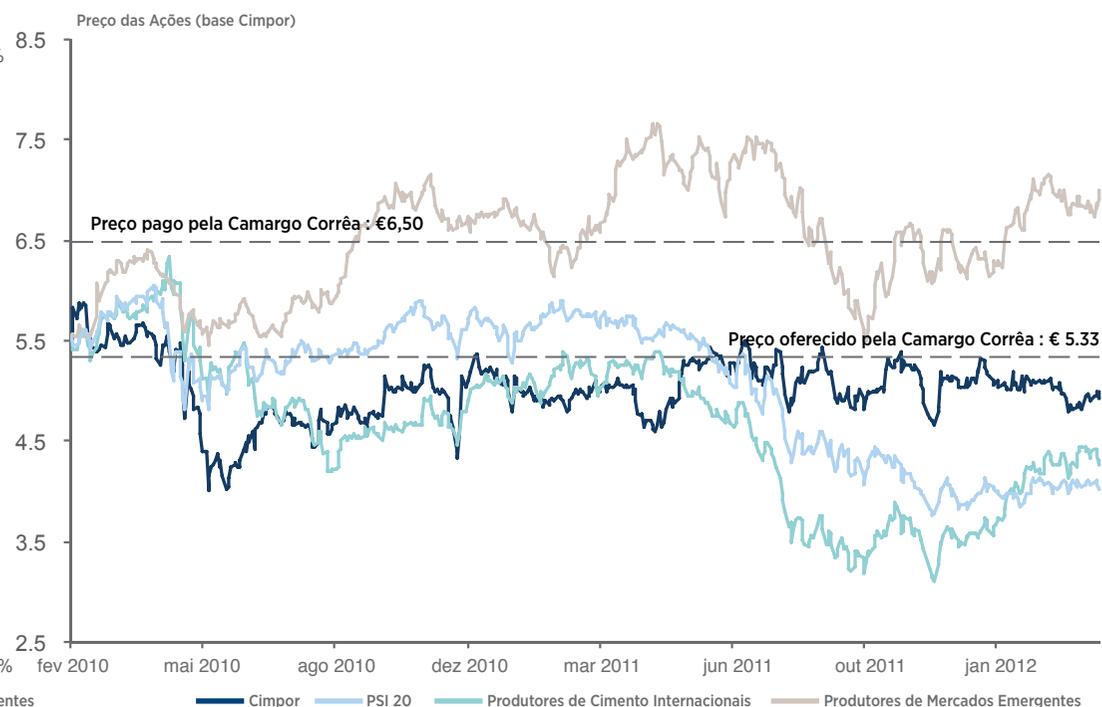
A capacidade de resiliência do preço das ações da Cimpor é suportada pela sua maior exposição a mercados emergentes de alto crescimento (73% das vendas da Cimpor versus 40% dos Produtores de Cimento Internacionais) e pelo seu desempenho operacional robusto ao longo do ciclo.

Os Acionistas devem também ter em consideração que, enquanto o consenso atual do mercado sobre as taxas de crescimento do EBITDA permanece em linha com as previsões efetuadas no momento da aquisição da participação da Camargo Corrêa, esta última adquiriu a sua participação (em 2010) a um múltiplo de 10.2x EBITDA LTM, o que compara com o múltiplo de 8.8X da oferta atual.

### VARIAÇÃO DO PREÇO POR AÇÃO DESDE A AQUISIÇÃO ANTERIOR<sup>(1)</sup>



### EVOLUÇÃO BOLSISTA DOS PRODUTORES DE CIMENTO APOS A AQUISIÇÃO DA CAMARGO CORRÊA EM 2010



Fonte: Factset, informação financeira publicada pela Sociedade

1) Da Camargo Corrêa a 10 de fevereiro de 2010

#### **4.2. A oferta representa uma alteração de controlo na Cimpor**

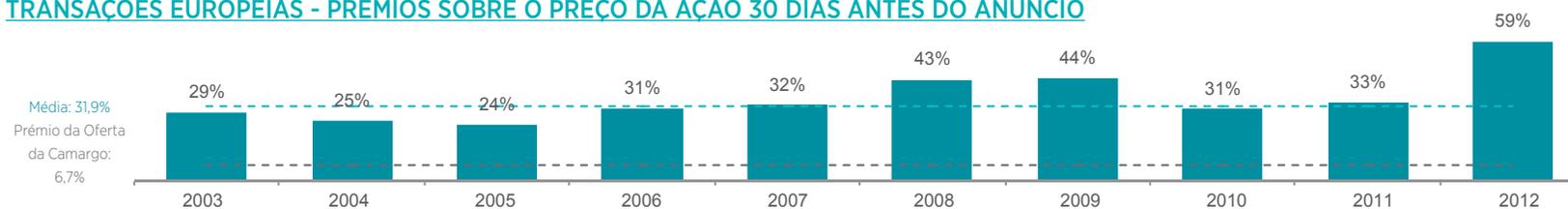
Atualmente não há uma situação de controlo de qualquer grupo acionista na Cimpor, uma vez que nenhum acionista detém mais de 50% dos direitos de voto: a Camargo Corrêa é o maior acionista, com 32,94% dos direitos de voto e declarou publicamente que não tem uma relação relevante com outros acionistas. Existe um acordo de acionistas entre a Votorantim e a CGD, ao abrigo do qual estes acionistas controlam 30,84% dos direitos de voto. Caso, em consequência da Oferta, a InterCement ultrapasse o limite de 50% do capital social da Cimpor, tal representaria uma mudança de controlo.

#### **4.3. O preço da Oferta não incorpora um prémio de controlo**

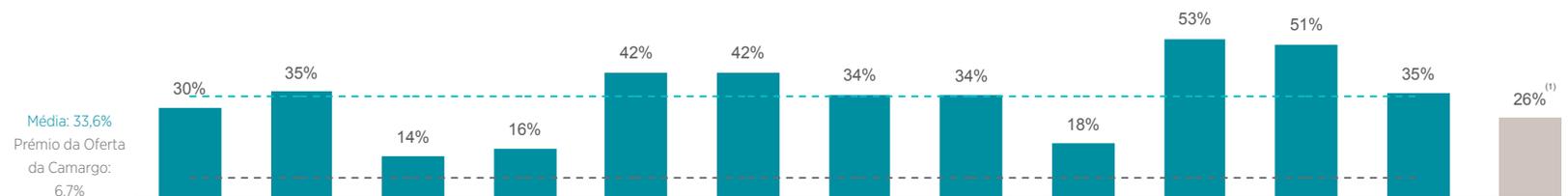
O preço da Oferta implica um prémio de 6,7% relativamente ao preço do último dia de cotação antes do Anúncio Preliminar (5,00 Euros por ação). Em contraste, o prémio médio implícito pago em ofertas públicas de aquisição efetuadas na Europa com alteração de controlo e nas transações mais relevantes no setor do cimento e agregados nos últimos anos, situa-se acima dos 30%.

Deste modo, acreditamos que a Oferente não está a oferecer aos Acionistas um prémio de controlo adequado.

### TRANSAÇÕES EUROPEIAS - PRÉMIOS SOBRE O PREÇO DA AÇÃO 30 DIAS ANTES DO ANÚNCIO



### TRANSAÇÕES GLOBAIS - SETOR CIMENTOS E AGREGADOS - PRÉMIOS SOBRE O PREÇO DA AÇÃO 30 DIAS ANTES DO ANÚNCIO



Data	27-set-99	5-nov-99	8-jan-01	16-abr-02	31-mar-03	22-dez-03	27-set-04	12-jan-05	12-jun-05	27-out-06	19-fev-07	3-mai-07	12-dez-11
Adquirente	Fratelli Buzzi	Anglo American	Lafarge	FCC	Buzzi Unicem	Cementos Molins	Cemex UK	Holcim	Spohn Cement	Cemex	Vulcan Materials	Lehigh UK	Martin Marietta
Alvo	Unicem	Tarmac	Blue Circle Industries	Portland Valderrivas	Dyckerhoff	Cementos Molins	RMC Group	Aggregate Industries	Heidelberg Cement	Rinker Group	Florida Rock Industries	Hanson	Vulcan Materials

Fonte: Bloomberg, ThomsonOne e Mergermarket

(1) Transação não concluída. Esta transação encontra-se suspensa por um período de 4 meses devido a uma violação por parte da Martin Marietta dos acordos de confidencialidade assinados com a Vulcan

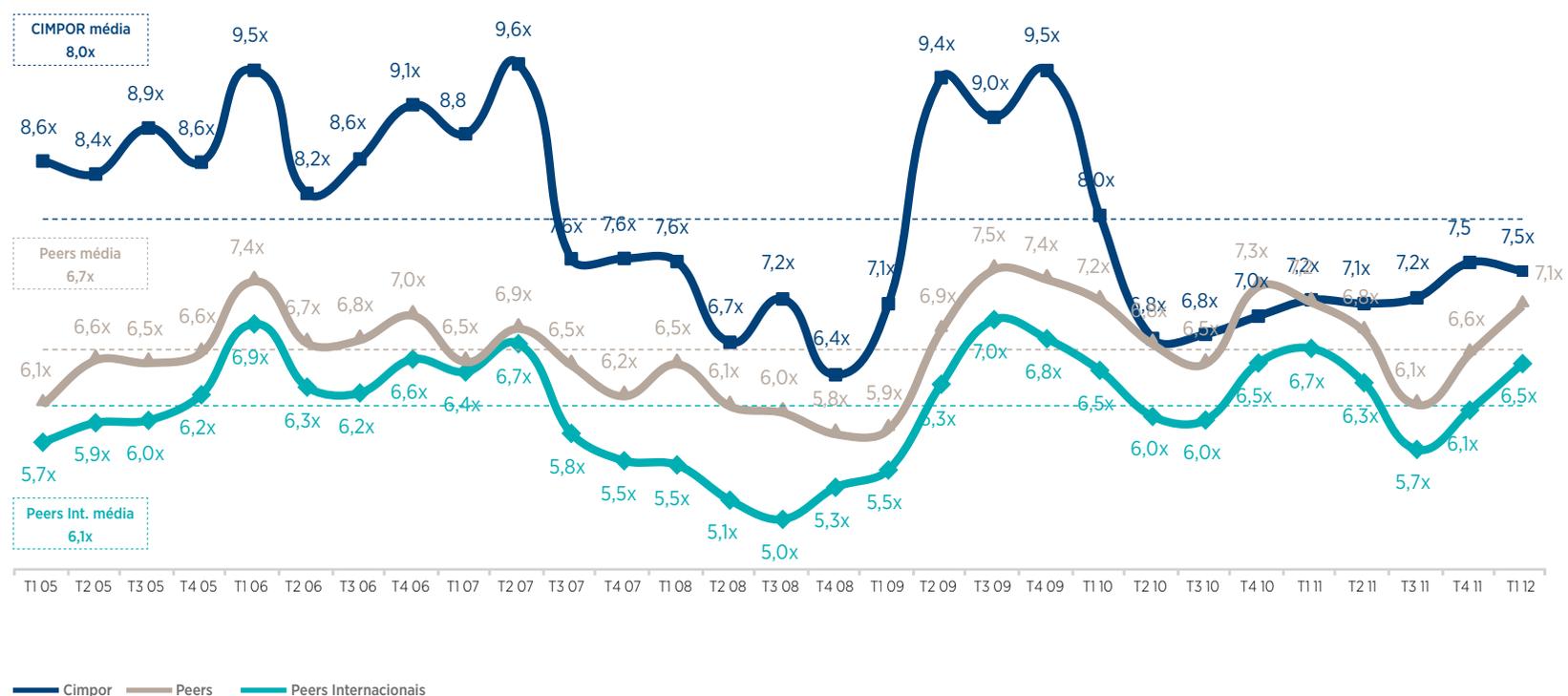
#### 4.4. A ação Cimpor tem transacionado de forma consistente acima dos múltiplos de avaliação dos seus Grupo de Comparáveis

Como mencionado anteriormente, a Cimpor tem um *mix* de negócios atrativo, com maior contribuição da atividade do cimento (73% das vendas da Cimpor vs. 40% das vendas dos Produtores de Cimento Internacionais) e uma significativa exposição a mercados emergentes, o que confere à Cimpor vantagens competitivas. As elevadas margens EBITDA da Cimpor permitem também atingir um perfil de resultados mais resiliente, o que a posiciona como empresa de excelência no setor cimenteiro.

Como resultado destas vantagens competitivas, o modelo de negócio superior da empresa tem permitido alcançar avaliações de mercado mais elevadas. A ação Cimpor tem sido negociada com um prémio médio de 19% ou 1,3 x EV / EBITDA relativamente ao seu Grupo de Comparáveis, e a um prémio médio de 31% ou 1,9 x EV / EBITDA em comparação com os Produtores de Cimento Internacionais.

É importante destacar que, nos Documentos da Oferta, a Oferente utiliza como referência para o cálculo do prémio, um preço por ação de 4,55 - 4,61 Euros, com base no pressuposto de que o múltiplo EV / EBITDA da Cimpor deve ser calculado como a mediana dos múltiplos EV / EBITDA de um universo de empresas cimenteiras definido pelo Oferente. Tal abordagem não tem sido historicamente apoiada pelo mercado de ações e pelos investidores profissionais sofisticados, incluindo casas de *research* independentes, que atribuíram à Cimpor a maior percentagem de classificações de “compra” entre os Produtores de Cimento Internacionais e cujas recomendações têm um preço-alvo médio de 5,85 Euros, significativamente acima do preço da Oferta.

## MÚLTIPLO EV/EBITDA (EBITDA ANO SEGUINTE)



Fonte: Informação Factset, de 05 de Maio de 2012

Peers inclui: Holcim, Lafarge, HeidelbergCement e Cemex

Peers internacionais inclui: Titan, CPV, Lafarge, Italcementi, Buzzi Unicem, Cemex, Cementir, Holcim, Vicat, HeidelbergCement e CRH

#### 4.5. A oferta da Camargo Corrêa exclui os benefícios resultantes das sinergias

Como salientado no Relatório Inicial, a combinação dos ativos da InterCement com os da Cimpor poderá originar sinergias mínimas anuais antes de impostos de 45 a 90 milhões de Euros, o que corresponde a um valor atualizado de 300 a 600 milhões de Euros (utilizando uma taxa WACC exemplificativa de 10% e uma taxa de imposto no Brasil de 34%). Numa base de preço por ação, estas sinergias poderiam representar entre 0,45 e 0,90 Euros, ou seja 8% a 17% do preço da Oferta. Estes pressupostos baseiam-se em sinergias realizadas em transações precedentes no setor do cimento e agregados, sendo os cálculos efetuados considerando que as sinergias potenciais anuais antes de imposto representam cerca de 2% a 4% das vendas da empresa alvo.

Adquirente	Alvo	Data	Sinergias Anunciadas	Vendas do Alvo no último ano	Sinergias em % das Vendas do Alvo
Vulcan	Florida Rock	fev-07	\$50m	\$1,4bn	4%
Cemex	Rinker	out-06	\$130m	\$5,1bn	3%
FCC	Uniland	jun-06	€20m	€447m	4%
Heidelberg Cement	Hanson	mai-06	€214m	€6,1bn	4%
Holcim	Aggregate Industries	jan-05	CHF100m	CHF3,7bn	3%
Cemex	RMC	set-04	\$200m	\$7,8bn	3%
Lafarge	Blue Circle	ago-01	€100m	€3,7bn	3%

Fonte: Dados das empresas

Embora a Cimpor não tenha realizado uma avaliação detalhada do potencial de sinergias resultante da transação, os Documentos da Oferta indicam um potencial de criação de sinergias significativo. Mais importante ainda, é que o comunicado de imprensa publicado pela Camargo Corrêa em 13 de Janeiro de 2010 (disponível no site da CMVM), no âmbito da sua proposta de fusão com a Cimpor, indicava um valor atualizado líquido de 330 milhões de Euros para as sinergias esperadas apenas no Brasil, o que vem validar os benefícios exemplificativos referidos acima.

## 5. Preocupações relativas ao futuro da Cimpor após a Oferta

Os Documentos da Oferta continuam a não ser claros relativamente às intenções da Camargo Corrêa quanto a vários aspetos do futuro da Cimpor, nomeadamente quanto ao impacto da Oferta na Cimpor e nos seus *stakeholders*. Enquanto, por outro lado, os referidos documentos apresentam planos estratégicos para a Cimpor que poderiam enfraquecer o seu modelo de negócio superior, em particular pela redução da diversidade geográfica decorrente da saída de ativos no âmbito da permuta com a Camargo Corrêa, ou seja dos ativos que a mesma pretende posteriormente alienar à Votorantim - intenção a que de ora em diante nos referiremos como “Alienação de Ativos à Votorantim”.

Consequentemente, todos os *stakeholders*, incluindo os Acionistas minoritários, devem reconhecer os riscos e incertezas que tal transação poderá acarretar, incluindo:

### 5.1. Trabalhadores

- A Oferente não assume uma posição clara e especificamente dirigida aos trabalhadores da Cimpor nas diferentes jurisdições, particularmente com limitada informação relativa aos seguintes aspetos (i) atuais condições de trabalho, (ii) minimização de consequências das potenciais alienações de ativos, e (iii) implicações nas políticas e níveis de emprego, resultantes da integração dos ativos sul-americanos e angolanos.

### 5.2. Outros stakeholders

- A estratégia da Cimpor assenta num modelo de negócio focado, baseado em parcerias locais sólidas com clientes, fornecedores e comunidades locais. A Oferente não prestou nenhum esclarecimento relativo às possíveis implicações para os parceiros locais (para informação mais detalhada *vide* o Relatório Inicial).

### 5.3. Sede, centro de decisão e marca

- A Oferente afirma a sua intenção de manter a marca Cimpor, bem como a intenção de manter a sede e o centro de decisão da Cimpor em Portugal.
- Contudo, no âmbito desta afirmação, a Oferente não explica se (i) os trabalhadores dos serviços centrais da Oferente serão transferidos para Lisboa, (ii) as sobreposições serão resolvidas através de despedimentos e (iii) a marca da Cimpor será adotada na América do Sul e em Angola.

### 5.4. Dimensão

- Apesar do projeto estratégico apresentado pela Camargo Corrêa apontar para um aumento da dimensão da Cimpor, de facto a Alienação de Ativos à Votorantim em conjunto com a integração dos ativos sul-americanos e angolanos da Oferente na Cimpor irá reduzir a sua capacidade total de produção de cimento em cerca de 4 milhões de toneladas, diminuindo a sua presença internacional de 13 para 9 países.
- Caso a Camargo Corrêa seja forçada a alienar três fábricas à Teixeira Duarte, em virtude do acordo referido nos Documentos da Oferta, essa alienação implicaria uma redução efetiva da capacidade instalada em mais 6,3 milhões de toneladas, resultando numa redução total de 10,3 milhões de toneladas.
- Além disso, poderão surgir questões concorrenciais no Brasil. Com efeito, a Autoridade da Concorrência Brasileira poderá impor certas medidas que eventualmente consistam na alienação de ativos da Cimpor no Brasil.

### 5.5. Posição Financeira

- A abordagem aos aspetos financeiros nos Documentos da Oferta permanece vaga no que diz respeito às políticas e instrumentos financeiros considerados especificamente para lidar com: (i) o refinanciamento dos contratos de financiamento com cláusulas de alteração de controlo; (ii) as consequências da provável perda de notação de rating de investment grade, conforme previamente anunciado pela Standard & Poors; e (iii) a possível exigência de proceder à alienação de ativos com vista à redução do nível de alavancagem em base consolidada.

- Assim, os investidores devem estar cientes de que a Oferente não explica como irá evitar a cessação antecipada da maioria das linhas de crédito da Cimpor e que o seu desempenho futuro poderá vir a ser afetado negativamente pela futura estrutura de capital (vide, para mais detalhe, o Relatório Inicial).

#### **5.6. Acordos com terceiros**

- A Oferente passou a apresentar possíveis acordos quanto à Alienação de Ativos à Votorantim bem como aspetos gerais do seu acordo de alienação de ativos à Teixeira Duarte.
- Esta informação vem confirmar as preocupações suscitadas pelo Conselho de Administração quanto ao impacto material de tais transações na presença internacional da Cimpor.

#### **5.7. Risco de Cross Default**

- Como subsidiária da Oferente, a Cimpor estaria exposta aos riscos associados aos penhores e à promessa de penhor sobre as ações da Cimpor concedidos às instituições de crédito financiadoras pela Oferente e pelas sociedades que a controlam, bem como à potencial instabilidade acionista e a possíveis exigências de alienação de ativos daí resultantes.
- A dívida adicional a ser contratada pela Cimpor após a Oferta pode estar sujeita a cláusulas de cross default que poderão estar relacionadas com eventos de incumprimento ou de vencimento antecipado fora do perímetro da Cimpor.
- Além disso, se a Oferta for bem-sucedida, a Camargo Corrêa poderá ser obrigada a obter financiamento adicional, o que poderá ter impacto na Cimpor, enquanto subsidiária da Camargo Corrêa.

### 5.8. Governo Societário

- Tendo em conta que a Cimpor poderá, em última instância, acabar por ser controlada por um grupo de sociedades de propriedade familiar e, pelo menos durante um período transitório, por um bloco de controlo composto pela Camargo Corrêa e pela Votorantim, os Acionistas minoritários devem estar cientes de que os seus interesses podem não estar alinhados com os dos Acionistas controladores.
- A Oferente não proporciona a todos os Acionistas da Cimpor mecanismos específicos de governo societário destinados a proteger os seus direitos e os seus investimentos na Cimpor.
- De facto, o mecanismo de nomeação de administradores independentes por si só parece ser insuficiente para proteger os interesses dos Acionistas minoritários, nomeadamente no que diz respeito à distribuição de dividendos e às decisões estratégicas.
- As preocupações dos Acionistas minoritários podem ainda decorrer do mecanismo de aquisição potestativa, que não está excluído pela Oferente (vide, 5.11. infra).

### 5.9. Ativos cimenteiros atuais da Camargo Corrêa e diluição

- Os Documentos da Oferta fazem referência à integração na Cimpor dos ativos da Camargo Corrêa na América do Sul e em Angola, por meio da Primeira Permuta ou de uma reorganização societária relativamente à qual não são disponibilizados quaisquer detalhes.
- Um dos riscos de tais transferências de ativos é a diluição dos Acionistas minoritários, a menos que sejam postos em prática mecanismos apropriados que antecipem a sua proteção.

### 5.10. Política de dividendos

- A Oferente continua a não clarificar a futura política de dividendos, nem se esta se manterá consistente com os níveis históricos de distribuição de dividendos da Cimpor.

- Como tal, e para além das situações respeitantes à liquidez acima mencionadas, não pode ser assegurado aos Acionistas minoritários que irão receber uma remuneração semelhante à que existia em momento anterior à Oferta (em particular se a Oferente alcançar mais de 75% do capital social, caso em que poderá aprovar sozinha uma deliberação contra a distribuição de dividendos).
- Relativamente ao dividendo de 2011, e embora a Camargo Corrêa Cimentos Luxembourg S.à.r.L. tenha requerido a suspensão da Assembleia Geral que teve lugar no dia 20 de abril até ao próximo dia 6 de julho antes da deliberação sobre este ponto, o representante do mencionado Acionista transmitiu à Assembleia Geral ser intenção daquele acionista votar em sentido favorável a proposta já apresentada pelo Conselho de Administração relativa à distribuição de dividendos.

#### **5.11. Aquisição potestativa e exclusão de negociação em mercado regulamentado**

- Nos Documentos da Oferta, a Oferente admite a possibilidade de recurso ao mecanismo de aquisição potestativa e de excluir a Cimpor de negociação em mercado regulamentado, desde que os requisitos legais se encontrem preenchidos.
- No caso de aquisição potestativa, não é claro como a Oferente iria partilhar equitativamente com os Acionistas minoritários o valor criado, nomeadamente pelas sinergias que a Oferente refere e que descreve resumidamente, mas que não quantifica.
- A este respeito, deve ser tida em conta a comunicação entregue pela Camargo Corrêa à Cimpor informando que a Votorantim revelou a sua intenção de não vender a sua participação no âmbito da Oferta. Neste cenário (em que, como resultado da Oferta, a Oferente não se torne titular de 90% dos direitos de voto), não pode ser excluída a hipótese de exclusão da negociação em mercado regulamentado como consequência da perda de qualidade de sociedade aberta na sequência de uma deliberação da Assembleia Geral, tomada por votos representativos de 90% do capital social, desde que seja nomeado um acionista para adquirir, no prazo de 3 meses e por uma contrapartida mínima estabelecida legalmente, as ações dos Acionistas que votaram contra esta deliberação.
- Não poderá ser excluída a hipótese de aquisição potestativa após a aquisição das ações da Votorantim, no contexto da Segunda Permuta e da perda de qualidade de sociedade aberta, aplicável quando um Acionista atinge 90% do capital social, nos termos do Código das Sociedades Comerciais.
- Assim, continua a não ser claro se a Cimpor continuará a ser uma sociedade cotada na Euronext Lisbon, uma vez que, por um lado, não se exclui a possibilidade de aquisição potestativa e, por outro lado, a Oferente equaciona vagamente a possível readmissão à negociação em mercado regulamentado, um ano após a sua exclusão, se e quando as condições de mercado o justificarem.

### 5.12. Liquidez

- A Oferta não contém qualquer condição quanto a níveis de aceitação e, em consequência, o free float e a liquidez das ações Cimpor no futuro não estão assegurados.
- De facto, a estrutura acionista mais concentrada que poderá resultar do sucesso da Oferta e/ou da Segunda Permuta a ter lugar após a Oferta, diminuirá ainda mais a liquidez das ações da Cimpor e suprimirá (poderá suprimir) qualquer possível dispersão de participações qualificadas no mercado.
- Ademais, a possível redução do volume de negociação e da liquidez das ações, poderá ter um efeito negativo na avaliação das mesmas, devido à existência de maiores obstáculos à sua negociação.
- A possível falta de liquidez é suscetível de impedir que os Acionistas minoritários obtenham uma avaliação que incorpore um prémio de alteração de controlo. De qualquer forma, não se poderá excluir o cenário de uma oferta pública de aquisição obrigatória ter de ser lançada em consequência do acordo parassocial a ser eventualmente celebrado entre a Oferente e a Votorantim, conforme descrito na secção A.3. supra.

### 5.13. Hipotéticas ofertas concorrentes

- Os termos das hipotéticas ofertas concorrentes estão limitados, na medida em que segundo a Lei portuguesa, as ofertas que queiram concorrer com a Oferta da InterCement devem (a) ser lançadas até ao quinto dia anterior àquele em que termine o prazo da Oferta e desde que a publicação do Anúncio Preliminar seja feita num momento que permita o cumprimento do referido prazo, (b) seguir um calendário acelerado, (c) a oferta não estar sujeita a quaisquer cláusulas de sucesso e (d) melhorar o preço da Oferta em pelo menos 2%.
- Em acréscimo, dois Acionistas qualificados com um total de quase 20% do capital social da Cimpor declararam a sua intenção de vender as suas Ações no processo da Oferta iniciado pelo Anúncio Preliminar.
- Por conseguinte, a probabilidade de transações adicionais serem apresentadas aos Acionistas é limitada.

## 6. A posição do Conselho de Administração relativamente à Oferta Atual

Pelas razões acima descritas, o Conselho de Administração continua a não estar numa posição em que possa recomendar aos Acionistas a venda das suas ações, uma vez que o preço é baixo e subavalia significativamente a Cimpor. O Conselho de Administração faz também notar que os Documentos da Oferta revistos fornecidos pela Camargo Corrêa divulgam a intenção de uma futura reorganização com a participação da Votorantim que terá como consequências:

- Alterar a orientação estratégica da Cimpor, aumentando o seu risco de exposição à América do Sul, simultaneamente desfazendo parte da estratégia de sucesso da Sociedade que tem permitido a esta ter uma performance superior à do seu Grupo de Comparáveis e outros Produtores de Cimento Internacionais, sustentada numa exposição equilibrada e diversificada a mercados de crescimento emergentes atrativos.
- Alterar a Oferta Inicial como consequência do tratamento desigual de Acionistas, permitindo à Votorantim a escolha entre a venda das suas ações na Oferta ou alternativamente trocá-las por ativos a um preço a determinar, faculdade essa não disponibilizada a qualquer outro Acionista.

No seguimento das questões referidas neste Relatório e para além do baixo preço da Oferta, não recomendando a sua aceitação, o Conselho de Administração também não se encontra em situação de poder recomendar aos seus Acionistas que mantenham o seu investimento na Cimpor.

B.

# AS INTENÇÕES DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA CIMPOR SOBRE A ACEITAÇÃO DA OFERTA

A tabela que se segue mostra as atuais posições acionistas de cada membro do Conselho de Administração e as suas respetivas intenções em relação à Oferta:

Membros do Conselho de Administração titulares de ações na Cimpor	N.º de Ações (*)	Intenção de vender (**)
António José de Castro Guerra	10.000	Decisão Pendente
Francisco José Queiroz de Barros de Lacerda	25.000	Decisão Pendente
Luís Filipe Sequeira Martins	71.090	Decisão Pendente
António Carlos Custódio de Morais Varela	51.320	Decisão Pendente
Luis Miguel da Silveira Ribeiro Vaz	23.320	Decisão Pendente
José Manuel Baptista Fino	1.050	Não
Albrecht Curt Reuter Domenech	0	N/A
João José Belard da Fonseca Lopes Raimundo	0	N/A
José Édison Barros Franco	0	N/A
Walter Schalka	0	N/A
Paulo Henrique de Oliveira Santos	0	N/A
Manuel Luís Barata de Faria Blanc	150.795	Decisão Pendente
António Sarmento Gomes Mota	0	N/A
José Neves Adelino	0	N/A

(\*) Em 11 de maio de 2012.

(\*\*)SIM Este membro do Conselho de Administração informou que, nesta data, pretende vender as suas ações na Oferta.

NÃO Este membro do Conselho de Administração informou que, nesta data, não pretende vender as suas ações na Oferta.

DECISÃO PENDENTE Este membro do Conselho de Administração informou que, nesta data, ainda não tomou uma decisão sobre se irá vender as suas ações na Oferta ou não, pelas expressas razões neste Relatório.

## 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 fatos históricos, incluindo entre outras: (i) afirmações sobre as intenções do Conselho de Administração ou da Cimpor; (ii) opiniões ou expectativas atuais relativas, nomeadamente, aos resultados operacionais da Cimpor, às condições financeiras, liquidez, custos, perspectivas, crescimento, estratégia, planos, eficiências operacionais, situação concorrencial, objetivos de gestão, ao setor 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 Acionistas 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 efetivos 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 atualizar ou de divulgar quaisquer revisões das Previsões e Declarações contidas neste Relatório de modo a refletir quaisquer eventos ou circunstâncias efetivos após a presente data.

Este Relatório não esgota toda a informação prestada ao mercado sobre a Cimpor. Assim, recomenda-se aos investidores, em geral, e aos Acionistas da Cimpor, em particular, que consultem *press releases* anteriores, publicações e informação financeira divulgados pela Cimpor e disponibilizados em [www.cimpor.com](http://www.cimpor.com).

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

- Alterações adversas materiais 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 objeto de litígio.

Certas afirmações constantes deste Relatório refletem os pontos de vista ou opiniões do Conselho de Administração da Cimpor e não fatos 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. Bases de cálculo, fontes e pressupostos gerais

Exceto referência em contrário, neste documento:

1.1. Os preços das ações têm como fonte a Bloomberg.

1.2. A informação financeira da Cimpor incluída neste documento foi retirada dos respectivos Relatórios e Contas consolidados para os períodos relevantes e de outros documentos tornados públicos pela Sociedade.

1.3. A informação financeira relativa à HeidelbergCement, Cemex, Holcim, Lafarge, Titan Cement, Cementir, Vicat, Italcementi, Buzzi Unicem, CRH e Cimentos Portland Valderrivas (“CPV”) incluída neste documento tem como fonte os Relatórios e Contas consolidados para os períodos relevantes e outros documentos tornados públicos pelas empresas.

1.4. A informação relativa ao enquadramento estratégico, atividade operacional e posição de mercado da Cimpor, tem como base os Relatórios e Contas consolidados, anúncio de resultados do primeiro trimestre de 2012, outros documentos tornados públicos pela Sociedade, informação interna e diversa informação disponível no mercado.

1.5. Os valores das perdas de sinergias são baseados nas estimativas da Cimpor

1.6. Toda a informação pró-forma relativa à combinação da Cimpor com a InterCement tem como fonte os Relatórios e Contas consolidados das duas empresas e da Loma Negra Compañía Industrial Argentina Sociedad Anónima. Toda a informação relativa a Demonstrações de Resultados da InterCement e Loma Negra foi convertida em Euros utilizando as taxas de câmbio médias da Bloomberg para os períodos.

1.7. A informação relativa aos Documentos da Oferta baseia-se no Anúncio Preliminar e nos Projetos dos Documentos da Oferta.

1.8 Os direitos de voto atribuíveis à Votorantim, Camargo Corrêa e CGD têm como fonte o Relatório e Contas 2011 da Cimpor – Cimentos de Portugal SGPS, S.A.

## 2. Bases de cálculo, referências e pressupostos específicos

2.1. As capacidades instaladas são definidas com base em informação de gestão e informações da Jefferies International Research – Building Materials Report (fevereiro 2012) e do Global Cement Review 2011.

2.2. As TACC do EBITDA da Ambuja, Anhui Conch, ACC, Ultratech, China National Building Materials (“CNBM”), Dangote, HeidelbergCement, Pretoria Portland Cement (“PPC”), Vicat, Cimentos Argos (“Argos”), Buzzi, CRH, Cemex, Holcim, Lafarge, Titan Cement (“Titan”), Italcementi, Cimentir, Cimentos BioBio (“BioBio”) e da Cimentos Portland Valderrivas foram calculadas tendo como fonte os Relatórios e Contas consolidados de cada empresa de 2009 a 2011.

2.3. O cálculo da participação de 31,23% da Cimpor adquirida pela Camargo Corrêa em Fevereiro de 2010, tem como fonte os comunicados de imprensa da Camargo Corrêa com data de 10 e 11 de Fevereiro de 2011, onde a Camargo Corrêa informa que adquiriu respetivamente uma participação de 22,17% à Teixeira Duarte, de 6,46% à Bipadosa e o restante a outras entidades.

2.4. O múltiplo de EBITDA LTM da Oferta é calculado como o quociente do EV da Oferta (tal como definido abaixo) e o EBITDA LTM da Cimpor no T1 2012 (calculado como o EBITDA 2011 + EBITDA T1 2012 – EBITDA T1 2011 = €616m + €128m – €142m = €602m). O cálculo do múltiplo EV / EBITDA LTM da aquisição da participação da Camargo Corrêa na Cimpor em Fevereiro de 2010 é baseado no EBITDA 2009 da Cimpor de 606 milhões de Euros.

2.5. O detalhe do cálculo do EV implícito na Oferta é apresentado na tabela abaixo

	Valores em Milhões	
Valor da Empresa @ €5,33	€5.304	
Capitalização Bolsista @ €5,33	€3.553	€5,33 x (672,0 – 5,9) milhões de ações
Dívida Líquida + Dividendo previsto em 2011	€1.696	Dívida Líquida da Cimpor (Anúncio de Resultados T1 2012, página 14) mais o dividendo previsto de €0,166 por ação
Responsabilidades com fundos de pensões (líquidas de imposto)	€17	Cimpor R&C 2011, página 186, assumindo uma taxa de imposto de 29,5%
Interesses minoritários	€98	Valor contabilístico, Anúncio de Resultados T1 2012, página 19
Participações em empresas associadas	(€18)	Valor contabilístico, Anúncio de Resultados T1 2012, página 19
Ativos detidos para venda	(€41)	Valor contabilístico, Anúncio de Resultados T1 2012, página 19

Este método de cálculo representa um múltiplo implícito EV/EBITDA 2011 de 8,6x e um múltiplo implícito EV/EBITDA LTM de 8,8x.

2.6. Os prêmios médios implícitos pagos em ofertas públicas na Europa com aquisição de controlo e as ofertas públicas de aquisição mais relevantes no sector do cimento e agregados nos últimos anos, têm como fonte a Bloomberg, Mergermarket e ThomsonOne. Relativamente às ofertas públicas na Europa com obtenção de controlo foram utilizados os seguintes filtros:

- Dimensão da transação: acima dos 100 milhões de dólares.
- Região: Europa Ocidental.
- Data de início: 2003.
- Outros:
  - A amostra não inclui aquisições potestativas
  - Se a empresa alvo já era controlada pelo Oferente a transação não foi considerada.

2.7. Os múltiplos *forward* a 1 ano EV/EBITDA foram calculados numa base trimestral desde 2005. O EV foi calculado de acordo com a metodologia descrita acima para o cálculo do EV/EBITDA implícito na Oferta e o EBITDA *forward* utilizado foi o EBITDA dos próximos 12 meses que teve como fonte o consenso da base de dados Factset.

#### 2.8. Análise de Sinergias

Foi utilizada uma amostra de transações do sector de cimento e agregados. As sinergias como percentagem das vendas da empresa alvo foram calculadas como o quociente do valor das sinergias anunciadas no comunicado de imprensa à data da oferta e as vendas anuais mais recentemente reportadas pela empresa alvo.

O valor atualizado líquido de € 330 milhões das sinergias esperadas da integração da Camargo Corrêa com as operações brasileiras da Cimpor tem como fonte o comunicado de imprensa de 13 de Janeiro de 2010.

#### Cálculo das sinergias antes de imposto e valor atualizado líquido

Volume de negócios da Cimpor 2011 H (milhões de euros)	2.275	2.275
Sinergias como % do volume de negócios	2%	4%
Impacto das sinergias no EBITDA (milhões de euros)	45,5	91,0
% do EBITDA da Cimpor em 2011 (616 milhões de euros)	7%	15%
Impacto após imposto (taxa de imposto de 34%) (milhões de euros)	30,0	60,1
Valor atualizado líquido das sinergias (10% WACC) (milhões de euros)	300,3	600,6
Valor atualizado líquido das sinergias por ação (ajustado por ações próprias)	€0,45	€0,90

#### 2.9. Métricas dos Ativos da InterCement e Ativos a Transferir

Vendas 2011 e EBITDA 2011 para a InterCement tem como fonte as referidas acima. Capacidade instalada de produção de cimento de 15,9mt tem como fonte o projeto de prospeto da InterCement. Para os Ativos a Transferir, as Vendas e o EBITDA têm como fonte o Relatório e Contas consolidado da Cimpor de 2011. A capacidade instalada de produção de cimento (com clínquer próprio e de terceiros) tem como fonte o website da Cimpor.

#### 2.10. Valor de Mercado da participação da Votorantim na Cimpor

Valor de Mercado das ações da Cimpor detidas pela Votorantim calculado como o número total de acções detidas pelo Grupo Votorantim, referido no Relatório e Contas consolidado da Cimpor de 2011 (142.492.130) multiplicado pelo Preço da Oferta de €5,334 por Ação.

## 2.11. Valor potencial a transferir por ação

O valor a transferir é calculado da seguinte forma:

(1)	Avaliação média por analistas de research dos Ativos a Transferir	€ 1.703m
(2)	21.21% da Dívida Líquida da Cimpor a 31 de Março de 2012	€ 336m
(3)	21.21% do dividendo previsto de € 0.166 por ação	€ 23m
(4)	Valor contabilístico dos Interesses Minoritários	€ 75m
A = [(1) - (2) - (3) - (4)]	Capitais Próprios dos Ativos a Transferir	€ 1.268m
B	Capitais Próprios da participação de 21.21% da Votorantim na Cimpor valorizada a € 5.33 por ação	€ 760m
C = (A - B)	Valor a Transferir	€ 508m
D	Número total de ações emitidas ajustado pelo número de ações próprias	666m
E = C/D	Valor a Transferir por ação	0,76

## 2.12. Ranking dos produtores de cimento por capacidade instalada

A posição da Cimpor no ranking global dos produtores de cimento tem como fonte informações de gestão de 2011. A Cimpor ocupa atualmente a 11ª posição no ranking da capacidade instalada de cimento em 2011, com 44,4 milhões tons. A Oferta da Camargo Corrêa implicaria uma perda de 20,3 milhões tons em 2010, atribuíveis aos Ativos a Transferir (Relatório e Contas da Cimpor de 2011) e um incremento de 15,9 milhões tons resultantes da inclusão da capacidade instalada da InterCement. A conjugação destes efeitos resultaria numa capacidade de 39,9 milhões tons, implicando que a Cimpor iria manter a mesma posição no ranking.

### 2.13. Prémio da Oferta

O cálculo do prémio de 6,7% no Preço da Oferta de € 5,33 referido ao longo do documento é efetuado com base no preço de fecho de € 5,0 por ação, no último dia de cotação antes do Anúncio Preliminar da Oferta a 30 de março de 2012, que tem como fonte a Bloomberg.

2.14. A distribuição dos países por região geográfica apresentada no documento é a seguinte:

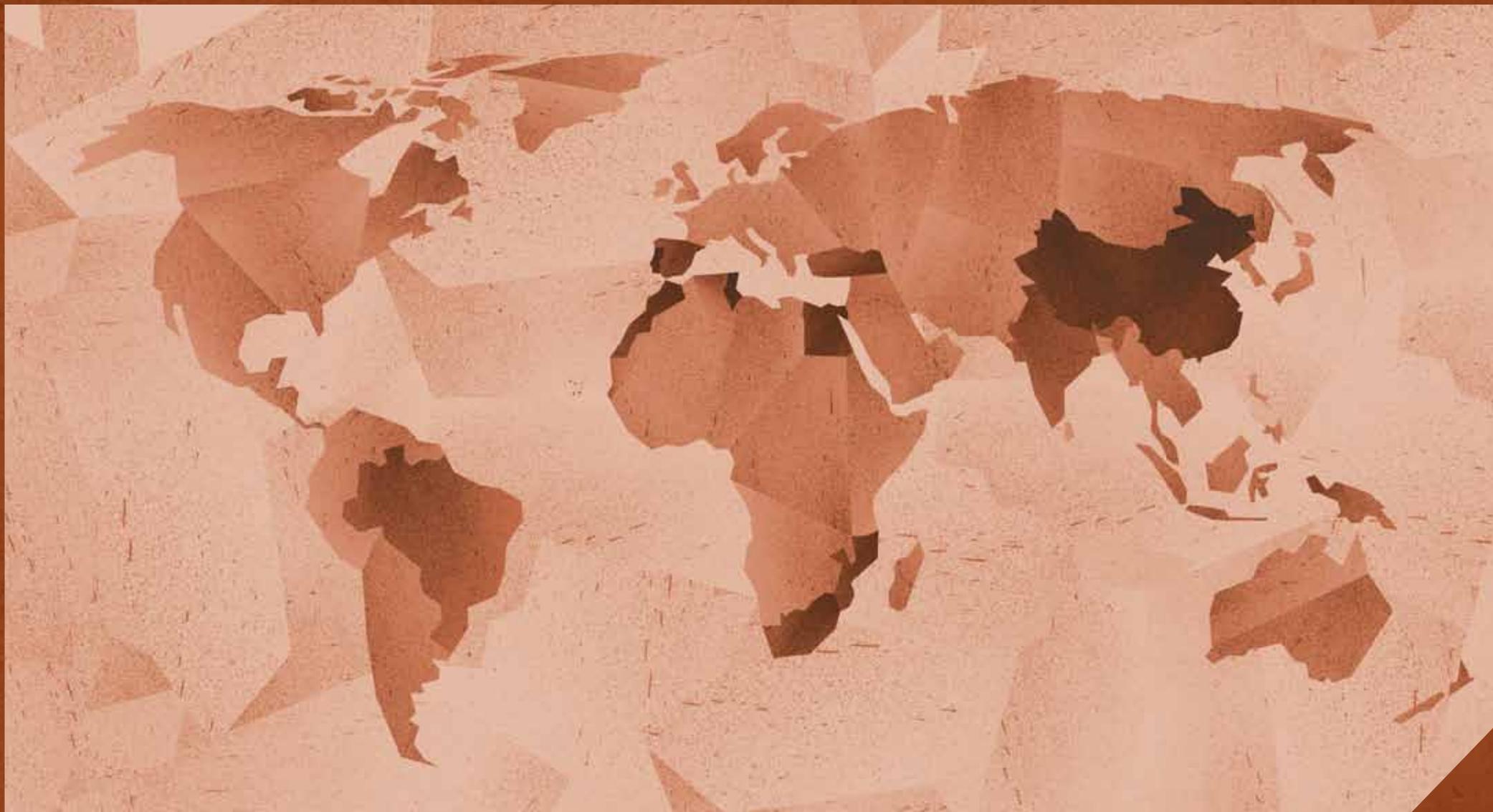
- Ibéria – Portugal e Espanha
- Bacia do Mediterrâneo – Marrocos, Tunísia, Egito e Turquia
- América do Sul – Brasil e Argentina (quando analisados dados pró-forma da combinação da Cimpor e InterCement)
- Ásia – China e Índia
- Sul de África – África do Sul, Moçambique e Cabo Verde

2.15. A contribuição de vendas de cimento vs. outras atividades dos Produtores Internacionais de Cimento é referenciada no relatório do Conselho de Administração de 13 de abril 2012.

## Glossário

- “Bloomberg” – base de dados financeira.
- “EBITDA” – “Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortizations” – Lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações.
- “Produtores de Mercados Emergentes” – Ambuja, Anhui Conch, ACC, Ultratech, China National Building Materials (“CNBM”), Dangote, Pretoria Portland Cement (“PPC”), Cementos Argos (“Argos”) e Cementos BioBio (“BioBio”)
- Valor da Empresa (Enterprise Value ou EV)
  - Capitalização Bolsista da empresa;
  - Adicionado (i) da dívida líquida reportada à data mais recente; (ii) das responsabilidades para com o fundo de pensões líquidas de imposto e (iii) dos interesses minoritários;
  - Deduzindo (iv) participações em empresas associadas, (v) ativos detidos para venda.
- “EV/EBITDA” – Quociente entre o Valor da Empresa e o EBITDA.
- “Factset” – base de dados financeira.
- “Rácio de Alavancagem” ou “Dívida Líquida/ EBITDA” – Quociente entre a Dívida Líquida e o EBITDA.
- “Dívida Líquida” – definido como no R&C consolidado de 2011 da Cimpor e correspondente a Empréstimos Obtidos e outros itens com a natureza de Dívida Financeira - Caixa e Equivalentes.
- “Capitalização Bolsista” – corresponde ao valor dos capitais próprios de uma empresa valorizado a preços de mercado, sendo obtido através da multiplicação do número de ações emitidas pelo preço atual das mesmas.

- “Mergermarket” – base de dados financeira.
- “Produtores de Cimento Internacionais” – Lafarge, Holcim, Cemex, HeidelbergCement, Titan, Italcementi, Buzzi Unicem, Vicat, CRH, Cimentos Portland Valderrivas (CPV) e Cementir Holding.
- “P/E” – Quociente entre o Preço e os Resultados por Ação
- “ThomsonOne” – base de dados financeira.
- “Grupo de Comparáveis”: Lafarge, Holcim, Cemex e HeidelbergCement.
- “Volume de Negócios” – valor das vendas mais serviços prestados
- “WACC” – Custo Médio Ponderado do Capital



## UM PROJETO PARA UMA CIMPOR MAIS FORTE

11 de maio de 2012

**CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.**

Sociedade Aberta

Sede: Rua Alexandre Herculano, no. 35, 1250-009 Lisboa, Portugal

Capital Social: € 672,000,000.00

T. +351 21 311 8100, Fax +351 21 356 1381

Pessoa Coletiva n.º: 500 722 900

Registada na Conservatória do Registo Comercial de Lisboa sob o mesmo número

Caros Acionistas,

Na sequência do relatório atualizado divulgado na presente data relativamente à Oferta da Camargo Corrêa, o Conselho de Administração da Cimpor, após uma cuidadosa ponderação, entendeu ser importante desenvolver uma alternativa para a Cimpor que acreditamos agregar valor para todos os Acionistas. O presente relatório define uma alternativa para a Cimpor e deverá ser considerado em conjunto com a atualização do Relatório do Conselho de Administração sobre a Oportunidade e as Condições da Oferta da InterCement (Camargo Corrêa) de 11 de maio de 2012 (“Relatório Atualizado”).

O vosso Conselho de Administração concluiu que cria mais valor para os seus Acionistas a apresentação de um convite à Camargo Corrêa para que considere uma fusão entre a InterCement e a Cimpor, igualitária para todos os Acionistas e que não implique o desmembramento da Cimpor.

Neste documento, o Conselho de Administração apresenta detalhadamente o referido convite, que acreditamos representar uma alternativa superior para os Acionistas que venham a permanecer investidos na Cimpor, incluindo a Camargo Corrêa. Esta proposta está em linha com o objetivo declarado de criar uma maior e mais diversificada cimenteira, operando um conjunto de ativos de excelência. A aceitação pela Camargo Corrêa de uma reformulação estratégica do futuro da Cimpor dentro da orientação que apontamos, permitirá que os Acionistas possam esclarecidamente escolher, no âmbito da Oferta, entre a aceitação do preço oferecido e a manutenção, suscetível de eventual recomendação, do seu investimento numa empresa que verá a continuidade da sua estratégia reforçada pelas contribuições aportadas pelo novo acionista controlador, sendo, neste contexto, especialmente relevantes as sinergias recolhidas e a reforçada capacidade financeira, capaz de suportar uma remuneração extraordinária aos Acionistas.

A atratividade deste convite reside primordialmente na salvaguarda da exposição geográfica da Cimpor e no tratamento igualitário proporcionado aos Acionistas, sendo mais amplamente detalhada ao longo deste documento:

- **Exposição Geográfica:** Criação de uma das mais diversificadas e geograficamente equilibradas cimenteiras internacionais, com sólidas posições em mercados atrativos e de elevado crescimento, ultrapassando os riscos associados ao desmembramento da Cimpor, já explicitado na revisão dos Documentos da Oferta.
- **Tratamento igualitário de Acionistas:** Assegura que todos os Acionistas são tratados de igual forma, podendo beneficiar do potencial de valorização de uma maior e reforçada plataforma de crescimento, tirando partido das substanciais sinergias que resultam desta combinação.

Faz parte desta proposta o objetivo de efetuar o pagamento de um dividendo extraordinário de até 1 Euro por ação, por forma a permitir a todos os Acionistas participarem no sólido desempenho financeiro da empresa.

# ÍNDICE

A. Um convite para construir uma Cimpor mais forte	5
B. Análise do Convite para construir uma Cimpor mais forte	14
ANEXO 1 - Análise dos interesses e restrições dos Acionistas	22
ANEXO 2 - Bases de Cálculo e Fontes de Informação	26

A.  
UM CONVITE PARA CONSTRUIR UMA  
CIMPOR MAIS FORTE

## 1. Contexto e considerações

O Conselho de Administração convida a Oferente e os restantes Acionistas a considerar uma alternativa que procura maximizar valor para todos os Acionistas enquanto assegura a manutenção dos objetivos estratégicos e a integridade da Cimpor.

Após uma cuidada análise e ponderação da Oferta da Camargo Corrêa bem como dos interesses e constrangimentos das diversas partes envolvidas neste processo, o Conselho de Administração concebeu uma proposta em defesa dos melhores interesses da Cimpor e de cada um dos principais grupos Acionistas, incluindo os Acionistas minoritários, procurando promover uma transação que permita a todos os Acionistas participar, em circunstâncias e condições equitativas, na construção de uma Cimpor mais forte.

As considerações que se seguem suportam, orientaram e constituem os principais objetivos do presente convite:

### 1.1. O baixo preço da atual Oferta

- Acreditamos que o baixo preço oferecido subavalia significativamente a Cimpor. Conforme referido no seu Relatório Atualizado, o Conselho de Administração defende que o preço da Oferta é baixo e não compensa de forma adequada os Acionistas da Cimpor.
- Destacamos que o preço não reflete um adequado prémio de controlo, implica um múltiplo mais baixo do que observado em transações comparáveis e não partilha as sinergias que a Oferente irá obter, entre outras.

### 1.2. A Camargo Corrêa apoia a presente estratégia da Cimpor

- A Oferente afirma que os objetivos estratégicos na base desta aquisição se encontram alinhados com as atuais orientações estratégicas da Cimpor.
- O Conselho de Administração é da opinião que um convite que não altere estes princípios estratégicos poderá ser tido, pela Camargo Corrêa e por aqueles Acionistas que estejam a considerar aceitar a Oferta, como uma alternativa válida.

### 1.3. Um portfólio internacional equilibrado constitui uma vantagem competitiva e de acesso a crédito

- Uma maior diversificação geográfica traduz-se numa melhor qualidade do crédito e numa maior estabilidade dos lucros. Os critérios da agência de *rating* Standard & Poors vêem na concentração geográfica uma potencial fonte de risco. Assim, em termos de perfil de crédito, uma estrutura que privilegie a diversificação geográfica do portfólio, mesmo que todos os outros fatores se mantenham, será mais benéfica do que uma estrutura mais concentrada geograficamente.

### 1.4. A perda de sinergias deveria ser evitada

- Conforme salientado acima, a atual presença geográfica da Cimpor promove a resiliência face a ciclos económicos e o acesso a mercados com fortes perspectivas de crescimento. Além disso, o atual portfólio da Cimpor beneficia de economias de escala, o que acreditamos representar uma vantagem competitiva para além de contribuir para uma melhor performance ao longo do tempo.
- A proposta da InterCement de alienação de Ativos à Votorantim teria um impacto negativo na *performance* da Cimpor. O desinvestimento em regiões fulcrais da base operacional da Cimpor envolveria, *inter alia*, a perda dos benefícios comerciais e operacionais decorrentes da integração de Portugal e Espanha, a perda de potenciais mercados exportadores e ainda a redução da otimização dos custos com *procurement* e logística do Grupo em geral. Ao apresentar este convite, o Conselho de Administração procurou evitar a perda de valor associada à redução das economias de escala.

### 1.5. O Perfil global da Cimpor deveria ser maximizado

- Um dos principais objetivos da presente proposta do Conselho de Administração é aumentar a exposição internacional da Cimpor no mercado cimenteiro, concentrando-se em mercados fulcrais, como o Brasil, mas mantendo um perfil geográfico equilibrado e resiliente.
- Esta proposta foi desenvolvida tendo como base os exigentes padrões de governo da Sociedade, como empresa cotada, e o pressuposto apresentado pela Oferente de que não haverá significativos problemas concorrenciais no Brasil na medida em que as atividades da InterCement e da Cimpor são complementares do ponto de vista regional.

### **1.6. Manutenção de uma empresa internacional sediada e cotada em Portugal**

- O objetivo estabelecido nos documentos da Oferta de que a Oferente pretende manter a Cimpor como uma empresa cotada de perfil internacional, com sede e centro de decisão em Portugal é aceite ou positivamente valorizado por todos os Acionistas.

### **1.7. O sólido know-how reunido em torno da plataforma Portuguesa deveria ser alavancado à mais vasta base de ativos**

- Além da já referida perda de sinergias decorrente do desmembramento da Cimpor, a Oferente reconhece os benefícios de implementar as melhores práticas e o profundo conhecimento de operações cimenteiras da Cimpor num conjunto diversificado de geografias.
- A redução da presente diversidade e exposição geográficas limita o valor acrescentado que a gestão da Cimpor pode criar, e como tal, deverá ser considerada entre as perdas de sinergias decorrentes da repartição de ativos da Sociedade.

### **1.8. O objetivo da Camargo Corrêa de adquirir o controlo da Cimpor deverá ser bem sucedido**

- A Oferta da Camargo Corrêa demonstra a sua intenção de assegurar o controlo da Cimpor. Na ausência de cláusula de sucesso e na sequência de declarações de Acionistas, com participação total de 19,6% do capital social, afirmando a sua intenção de vender nesta Oferta, neste momento, a referida aquisição de controlo é altamente provável.
- Neste contexto, no sentido de assegurar o apoio e a atratividade desta proposta, o Conselho de Administração da Cimpor convida a Camargo Corrêa a aceitar este caminho complementar que lhe assegura o controlo de uma Cimpor geograficamente mais diversificada, mais rentável e mais atrativa para os Acionistas minoritários.

### 1.9. Os dois maiores Acionistas da Cimpor ainda não chegaram a um acordo

- A inexistência de acordo entre a Oferente e a Votorantim cria incerteza em relação ao futuro da Cimpor após a Oferta. Um Acionista que opte por vender na Oferta não terá informação transparente sobre o grau de compromisso da Votorantim relativamente à permuta de ativos prevista.
- No sentido de resolver este tema, a proposta do Conselho de Administração não está sujeita ao resultado de qualquer acordo secundário com um acionista específico, sendo sim um projeto alternativo que assegura, entre outros aspetos positivos, a continuidade da diversidade e abrangência geográficas das operações da Cimpor, e em particular a sua posição no Brasil.

### 1.10. Partindo da proposta da Camargo Corrêa de 2010

- A proposta de fusão da Camargo Corrêa de 2010 foi considerada como ponto de partida para esta alternativa de criação de valor para todos os Acionistas.

**Tendo em consideração os aspetos acima referidos, o Conselho de Administração da Cimpor convida os seus Acionistas a analisar uma alternativa que é composta por:**

- **Uma fusão pós-Oferta entre a Cimpor e a InterCement que resultaria num aumento da base de ativos da Cimpor, assim como no aumento da sua presença em geografias consideradas como prioritárias, permitindo a maximização das sinergias resultantes de tal fusão.**
- **Um dividendo extraordinário de até 1 Euro com o objetivo de permitir a todos os Acionistas partilhar a robusta performance financeira da Sociedade.**

## 2. Fusão entre a Cimpor e a InterCement

O Conselho de Administração propõe-se aprovar uma proposta a ser submetida ao Conselho de Administração da InterCement sobre um projeto de fusão que permita combinar a Cimpor e a InterCement. A Camargo Corrêa iria desta forma adquirir uma posição de controlo através da Oferta e da referida fusão.

### 2.1. Principais características

- A fusão irá resultar num aumento da base de ativos da Cimpor e da sua plataforma operacional nas geografias prioritárias, traduzindo-se num aumento da exposição da empresa ao Brasil e na integração de três novos países (Argentina, Paraguai e Angola) mantendo a vantagem, no que toca ao perfil de risco, de uma maior diversificação geográfica. A atual presença geográfica da Cimpor é o resultado de 20 anos de permanente expansão, e do desenvolvimento de aptidões globais que levariam tempo a ser replicadas.
- A capacidade total de cimento aumentaria em 15,9 milhões de toneladas (um aumento de 36%, ao invés de uma queda de 10%) e as vendas de 2011 em € 1.261 m (um aumento de 55% ao invés de 21%). A participação da Camargo Corrêa na Cimpor aumentaria num montante proporcional ao valor dos ativos transferidos, partindo do pressuposto que as estruturas de capital são comparáveis.
- Esta proposta do Conselho de Administração pretende aumentar o portfolio da Cimpor, através de uma fusão após a Oferta, e sem recorrer a Aliações de Ativos à Votorantim.
- Assim, esta estrutura permitirá que todos os Acionistas beneficiem do potencial máximo de sinergias disponíveis, sem as perdas de sinergias que resultam das Aliações de Ativos à Votorantim (China / Espanha / Índia / Marrocos / Tunísia / Turquia / Peru).
- Caso a Votorantim pretenda alienar a sua participação, parcialmente ou na sua totalidade, ou caso tal seja requerido pela Autoridade da Concorrência do Brasil, a Cimpor irá apoiar com os seus melhores esforços para que a Votorantim coloque as suas ações no mercado através de uma oferta de ações ou de uma colocação privada, nas melhores condições possíveis que o mercado permita.

- O Conselho de Administração realça que a colocação desta participação no mercado aumentaria o número de ações em circulação e a liquidez do título levando a uma potencial reclassificação da ação Cimpor.

## 2.2. Principais termos

- Os termos da transação seriam determinados tal como a Oferta da Camargo Corrêa propõe, tendo como base avaliações de bancos de investimento independentes e assumindo estruturas de capital e de endividamento similares para a InterCement e para a Cimpor.
- A proposta estará sujeita, designadamente, às seguintes condições: (i) acordo final entre as partes sobre os termos da fusão, (ii) processos de *due diligence* limitados, (iii) cumprimento das formalidades de fusão aplicáveis, incluindo a aprovação dos Acionistas e (iv) autorizações aplicáveis e necessárias para a conclusão da transação, em particular no que respeita às autorizações das autoridades da concorrência, bem como a derrogação por parte da CMVM, do dever da Camargo Corrêa de lançar uma Oferta Pública de Aquisição obrigatória subsequente.
- Ambos os Conselhos de Administração da Cimpor e da sociedade a ser incorporada devem aprovar os documentos da fusão, incluindo a respetiva justificação, tendo em conta os seus interesses corporativos.
- Uma vez aprovados pelos Conselhos de Administração e sem prejuízo das demais formalidades aplicáveis, os documentos da fusão serão sujeitos aos pareceres dos órgãos de fiscalização das sociedades envolvidas, assim como à opinião dos respectivos auditores independentes, sendo estas necessárias em particular para confirmar a adequação do rácio de troca das ações.
- Os Conselhos de Administração da Cimpor e da sociedade a ser incorporada deverão submeter às respetivas Assembleias Gerais extraordinárias, conforme o caso, (i) o projeto de fusão, (ii) o aumento de capital necessário, (iii) o reconhecimento que a operação acarreta o dever, por parte da Camargo Corrêa, de lançar uma oferta pública de aquisição obrigatória, na ausência de derrogação, e (iv) as alterações necessárias aos estatutos da Cimpor.

11 MAIO 2012

---

- No contexto da fusão, o Conselho de Administração irá propor as seguintes medidas, de forma a promover a proteção dos Acionistas minoritários:
  - Governo da Sociedade: o Conselho de Administração irá procurar trabalhar com a Camargo Corrêa no sentido de manter e melhorar as boas práticas em matéria de governo da Sociedade e salvaguardas referentes a negócios com partes relacionadas com vista a assegurar o tratamento igualitário de todos os Acionistas com o objectivo principal de maximizar valor para os Acionistas.
  - Políticas financeiras: o Conselho de Administração irá procurar estabelecer políticas financeiras que permitam salvaguardar tanto o valor para os Acionistas como a estrutura financeira da Sociedade. Estas incluiriam: (i) delinear uma clara política de dividendos – um rácio de *payout* no mínimo de 45%; e (ii) delimitar um nível máximo de endividamento – que não deverá superar as 4,5x Dívida Líquida / EBITDA.

**O Conselho de Administração considera que o convite aqui efetuado reforça a proposta de valor da Cimpor, proporciona uma alargada e distintiva plataforma geográfica em mercados emergentes atrativos e com fortes perspectivas de crescimento, que minimiza os riscos evidenciados no Relatório Atualizado.**

### 3. Distribuição de Dividendo Extraordinário

O perfil financeiro assim projetado para a Cimpor cria também condições propícias a uma remuneração extraordinária dos Acionistas. É intenção do Conselho de Administração, trabalhando os cenários financeiros resultantes da eventual aceitação do convite pela Camargo Corrêa, vir a propor à Assembleia Geral dos Acionistas a distribuição de um dividendo extraordinário de até 1,0 Euro por ação.

Na formulação desta iniciativa, o Conselho de Administração tomou em consideração:

- A esperada perda do *rating de investment grade* da Cimpor permitirá utilizar a liquidez excedente, atualmente necessária para assegurar o *rating* existente, bem como aumentar a alavancagem do Balanço através do recurso a instrumentos de dívida nos mercados de capitais, libertando meios financeiros disponíveis para o proposto dividendo extraordinário.
- A otimização da estrutura de capital da Cimpor de acordo com a seu novo *rating*, incluindo maior alavancagem, não deverá afetar a sua atividade operacional, uma vez que a robustecida geração de fluxos de caixa da Cimpor impulsionará o seu crescimento e garantirá a sua solidez financeira.
- Tal distribuição será preferencialmente efetuada nos seis meses seguintes à conclusão da operação de fusão, por proposta do Conselho de Administração e aprovação pela Assembleia Geral. O pagamento deste dividendo está ainda sujeito às condições de mercado e à situação financeira da empresa nesse momento, bem como aos requisitos e formalidades legais, incluindo, nomeadamente, relatório do auditor e parecer do Conselho Fiscal da Sociedade.

A distribuição de um dividendo extraordinário é atrativa para os Acionistas na medida em que por um lado proporciona a realização de liquidez, enquanto por outro facilita a cada Acionista a manutenção da sua participação na Cimpor e o acesso ao seu potencial de valorização e perspectivas de crescimento. O Conselho de Administração entende que esta distribuição extraordinária de dividendos não debilitará o futuro acesso da Cimpor ao mercado de capitais, dada a robustez histórica da sua performance financeira e o seu relacionamento de longa data com instituições de crédito e investidores.

B.  
ANÁLISE DO CONVITE PARA  
CONSTRUIR UMA CIMPOR MAIS FORTE

## 1. Considerações Estratégicas

O Conselho de Administração considera que a sua proposta representa uma alternativa aliciente à Oferta da Camargo Corrêa. É mais equitativa, oferece rendimentos superiores para todos os Acionistas da Cimpor e responde às preocupações geradas pela Oferta.

### 1.1. Melhoria da posição global no mercado

- A Cimpor é atualmente o décimo primeiro maior produtor de cimento em termos de capacidade instalada e a proposta do Conselho de Administração resultaria, se implementada, num reforço do posicionamento da Cimpor para oitavo maior produtor de cimento.

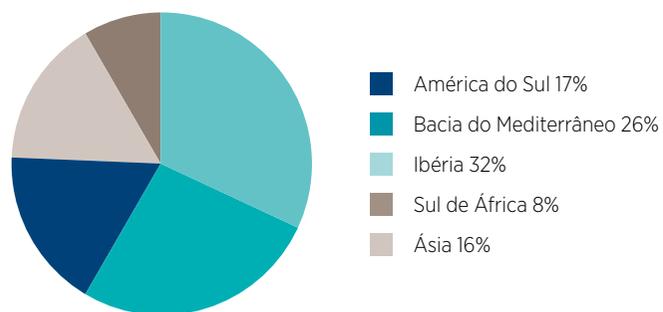
Espera-se que esta melhoria da posição no *ranking* proporcione escala de dimensão e alavancagem operacional adicionais, resultando em perspectivas de crescimento fortalecidas.

### 1.2. Reforço da base de ativos e da plataforma operacional

- A proposta do Conselho de Administração criará uma Sociedade com uma maior diversificação de mercados através da inclusão de três novos países (Argentina, Paraguai e Angola), bem como o reforço da posição no Brasil.
- Como consequência da implementação desta proposta, a capacidade da Cimpor aumentará em cerca de 36% ou 15,9 milhões de toneladas, para um total de 60,3 milhões de toneladas.
- A Cimpor aprofundará a sua exposição a mercados emergentes mantendo um portfolio balanceado e diversificado. Em termos de capacidade instalada, as atividades na América Latina aumentarão o seu peso relativo de 17% para 39%, enquanto que em termos de EBITDA o peso aumentaria de 35% para 57%.
- Globalmente a Cimpor continuará a beneficiar da maior exposição a mercados emergentes entre os Produtores de Cimento Internacionais com o EBITDA pró-forma de 2011 em mercados emergentes passando dos atuais 78% para 85%.

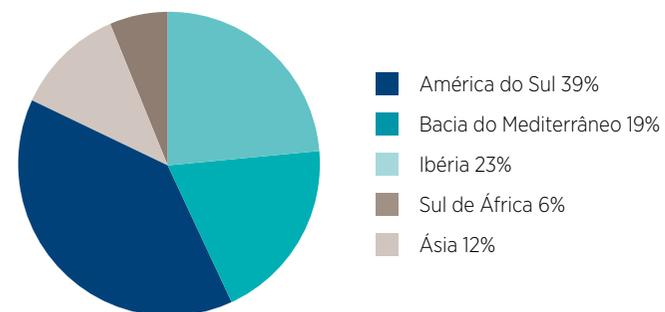
11 MAIO 2012

### CAPACIDADE INSTALADA DA CIMPOR PRÉ FUSÃO



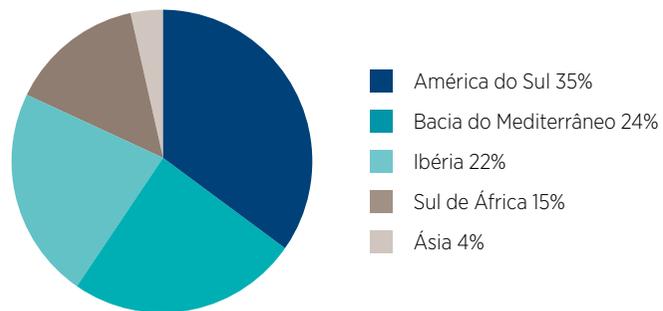
CAPACIDADE INSTALADA TOTAL: 44.4m Tons

### CAPACIDADE INSTALADA DA CIMPOR PÓS FUSÃO



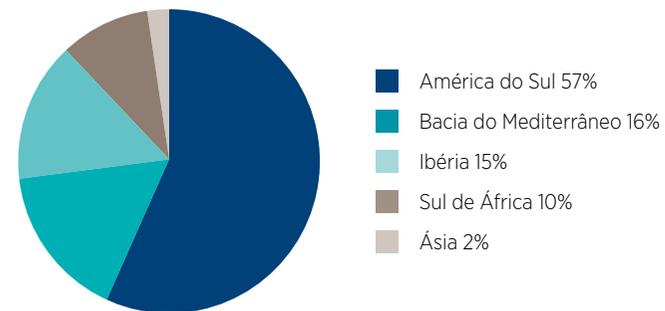
CAPACIDADE INSTALADA TOTAL: 60.3m Tons

### EBITDA 2011H CIMPOR PRÉ FUSÃO



EBITDA 2011H: €616m

### EBITDA 2011E CIMPOR PÓS FUSÃO <sup>(1)</sup>



EBITDA 2011E: €914.7m

(1) Exclui sinergias advindas da integração dos negócios

### 1.3 Maximização de sinergias

- O Conselho de Administração acredita que a sua proposta é apelativa para os Acionistas da Cimpor, uma vez que estes poderão beneficiar das sinergias significativas resultantes da combinação das operações da InterCement e da Cimpor no Brasil (Valor Atualizado Líquido de 330 milhões de Euros, como referido no Relatório Atualizado).

### 1.4. Eliminação de perdas de sinergias

- A Administração da Cimpor estima que, como resultado da exclusão dos Ativos a Transferir, a Sociedade venha a sofrer uma perda de sinergias como demonstrado no Relatório Atualizado. A Administração estima que estas perdas de sinergias atinjam um montante capitalizado de 210 milhões de Euros. De acordo com a proposta do Conselho de Administração as referidas perdas de sinergias seriam evitadas, uma vez que não ocorreria a transferência de ativos.

### 1.5. Aproveitamento do impacto na notação de crédito e nos custos de financiamento

- A proposta do Conselho de Administração resultará numa Sociedade de maior dimensão, com uma base de ativos geograficamente mais diversificada e um perfil de resultados mais resiliente, permitindo ao grupo alargado assegurar uma notação de crédito superior à que resultaria da Oferta da Camargo Corrêa.
- O Conselho de Administração tenciona utilizar a atual capacidade adicional de alavancagem para maximizar o retorno dos seus Acionistas através da distribuição de um dividendo extraordinário de até 1 Euro por ação.

### 1.6. Uma proposta mais equitativa com retornos superiores

- A proposta do Conselho de Administração não considera os Acionistas qualificados de forma distinta, propondo ao invés uma alternativa para todos os Acionistas em termos igualitários.

11 MAIO 2012

---

- A proposta da Oferente é baseada numa oferta em dinheiro de 5,33 Euros por ação líquida do dividendo de 2011 para todos os Acionistas, exceto para a Votorantim, a qual tem a opção de escolher a oferta em dinheiro ou alternativamente aceitar ativos por troca com as suas ações. Em contraste, a proposta do Conselho de Administração oferece aos Acionistas a oportunidade de participar no acréscimo de valor resultante da integração proposta, em conjunto com um dividendo extraordinário de até 1 Euro por ação.

### **1.7. Governo da Sociedade**

- A proposta do Conselho de Administração pretende assegurar, na devida proporção, a proteção de todos os Acionistas minoritários, de forma a assegurar uma salvaguarda adequada dos seus interesses.

## 2. Comparação entre a Oferta da Camargo Corrêa e este projeto para uma Cimpor mais forte

	Oferta da Camargo Corrêa	Avaliação da Oferta da Camargo Corrêa	Avaliação da proposta do Conselho de Administração	Proposta do Conselho de Administração
<b>A</b>	<b>Posição de Mercado</b> - Manutenção da posição no ranking mundial de produtores de cimento em #11	—	+	- Subida de uma posição no ranking mundial de produtores de cimento de #11 para #8
<b>B</b>	<b>Exposição do Negócio</b> - Aumento da concentração - Redução da capacidade (40mt)	—	+	- Aumento da diversificação - Aumento da capacidade (60mt)
<b>C</b>	<b>Sinergias</b> - €330m (como comunicado pela Camargo Corrêa em fev 2010)	—	+	- €330m (como comunicado pela Camargo Corrêa em fev 2010) - Evita €210m de perda de sinergias
<b>D</b>	<b>Financiamento</b> - Aumento dos custos de financiamento	=	=	- Dependente do nível do dividendo e de associação com a Camargo Corrêa
<b>E</b>	<b>Forma de Pagamento</b> - Oferta totalmente em dinheiro e abaixo do valor intrínseco da Cimpor - A Votorantim recebe uma proposta alternativa em ativos	—	+	- Tratamento igualitário dos Acionistas - Potencial de valorização mantido através das ações + dividendo extraordinário - Apoio à Votorantim numa venda ordenada da sua participação
<b>F</b>	<b>Governo Societário</b> - Falta de proteções de governo societário específicas para os Acionistas minoritários	—	+	- Objetivos dos Acionistas minoritários assegurados - Proteção do dividendo - Manutenção da estrutura de capital
<b>G</b>	<b>Portugal</b> - Incerteza sobre a manutenção da sede em Portugal - Perspetivas incertas para os trabalhadores	—	+	- Maior certeza sobre a manutenção da sede em Portugal - Melhores perspetivas para os trabalhadores

## 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 atuais relativas, nomeadamente, aos resultados operacionais da Cimpor, às condições financeiras, liquidez, custos, perspectivas, crescimento, estratégia, planos, eficiências operacionais, situação concorrencial, objetivos de gestão, ao setor 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 Acionistas 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 efetivos 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 atualizar ou de divulgar quaisquer revisões das Previsões e Declarações contidas neste Relatório de modo a refletir quaisquer eventos ou circunstâncias efetivos após a presente data.

Este Relatório não esgota toda a informação prestada ao mercado sobre a Cimpor. Assim, recomenda-se aos investidores, em geral, e aos Acionistas da Cimpor, em particular, que consultem *press releases* anteriores, publicações e informação financeira divulgados pela Cimpor e disponibilizados em [www.cimpor.com](http://www.cimpor.com).

Quaisquer dos seguintes fatores importantes poderão, entre outros, determinar que os resultados da Cimpor diverjam 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 objeto de litígio.

Certas afirmações constantes deste Relatório refletem 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 1

# ANÁLISE DOS INTERESSES E RESTRICÇÕES DOS ACIONISTAS

## Análise dos interesses e restrições dos Acionistas

A tabela abaixo, baseada nos Documentos da Oferta e outra informação pública, descreve os interesses e restrições das partes relevantes e as prováveis implicações que a Oferta terá nos Acionistas da Cimpor:

Camargo Corrêa	
Interesses	Restrições
<ul style="list-style-type: none"> <li>Assumir o controlo da Cimpor (definido como &gt;50% do controlo acionista) e evitar qualquer incerteza relativamente ao desenvolvimento das atividades da Sociedade;</li> <li>Resolver a estrutura acionista fragmentada e assegurar a sua estabilidade;</li> <li>Responder às questões de concorrência no Brasil resultantes da entrada da Votorantim no capital da Cimpor em 2010;</li> <li>Fortalecer o posicionamento competitivo da Cimpor, criando uma plataforma de crescimento mais equilibrada com a integração de todos os ativos da InterCement numa única entidade;</li> <li>Posicionar a nova entidade como o segundo maior produtor de cimento no Brasil, com uma quota de mercado de 20%.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A necessidade da Votorantim desinvestir da Cimpor para um nível que seja aceitável pela Autoridade da Concorrência do Brasil para que a Camargo Corrêa possa ter poder de decisão nos negócios brasileiros da Cimpor (atualmente impedida pelo APRO celebrado com o CADE);</li> <li>A Votorantim não pretende vender a sua participação na Cimpor na Oferta, conforme informado à Cimpor pela InterCement, mas a Camargo Corrêa considera altamente provável a possibilidade de a Votorantim aceitar uma troca das suas ações pelos Ativos a Transferir;</li> <li>A necessidade de estabelecer um enquadramento de transição na Cimpor, assegurando que a Votorantim não terá poder de decisão nem acesso a informação relacionada com o mercado brasileiro (i.e., através do acordo parassocial e duas comissões a criar no seio do Conselho de Administração da Cimpor) de forma a que o CADE aprove a tomada de controlo por parte da Camargo Corrêa;</li> <li>A intenção manifestada de manter a sede e centro de decisão da Cimpor em Portugal;</li> <li>O acordo entre a Camargo Corrêa e a Teixeira Duarte permitindo a esta última adquirir uma fábrica em Portugal e duas fábricas no Brasil, caso a Camargo Corrêa aumente a sua participação na Cimpor para mais de 50%;</li> <li>O lançamento de Ofertas obrigatórias na Índia e na Turquia onde algumas das subsidiárias da Cimpor são empresas cotadas.</li> </ul>

11 MAIO 2012

Votorantim	
Interesses	Restrições
<ul style="list-style-type: none"><li>• Procurar extrair valor da Oferta através do aproveitamento do seu acordo parassocial com a CGD (bem como das implicações concorrenciais no Brasil), caso a Votorantim mantenha uma participação relevante no capital social da Cimpor;</li><li>• A Camargo Corrêa manifestou que, ao invés da Votorantim vender na Oferta, uma troca das suas ações pelos Ativos a Transferir tem alta probabilidade de corresponder ao interesse desta última;</li><li>• Aumentar a diversificação geográfica para o negócio de cimento, a atingir através da aquisição dos Ativos a Transferir que não estão a ser oferecidos a outros Acionistas;</li><li>• A Votorantim poderá adquirir os Ativos a Transferir a um preço a ser determinado após a Oferta e fora da esfera pública;</li><li>• Desobrigar-se do acordo parassocial com a CGD, caso esta aceite a Oferta.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• O acordo parassocial com a CGD no qual se compromete com a manutenção da independência da Cimpor, da cotação da ação e de uma notação de crédito <i>investment grade</i>.</li><li>• A dependência relativamente ao acordo parassocial com a CGD para efetuar a venda da sua participação na Cimpor;</li><li>• As limitações em manter uma participação significativa na Cimpor devido a matérias de natureza concorrencial no Brasil;</li><li>• A necessidade de estabelecer um enquadramento de transição na Cimpor, assegurando que a Votorantim não terá poder de decisão nem acesso a informação relacionada com o mercado brasileiro (i.e., através do acordo parassocial e duas comissões a criar no seio do Conselho de Administração da Cimpor) de forma a que o CADE aprove a tomada de controlo por parte da Camargo Corrêa;</li><li>• A Votorantim poderá ter de lançar uma Oferta obrigatória sobre a Cimpor como resultado do acordo parassocial com a Camargo Corrêa;</li><li>• Ao lançamento de Ofertas obrigatórias na Índia e na Turquia onde algumas das subsidiárias da Cimpor são empresas cotadas.</li></ul>
CGD	
Interesses	Restrições
<ul style="list-style-type: none"><li>• Vender as suas ações por uma contrapartida em numerário.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dependente da concordância da Votorantim no âmbito das condições do acordo parassocial existente.</li></ul>

#### FUNDO DE PENSÕES DO GRUPO BCP

##### Interesses

- Alienar a sua posição na Cimpor de maneira a aumentar os seus níveis de liquidez.

##### Restrições

- Não beneficiar da oportunidade do possível pagamento em dinheiro resultante do acerto de valor da troca de ativos;

#### Acionistas institucionais e outros

##### Interesses

- Maximização do valor do seu investimento;
- Acionistas institucionais e outros encontram-se limitados a duas alternativas:
  - Aceitar a Oferta a um preço reduzido, sem incorporação de um prémio de controlo; ou
  - Manter o seu investimento na Cimpor, sabendo que os seus interesses poderão não coincidir com os da Camargo Corrêa e da Votorantim.

##### Restrições

- Não beneficiar da oportunidade do possível pagamento em dinheiro resultante do acerto de valor da troca de ativos;
- Falta de mecanismos de proteção dos direitos minoritários;
- Preocupações relativas à aquisição potestativa: enquadramento temporal e preço;
- Ausência de garantia ou depósito bancário apresentados pela Oferente, enfraquecendo a sua posição vis a vis os Acionistas qualificados.

# ANEXO 2

# BASES DE CÁLCULO E FONTES DE INFORMAÇÃO

## 1. Bases de cálculo, fontes e pressupostos Gerais

Exceto referência em contrário, neste documento:

1.1. A informação financeira da Cimpor incluída neste documento foi retirada dos respectivos Relatórios e Contas consolidados para os períodos relevantes e de outros documentos tornados públicos pela Sociedade.

1.2. A informação relativa ao enquadramento estratégico, atividade operacional e posição de mercado da Cimpor, tem como base os Relatórios e Contas consolidados, anúncio de resultados do primeiro trimestre de 2012, outros documentos tornados públicos pela Sociedade, informação interna e diversa informação disponível no mercado.

1.3. Os valores das perdas de sinergias são baseadas em estimativas da Cimpor.

1.4. Toda a informação pró-forma relativa à combinação da Cimpor com a InterCement tem como fonte os Relatórios e Contas consolidados das duas empresas e da Loma Negra Compañía Industrial Argentina Sociedad Anónima. Toda a informação relativa a Demonstrações de Resultados da InterCement e Loma Negra foi convertida em Euros utilizando as taxas de câmbio médias da Bloomberg para os períodos.

1.5. A informação relativa aos Documentos da Oferta baseia-se no Anúncio Preliminar e nos Projetos dos Documentos da Oferta.

## 2. Bases de cálculo, fontes e pressupostos Específicos

2.1 Métricas dos Ativos da InterCement e Ativos a Transferir

Vendas 2011 e EBITDA 2011 para a InterCement tem como fonte as referidas acima. Capacidade instalada de produção de cimento de 15,9 mt tem como fonte o projeto de prospeto da InterCement. Para os Ativos a Transferir, as Vendas e o EBITDA têm como fonte o Relatório e Contas consolidado da Cimpor de 2011. A capacidade instalada de produção de cimento (com clínquer próprio e de terceiros) tem como fonte o website da Cimpor.

## 2.2 Ranking dos produtores de cimento por capacidade instalada

A posição da Cimpor no ranking global dos produtores de cimento tem como fonte informações de gestão de 2011. A Cimpor ocupa atualmente a 11ª posição no ranking da capacidade instalada de cimento em 2011, com 44,4 milhões tons. A Oferta da Camargo Corrêa implicaria uma perda de 20,3 milhões tons em 2010, atribuíveis aos Ativos a Transferir (Relatório e Contas da Cimpor de 2011) e um incremento de 15,9 milhões tons resultantes da inclusão da capacidade instalada da InterCement. A conjugação destes efeitos resultaria numa capacidade de 39,9 milhões tons, implicando que a Cimpor iria manter a mesma posição no ranking. A proposta do Conselho de Administração implicaria um aumento da capacidade instalada da Cimpor para 60,3 milhões tons, resultando numa subida para a 8ª posição no ranking.

Posição	Empresa	País	Capacidade (Mt)
1	CNBM	China	260
2	Lafarge	França	225
3	Holcim	Suíça	216
4	Anhui Conch	China	180
5	HeidelbergCement	Alemanha	116
6	Cemex	México	95
7	Italcementi	Itália	74
8	UltraTech	Índia	49
9	Talheiyō	Japan	50
10	Buzzi Unicem	Itália	45
11	Cimpor	Portugal	44

Fonte: Informação de gestão

2.3 A categorização de países por região geográfica apresentada no documento é a seguinte:

- Ibéria – Portugal e Espanha
- Bacia do Mediterrâneo – Marrocos, Tunísia, Egito e Turquia
- América do Sul – Brasil e Argentina (quando analisados dados pró-forma da combinação da Cimpor e InterCement)
- Ásia – China e Índia
- Sul de África – África do Sul, Moçambique e Cabo Verde

#### 2.4 Análise das Sinergias

Foi utilizada uma amostra de transações do sector de cimento e agregados. As sinergias como percentagem das vendas da empresa alvo foram calculadas como o quociente do valor das sinergias anunciadas no comunicado de imprensa à data da oferta e as vendas anuais mais recentemente reportadas pela empresa alvo.

O valor atualizado líquido de € 330 milhões das sinergias esperadas da integração da Camargo Corrêa com as operações brasileiras da Cimpor tem como fonte o comunicado de imprensa de 13 de janeiro de 2010.

Cálculo das sinergias antes de imposto e valor atualizado líquido:

Volume de negócios da Cimpor 2011 H (milhões de euros)	2.275	2.275
Sinergias como % do volume de negócios	2%	4%
Impacto das sinergias no EBITDA (milhões de euros)	45,5	91,0
% do EBITDA da Cimpor em 2011 (616 milhões de euros)	7%	15%
Impacto após imposto (taxa de imposto de 34%) (milhões de euros)	30,0	60,1
Valor atualizado líquido das sinergias (10% WACC) (milhões de euros)	300,3	600,6
Valor atualizado líquido das sinergias por ação (ajustado por ações próprias)	€0,45	€0,90

## Glossário

- “Bloomberg” – base de dados financeira.
- “EBITDA” – “Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortizations” – Lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações.
- Valor da Empresa ou EV
  - - Capitalização Bolsista da empresa;
  - - Adicionado (i) da dívida líquida reportada à data mais recente; (ii) das responsabilidades para com o fundo de pensões líquidas de imposto e (iii) dos interesses minoritários;
  - - Deduzindo (iv) participações em empresas associadas, (v) ativos detidos para venda.
- “EV/EBITDA” – Quociente entre o Valor da Empresa e o EBITDA..
- “Factset” – base de dados financeira.
- “Rácio de Alavancagem” ou “Dívida Líquida/ EBITDA” – Quociente entre a Dívida Líquida e o EBITDA.
- “Dívida Líquida” – definido como no R&C consolidado de 2011 da Cimpor e correspondente a Empréstimos Obtidos e outros itens com a natureza de Dívida Financeira - Caixa e Equivalentes.
- “Capitalização Bolsista” – corresponde ao valor dos capitais próprios de uma empresa valorizado a preços de mercado, sendo obtido através da multiplicação do número de ações emitidas pelo preço atual das mesmas.
- “Mergermarket” – base de dados financeira.

- “Produtores de Cimento Internacionais” – Lafarge, Holcim, Cemex, HeidelbergCement, Titan, Italcementi, Buzzi Unicem, Vicat, CRH, Cimentos Portland Valderrivas (CPV) e Cementir Holding.
- “P/E” – Quociente entre o Preço e os Resultados por Ação
- “ThomsonOne” – base de dados financeira.
- “Grupo de Comparáveis”: Lafarge, Holcim, Cemex e HeidelbergCement.
- “Volume de Negócios” – valor das vendas mais serviços prestados
- “WACC” – Custo Médio Ponderado do Capital

