

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

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



7 de Janeiro de 2010

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

Mensagem aos accionistas da CIMPOR

No passado dia 18 de Dezembro, a CSN anunciou uma oferta pública de aquisição sobre a CIMPOR, cujos projectos de prospecto e de anúncio de lançamento recebemos no dia 30 de Dezembro de 2009.

Tendo analisado cuidadosamente aqueles documentos, o Conselho de Administração entende que a Oferta subavalia significativamente a empresa e não prossegue o melhor interesse dos seus accionistas.

A Oferta anunciada pela CSN não foi solicitada pela CIMPOR, nem previamente discutida ou sequer comunicada à CIMPOR. O Conselho de Administração considera-a hostil porque oportunística, irrelevante e perturbadora da actividade da Empresa.

Assim, na reunião hoje realizada, o Conselho de Administração da CIMPOR deliberou, por unanimidade, rejeitar a Oferta e recomendar aos seus accionistas que nela não vendam as suas acções.

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

Tendo em conta que a decisão final quanto ao mérito da Oferta cabe aos accionistas, este relatório apresenta os argumentos com base nos quais o Conselho de Administração avaliou a Oferta e recomenda aos accionistas que não a aceitem, já que:

- A Oferta subavalia significativamente a CIMPOR;
- A CSN não oferece um prémio aos accionistas da CIMPOR;
- A CIMPOR tem uma comprovada história de sucesso empresarial e está fortemente empenhada em prosseguir a sua estratégia de criação de valor para os accionistas; e
- O sucesso desta Oferta comprometeria o desenvolvimento futuro da CIMPOR.

O relatório identifica ainda as deficiências significativas dos projectos de prospecto e de anúncio de lançamento recebidos, uma vez que estes são incompletos e imprecisos, omitem informação legalmente exigida, não cumprem os requisitos legais quanto à qualidade da informação, são obscuros em todos os aspectos financeiros e, assim, impossibilitam o Conselho de Administração de adoptar uma posição esclarecedora sobre alguns dos termos da Oferta.

Recomendação:

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

Relatório do Conselho de Administração

**Relatório do Conselho de Administração da
CIMPOR - Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. sobre a oportunidade e condições da
Oferta Pública de Aquisição das respectivas acções anunciada preliminarmente pela
Companhia Siderúrgica Nacional**

Nos termos e para os efeitos do n.º 1 do art. 181.º do Código dos Valores Mobiliários (o “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 colectiva n.º 500 722 900, registada na Conservatória do Registo Comercial de Lisboa sob o mesmo número, com o capital social de € 672.000.000,00 (“CIMPOR”, a “Sociedade” ou a “Empresa”), após uma cuidada análise dos projectos de anúncio de lançamento e de prospecto (os “Documentos da Oferta”) relativos à oferta pública de aquisição das acções representativas do capital social da CIMPOR (a “Oferta” ou a “Oferta da CSN”), preliminarmente anunciada, em 18 de Dezembro de 2009, pela Companhia Siderúrgica Nacional, sociedade de direito brasileiro, com sede na Rua São José, n.º 20, Grupo 1602, Centro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil (a “CSN”), a qual será lançada pela Seavon - Holding S.à.r.l., sociedade de direito luxemburguês, com sede em 46A, Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo, Cidade do Luxemburgo, Grão Ducado do Luxemburgo e integral e indirectamente detida pela CSN (o “Oferente”), vem, pelo presente, apresentar o seu relatório sobre a oportunidade e as condições da Oferta (o “Relatório”), o que faz nos seguintes termos:

Índice

1. Notas Prévias.....	7
1.1. O papel do Conselho de Administração no processo de Oferta	8
1.2. Os poderes da administração durante a Oferta	9
2. Documentos da Oferta.....	10
2.1. O Oferente não indica as autorizações administrativas que condicionam o lançamento da Oferta nem o prazo da Oferta.....	11
2.2. O Oferente omite informação essencial acerca do financiamento da Oferta e do seu impacto na situação financeira da CIMPOR	13
2.3. O Oferente não concretiza os seus planos estratégicos para a CIMPOR....	14
2.4. O Oferente não identifica as pessoas com ele relacionadas nos termos do art. 20.º do Cód.VM	15
2.5. O Oferente não esclarece que as limitações à administração da sociedade visada previstas no art. 182.º do Cód.VM não se aplicam nesta Oferta....	16
2.6. O Oferente prevê um conjunto de pressupostos desrazoáveis como potenciais fundamentos de revisão ou revogação da Oferta	18
3. Razões para a rejeição da Oferta da CSN	
(I) Um preço baixo	21
3.1. Uma Oferta sem prémio	22
3.2. Um preço demasiado baixo para a CIMPOR	23
3.3. Uma transacção a desconto	24
3.4. Uma Oferta num ciclo desfavorável para o mercado e para o sector	25
4. Razões para a rejeição da Oferta da CSN	
(II) Ser accionista da CIMPOR é investir numa estratégia superior	28
4.1. Estratégia de Desenvolvimento da CIMPOR	29
4.2. A forte posição de Mercado da CIMPOR.....	31
4.3. A excelente performance operacional da CIMPOR	33
4.4. O portfólio internacional da CIMPOR.....	41
5. Razões para a rejeição da Oferta da CSN	
(III) Ser accionista da CIMPOR é investir na mais rentável das cimenteiras internacionais	44

6. Razões para a rejeição da Oferta da CSN	
(IV) Impacto do perfil da CSN na Oferta e na CIMPOR	50
6.1. Ausência de vantagem estratégica	51
6.2. Impacto do perfil da CSN no futuro desenvolvimento da CIMPOR	51
6.3. Impacto do perfil da CSN nos <i>stakeholders</i> da CIMPOR	52
7. Intenções dos Membros do Conselho de Administração da CIMPOR em relação à aceitação da Oferta	55
Aviso Legal	57
Anexo	58



1. Notas Prévias

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

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

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

1.1.1. Deveres gerais do Conselho de Administração.

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

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

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

1.1.3. Relatório do Conselho de Administração.

- Este Relatório inclui os elementos exigidos pelo art. 181.º do Cód.VM e toda a informação nele disponibilizada é completa, exacta, verdadeira, actualizada, objectiva e legal.
- No entanto, este Relatório está, em grande medida, condicionado pelas deficiências dos Documentos da Oferta (como melhor detalhado na secção 2 *infra*) e foi elaborado com base no melhor conhecimento e convicção do Conselho de Administração sobre a informação disponível no momento da sua preparação.

1.2. Os poderes da administração durante a Oferta

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

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

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

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



2. Documentos da Oferta

Os Documentos da Oferta são incompletos e imprecisos relativamente a aspectos essenciais para a tomada de posição por parte do Conselho de Administração sobre a oportunidade e os termos da Oferta.

Considerando as exigências quanto ao conteúdo e qualidade da informação estabelecidas nos arts. 7.º, 115.º, 135.º, 138.º, 175.º e 183.º-A, todos do Cód.VM, e no Anexo II ao Regulamento 3/2006 da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (a “CMVM”), os Documentos da Oferta apresentam as seguintes deficiências:

- O Oferente não indica as autorizações administrativas que condicionam o lançamento da Oferta nem o prazo da Oferta.
- O Oferente omite informação essencial acerca do financiamento da Oferta e do seu impacto na situação financeira da CIMPOR.
- O Oferente não concretiza os seus planos estratégicos para a CIMPOR.
- O Oferente não identifica as pessoas com ele relacionadas nos termos do art. 20.º do Cód.VM.
- O Oferente não esclarece que as limitações à administração da sociedade visada previstas no art. 182.º do Cód.VM não se aplicam nesta Oferta.
- O Oferente prevê um conjunto de pressupostos desrazoáveis como potenciais fundamentos de revisão ou revogação da Oferta.

2.1. O Oferente não indica as autorizações administrativas que condicionam o lançamento da Oferta nem o prazo da Oferta

2.1.1. A incompletude dos Documentos da Oferta e da instrução do registo.

- No Anúncio Preliminar, a CSN estabeleceu como condição de lançamento da Oferta, *“a obtenção das aprovações e autorizações administrativas exigíveis nos termos da lei portuguesa ou de qualquer legislação estrangeira aplicável, nomeadamente a não oposição por parte de Autoridades reguladoras da concorrência”*.
- No entanto, estas aprovações/autorizações administrativas não são identificadas nos Documentos da Oferta, com excepção do *clearance* da Comissão Europeia, nos termos das regras comunitárias da concorrência.

- Assim, até esta data, o Oferente não apresentou, de forma clara e exaustiva, as autorizações/aprovações que constituem condição suspensiva do lançamento da Oferta nem, tanto quanto é do nosso conhecimento, entregou à CMVM cópias das notificações da operação projectada junto das autoridades competentes (cfr. arts. 115.º e 179.º/a do Cód.VM).
- Assim sendo, deve questionar-se se a CSN e o Oferente cumpriram plenamente as suas obrigações de desenvolver os melhores esforços para que aquelas condições de lançamento da Oferta se verifiquem (cfr. art. 175.º/2/b do Cód.VM).
- Por outro lado, o Oferente não indica nos Documentos da Oferta o prazo da mesma (conforme exigido pelos arts. 138.º/1 e 183.º-A/1/f do Cód.VM).

2.1.2. Impacto no calendário e prazo da Oferta.

- Com base na informação disponível sobre a CSN e nos Documentos da Oferta, o Conselho de Administração não está habilitado a determinar quais as aprovações/autorizações administrativas que condicionam o lançamento da Oferta.
- Por seu turno, nos termos do art. 183.º do Cód.VM, o prazo da Oferta omitido pelo Oferente pode variar entre duas a dez semanas.
- A ausência destas informações é relevante a vários níveis, designadamente:
 - A CIMPOR fica limitada nas suas faculdades e poderá vir a incumprir deveres de intervenção ou, até mesmo, de notificação nos procedimentos administrativos em causa;
 - Estes dados são essenciais para a avaliação do impacto da Oferta sobre a CIMPOR, nos planos regulatório e concorrencial;
 - O Conselho de Administração não pode excluir o risco de desmantelamento de activos pelo Oferente para cumprimento de exigências no âmbito de eventuais procedimentos administrativos;
 - Tais dados são ainda decisivos para a fixação de um calendário estimado da Oferta, sem o qual o Conselho de Administração não pode avaliar plenamente as implicações económicas da Oferta;
 - O Conselho de Administração está impedido de se pronunciar, em concreto, acerca da adequação do prazo da Oferta.

2.2. O Oferente omite informação essencial acerca do financiamento da Oferta e do seu impacto na situação financeira da CIMPOR

2.2.1. A incompletude dos Documentos da Oferta e da instrução do registo.

- O Oferente não elucida os destinatários dos Documentos da Oferta acerca da disponibilidade de fundos para o pagamento da contrapartida (conforme exigido pelo art. 138.º/1/h do Cód.VM e pelo ponto 2.8 do Anexo II ao Regulamento 3/2006), limitando-se a referir que aquela será “*parcialmente financiada com recurso a endividamento externo*”.
- Tendo em conta que o Oferente pode vir a ser dispensado pela CMVM do cumprimento imediato da obrigação de depósito da contrapartida (exigida pelo art. 179.º/b do Cód.VM), é imperativo esclarecer as condições do financiamento referido nos Documentos da Oferta.
- A esta data, desconhecem-se elementos tão relevantes quanto os seguintes:
 - Qual o montante da contrapartida a pagar pelo Oferente com recurso a financiamento?
 - Qual a instituição financeira junto da qual aquele financiamento foi ou será obtido e em que condições?
 - Já foi formalizado um contrato de financiamento ou outra forma de garantia de pagamento?
 - Quais as evidências apresentadas perante a CMVM relativamente à capacidade do Oferente para vir a proceder ao depósito da contrapartida?

2.2.2. Impacto sobre a situação financeira da CIMPOR.

- Segundo os Documentos da Oferta, aquele financiamento determinará “*naturalmente um aumento do nível de alavancagem do Oferente e do Grupo CSN*”.
- Nada se conhece quanto à solidez do financiador, às condições do financiamento em causa nem quanto à natureza dos compromissos por aquele assumidos perante o Oferente.
- Logo, o Conselho de Administração está impossibilitado de apreciar plenamente as implicações deste financiamento sobre a situação financeira da CIMPOR num cenário de sucesso da Oferta.

- Ainda assim, na secção 6.2. do presente Relatório, efectuamos uma análise das repercussões sobre a CIMPOR dos termos da Oferta, designadamente, num cenário de sucesso da mesma, a qual, por natureza, é limitada pela pouca informação disponibilizada pelo Oferente.

2.3. O Oferente não concretiza os seus planos estratégicos para a CIMPOR

2.3.1. A incompletude dos Documentos da Oferta.

- Nos Documentos da Oferta constam três linhas gerais e vagas relativamente aos planos estratégicos do Oferente para a CIMPOR:
 - Criar um dos “5 maiores grupos produtores de cimento do mundo e o primeiro em rentabilidade”;
 - Dar continuidade “à gestão e incremento das actividades” desenvolvidas pela CIMPOR, contribuindo com os activos do grupo CSN e suportando a empresa no desenvolvimento de novos activos e no investimento em novos mercados;
 - Reforçar a “posição competitiva” da CIMPOR no Brasil.
- O Conselho de Administração da CIMPOR entende que aquelas linhas gerais não são suficientemente desenvolvidas nos Documentos da Oferta (conforme exigido no art. 138.º/1/g do Cód.VM e no ponto 2.8 do Anexo II ao Regulamento 3/2006).

2.3.2. Impacto quanto à apreciação da estratégia do Oferente para a CIMPOR.

- Ainda que se pronuncie formalmente sobre a continuidade da actividade empresarial da CIMPOR, o Oferente limita-se a indicar os referidos objectivos gerais sem concretizar os meios para os atingir.
- O Conselho de Administração não dispõe de informação concreta para uma correcta ponderação da estratégia do Oferente e das repercussões da Oferta, nomeadamente, porque, para além de uma vaga referência à vontade de reforçar a posição competitiva da CIMPOR no Brasil, através de uma integração com os activos da CSN, nada mais se diz nos Documentos da Oferta sobre:
 - Quais os novos investimentos projectados pelo Oferente?

- Em que novos activos ou mercados se pretende que a CIMPOR venha a participar?
 - Como pretende o Oferente financiar tais projectos e qual a sua repercussão no nível do endividamento da CIMPOR?
 - Quais os planos estratégicos que permitirão tornar o grupo CSN no mais rentável mundialmente no sector da produção de cimento?
- Assim, o Conselho de Administração não dispõe de informação suficiente para adoptar neste Relatório uma posição final a este propósito.

2.4. O Oferente não identifica as pessoas com ele relacionadas nos termos do art. 20.º do Cód.VM

2.4.1. A incompletude dos Documentos da Oferta.

- Nos Documentos da Oferta, a CSN é mencionada como sendo a “*mãe do Grupo CSN*” e são indicadas apenas as sociedades participadas por aquela e objecto de consolidação integral ou proporcional e, bem assim, outras sociedades totalmente dominadas pela CSN.
- No entanto, é omitida informação quanto à cadeia de domínio acima da CSN e dos seus accionistas, nos termos dos arts. 20.º e 21.º do Cód.VM (conforme exigido pelo art. 138.º/1/c) e e) do Cód.VM e pelos pontos 3.2 e 3.3 do Anexo II ao Regulamento 3/2006).
- Mais, aqueles documentos não contêm informação essencial quanto à identificação de todas as pessoas que se encontram com o Oferente em qualquer das situações previstas no art. 20.º do Cód.VM.
- Em consequência, por esta via, o Oferente pode ocultar eventuais participações e direitos de voto correspondentes ao capital social da CIMPOR detidos por aquelas pessoas.

2.4.2. Impacto sobre a eventual estrutura de domínio da CIMPOR após a Oferta.

- Tendo em conta a informação disponível¹, entendemos que impende sobre o Oferente o dever de explicitar, de forma completa e actualizada, a existência de uma relação de domínio, à luz do art. 21.º do Cód.VM, com as seguintes sociedades:

¹ Fontes: *Website* da Comissão de Valores Mobiliários brasileira (www.cvm.gov.br) e informação divulgada na Bloomberg acerca dos resultados do terceiro trimestre de 2009 da sociedade Vicunha Siderurgia S.A..

- A sua accionista Vicunha Siderurgia S.A. detentora de 46,20% do capital social da CSN²;
 - As sociedades que participam no capital social/direitos de voto da Vicunha Siderurgia S.A.; e
 - Em última instância, a sociedade Rio Purus Participações, cujo capital social parece ser directamente detido por membros da Família Steinbruch.
- Sem estes esclarecimentos não é possível ao Conselho de Administração determinar qual a eventual estrutura de domínio da CIMPOR num cenário de sucesso da Oferta e, como tal, pronunciar-se sobre a mesma.
 - Fica também prejudicada a apreciação pelo Conselho de Administração dos potenciais efeitos daquela estrutura de domínio aos níveis regulatório, fiscal ou outros.
 - Por último, a não identificação de todas as pessoas que se encontram com o Oferente nas situações previstas no art. 20.º do Cód.VM circunscreve indevidamente o âmbito de aplicação das diversas normas que remetem para aquela disposição. Assim e a título de exemplo, se esta matéria não vier a ser esclarecida:
 - A contrapartida equitativa poderá vir a ser fixada num valor mais baixo, por não se atender ao preço pago por qualquer daquelas pessoas na aquisição de acções da CIMPOR; e
 - O lançamento de uma oferta concorrente por qualquer daquelas pessoas poderá vir a ser admitido, desrespeitando o regime prescrito para aquelas ofertas.

2.5. O Oferente não esclarece que as limitações à administração da sociedade visada previstas no art. 182.º do Cód.VM não se aplicam nesta Oferta

2.5.1. A incompletude dos Documentos da Oferta.

² Considerando que nos Documentos da Oferta se refere que o restante capital social da CSN é detido pelos seguintes accionistas: (i) Caixa Beneficiente dos Empregados da CSN CBS (4,70%); (ii) BNDESPAR (3,83%); (iii) ADRs - Bolsa de Valores de Nova Iorque (21,42%); (iv) Acções na BOVESPA pertencentes a aproximadamente 40.000 accionistas (20,39%); e (v) Acções próprias em tesouraria (3,47%).

- A questão das limitações à administração da sociedade visada é tratada nos Documentos da Oferta de forma lacunar e imprecisa, já que o Oferente optou por:
 - Mencionar que nem o Oferente nem a CSN estão “*sujeitas à aplicação dos artigos 182.º e 182.º-A do Cód.VM, na medida em que a CSN é uma sociedade de direito brasileiro*”; e
 - Citar “*o regime de responsabilidade e deveres fiduciários dos administradores*” previsto na lei Brasileira, o qual “*entende-se doutrinariamente reforçado ao ponto da administração da sociedade visada dever procurar comprovação do cumprimento de tais deveres através da vontade dos accionistas expresso em assembleia geral*”.
- Ficam, assim, por esclarecer nos Documentos da Oferta, com clareza e precisão, a resposta às seguintes questões (conforme exigido pelos arts. 7.º e 135.º do Cód.VM):
 - Quais as regras legais e regulamentares que vigoram na jurisdição Luxemburguesa, onde o Oferente foi constituído e tem sede, em matéria de limitações às sociedades visadas e se tal regime pode ser equiparado ao consagrado no art. 182.º do Cód.VM?
 - Qual a sociedade dominante do Oferente para efeitos do n.º 6 do art. 182.º do Cód.VM?
 - Quais as regras legais e regulamentares que vigoram na jurisdição da sociedade dominante do Oferente em matéria de limitações às sociedades visadas e, de novo, se estas são equiparadas ao previsto no mencionado art. 182.º?

2.5.2. Impacto sobre os poderes da administração da CIMPOR.

- Tendo em conta a informação disponível³ quanto à estrutura accionista da CSN e das sociedades/pessoas que participam, directa ou indirectamente, naquela sociedade, esta matéria não está correctamente tratada nos Documentos da Oferta.
- Compete ao Oferente explicitar no Anúncio Preliminar e nos Documentos da Oferta que, nas jurisdições do Oferente e/ou da(s) respectiva(s) sociedade(s) dominante(s), não vigoram regras legais ou regulamentares equivalentes ao previsto no art. 182.º do Cód.VM, razão pela qual o Conselho de

³Vide nota de rodapé 2 *supra*.

Administração da CIMPOR considera fundamentalmente não estar sujeito à regra de neutralidade acolhida naquela disposição.

- No que respeita aos deveres e responsabilidades da administração da CIMPOR, em nada releva o disposto na lei Brasileira ou as respectivas interpretações doutrinárias, já que os membros do Conselho de Administração da CIMPOR estão apenas vinculados ao disposto na lei Portuguesa a este propósito, tal como melhor descrito na secção 1.1. *supra* deste Relatório.

2.6. O Oferente prevê um conjunto de pressupostos desrazoáveis como potenciais fundamentos de revisão ou revogação da Oferta

2.6.1. A incorrecção dos Documentos da Oferta.

- Nos pontos 12 a 15 do Anúncio Preliminar e nos Documentos da Oferta é indicado um conjunto de pressupostos da Oferta, para efeitos do exercício pelo Oferente dos direitos de revisão ou revogação da mesma, nos termos do art. 128.º do Cód.VM.
- No entanto, alguns desses pressupostos prejudicam o devido esclarecimento dos Accionistas e dos investidores em geral (cfr. arts. 7.º e 135.º do Cód.VM), já que enunciam situações que não se podem razoavelmente enquadrar no referido art. 128.º do Cód.VM e que revelam profundo desconhecimento da CIMPOR e dos mercados em que esta actua.
- Por exemplo, no ponto 12 do Anúncio Preliminar, consideram-se como possíveis fundamentos da revisão ou revogação da Oferta actos de gestão corrente de qualquer sociedade gestora de participações sociais com a dimensão da CIMPOR, tais como:
 - A dissolução, transformação, fusão ou cisão de sociedades em relação de domínio ou de grupo de valor superior a € 50,000,000;
 - As operações de valor superior a € 50,000,000 ou a € 25,000,000 indicadas nos parágrafos (i), (vii) e (viii) da alínea a) do ponto 12;
 - Quaisquer alterações estatutárias, como sejam uma simples mudança de sede ou alteração de denominação social.
- Já no ponto 13 do Anúncio Preliminar, o Oferente desconsidera a prática de mercado ao declarar que a sua decisão de lançamento da Oferta assenta no pressuposto de que nem a CIMPOR nem as sociedades com esta em relação

de domínio ou de grupo estão vinculadas por quaisquer acordos que prevejam consequências negativas para aquelas no caso de uma alteração de controlo.

- Um outro exemplo da desrazoabilidade destes pressupostos consta da alínea d) do ponto 12 do Anúncio Preliminar referente ao aumento da remuneração global dos “*titulares de cada um dos órgãos sociais*” da CIMPOR; este pressuposto não tem em consideração que na Assembleia Geral Anual, realizada a 13 de Maio de 2009, foram eleitos 15 administradores, superando o número de 11 administradores em funções até àquela data.
- Por outro lado, da leitura da alínea e) do ponto 12 do Anúncio Preliminar, um Accionista ou investidor pode concluir erradamente o seguinte:
 - Que o Conselho de Administração da CIMPOR estaria vinculado ao “*dever de neutralidade*” previsto no art. 182.º do Cód.VM;
 - Que o incumprimento daquele suposto dever poderia constituir fundamento de revisão ou revogação da Oferta.

2.6.2. Impacto quanto à apreciação dos pressupostos da Oferta.

- Não obstante o direito de revisão ou revogação estar dependente de autorização da CMVM, a indicação no Anúncio Preliminar e nos Documentos da Oferta de certos pressupostos desprovidos de razoabilidade, à luz dos testes consagrados no art. 128.º do Cód.VM, tem um efeito enganador.
- Ao abrigo daquela disposição, a revisão ou revogação da Oferta só é possível perante uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias que hajam fundado a decisão de lançamento da Oferta, excedendo os riscos a esta inerentes.
- Logo, o Anúncio Preliminar e os Documentos da Oferta deveriam apenas estipular pressupostos alinhados com estes requisitos legais, a prática de mercado e a situação concreta da CIMPOR.
- A extensão dos pressupostos da Oferta para além daqueles termos tem por efeito:
 - Criar uma ilusão errónea de que a actuação do Conselho de Administração da CIMPOR se encontra limitada por aqueles pressupostos; e
 - Alargar o leque de situações em que o Oferente poderá alegar, ainda que infundadamente, o direito a revogar ou a rever a Oferta.

O Conselho de Administração elaborou o presente Relatório com base no seu melhor conhecimento e convicção e na informação disponível à data em que o mesmo foi preparado e, bem assim, tendo em conta as limitações dos Documentos da Oferta *supra* expostas.

A posição do Conselho de Administração quanto aos aspectos descritos nesta secção bem como quanto à oportunidade e aos termos da Oferta deverá ser complementada em função da revisão dos Documentos da Oferta.



3. Razões para a rejeição da Oferta da CSN:

(I) Um preço baixo

O Conselho de Administração da CIMPOR considera que os actuais accionistas da CIMPOR devem rejeitar a Oferta da CSN. Apesar de a Oferta da CSN incluir algumas condições consideradas inadequadas ou não razoáveis, como anteriormente referido, um primeiro motivo para a recomendação do Conselho de Administração é o preço muito baixo oferecido pela CSN pelas acções da CIMPOR. Como se verificará nos números seguintes, outros motivos passam pela qualidade do *investment case* da CIMPOR, que é inigualável no sector, pela excelente performance histórica da CIMPOR e pelo impacto do perfil da CSN na Oferta e na CIMPOR, que se apresentam detalhadamente nas secções seguintes.

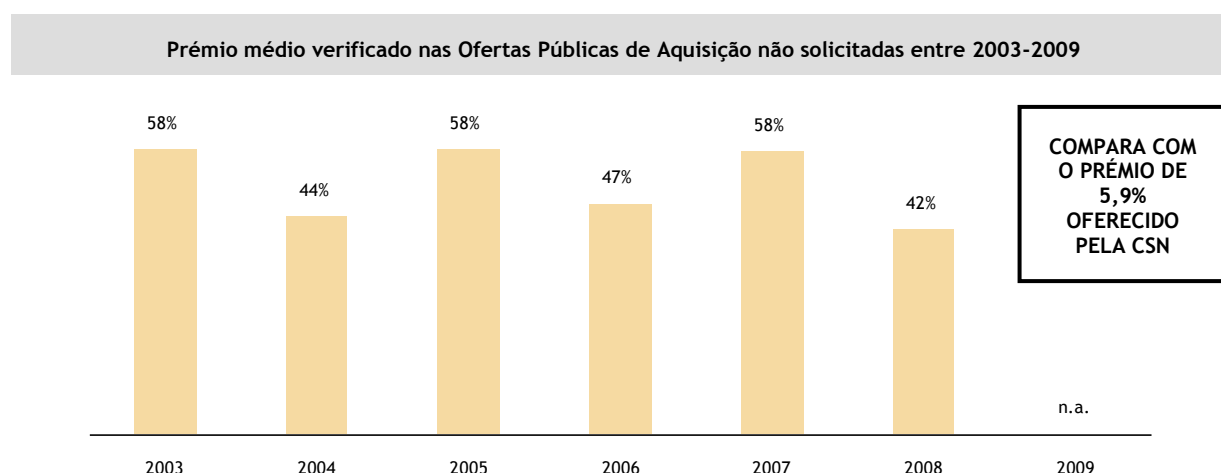
Os pontos seguintes descrevem com mais detalhe a análise desenvolvida pelo Conselho de Administração da CIMPOR sobre o preço oferecido pela CSN.

3.1. Uma Oferta sem prémio

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

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

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



Fonte: Informação das Empresas

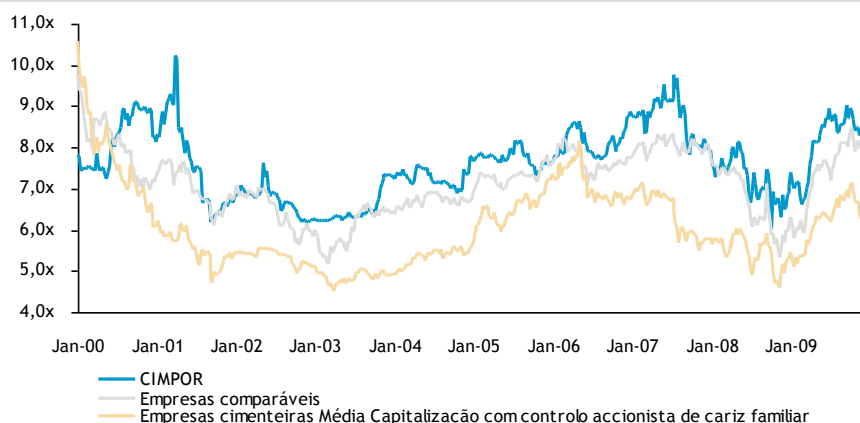
3.2. Um preço demasiado baixo para a CIMPOR

A diversificação geográfica das operações desenvolvidas pela CIMPOR é similar à das quatro maiores empresas da Indústria Cimenteira, Lafarge, Holcim, Cemex e HeidelbergCement (referidos como o “Top 4” das empresas cimenteiras).

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

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

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



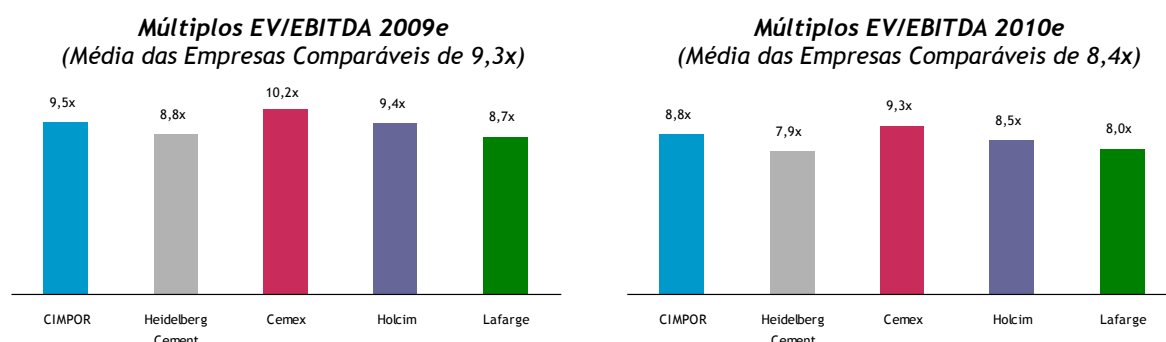
Fonte: Consensus dos Analistas, Informação das Empresas, Datastream

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

A Oferta da CSN de 5,75€ por acção consubstancia uma avaliação da CIMPOR com um múltiplo de 9,5 vezes o EBITDA estimado para 2009e e de 8,8 vezes o EBITDA estimado para 2010e. Estes múltiplos demonstram que o preço oferecido pela CSN está apenas 2% a 5%

acima dos múltiplos das empresas comparáveis - 9,3 vezes o EBITDA estimado para 2009 e 8,4 vezes o EBITDA estimado para 2010 -, o que representa um prémio insignificante e muitíssimo inferior à média histórica, como anteriormente referido.

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



Fonte: Informação das Empresas, Consensus dos Analistas, Datastream

3.3. Uma transacção a desconto

Como anteriormente referido, o negócio da CIMPOR está maioritariamente concentrado em mercados com forte potencial de crescimento, que representaram 63% das vendas nos primeiros nove meses de 2009. Acresce que o seu mercado principal - Portugal - tem demonstrado uma grande resiliência ao contexto macro económico adverso, apresentando fortes níveis de rentabilidade.

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

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

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

Transacções relevantes nas Indústrias Cimenteira, de Betão Pronto e Agregados

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

Fonte: Informação das Empresas e comunicados de imprensa

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

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

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

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

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

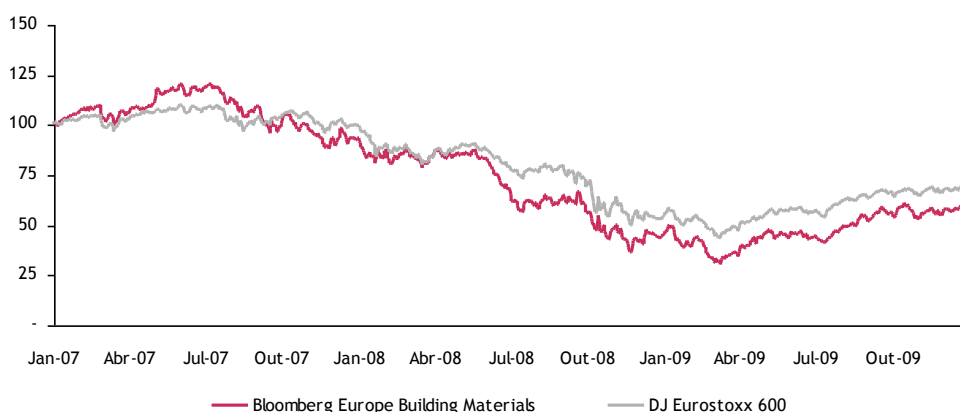


No espaço Europeu, mercados como a Espanha, Portugal e a Irlanda, foram especialmente afectados com o declínio da procura total de cimento entre 2007 e 2009E, o qual terá sido de 56%, 19% e 60%, respectivamente (Fonte: Euroconstruct). Estes mercados não deverão apresentar uma evolução muito favorável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

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

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

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



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

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

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

Nesta perspectiva, a Oferta da CSN é realizada num momento em que os resultados operacionais estão numa fase desfavorável do ciclo. Um múltiplo pago sobre os resultados actuais ou sobre os estimados para 2010 irá provavelmente subavaliar a CIMPOR, uma vez que os resultados normalizados que a Empresa pode gerar serão significativamente superiores no médio prazo, com a recuperação dos mercados maduros e com o crescimento contínuo e significativo das economias emergentes.



4. Razões para a rejeição da Oferta da CSN:

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

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

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

4.1. Estratégia de Desenvolvimento da CIMPOR

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

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

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

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

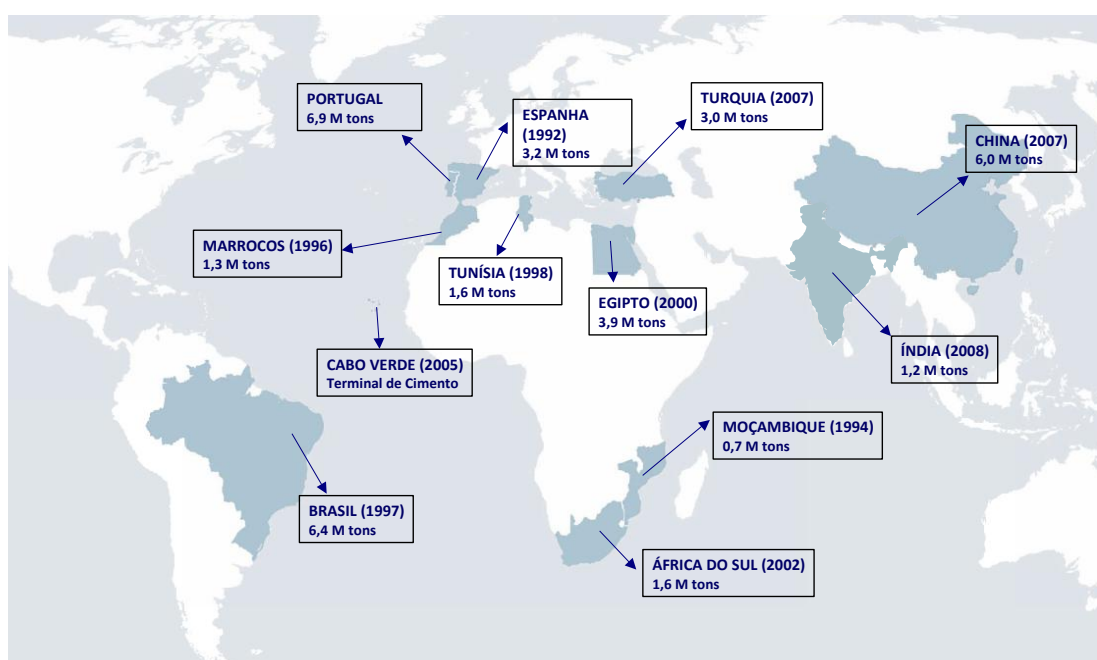
- Beneficiando da sua estratégia de portfólio, que combina economias de elevado crescimento, mesmo em conjuntura económica global desfavorável, com mercados mais maduros,
- Implementando continuamente programas de redução de custos e planos de optimização da eficiência que têm contribuído para a melhoria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

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

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

4.2. A forte posição de Mercado da CIMPOR

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



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

- A CIMPOR é o produtor de cimento líder em Portugal com uma quota de mercado de 55%. A incidência das vendas de clínquer e cimento nas vendas consolidadas do país - ICV⁴ - é de cerca de 70%.
- Em Espanha, a CIMPOR tem uma forte posição na Galiza, Andaluzia e nas Ilhas Canárias, com uma participação superior a 10% no total do mercado espanhol. Neste país, a ICV atinge 70%. Em 2008, adquiriu um conjunto de activos nas Ilhas Canárias e aumentou a capacidade de produção de clínquer em duas unidades da Andaluzia.

⁴ ICV = Soma do Volume de Negócios resultante das Vendas externas e internas de cimento e clínquer dividida pelo Volume de Negócios consolidado no país vezes 100

- A CIMPOR tem uma quota de mercado de quase 9% em Marrocos, sendo líder de mercado em Rabat com uma quota na região de 75%. Neste país, a ICV é de cerca de 88%. Em 2009, a CIMPOR investiu num novo moinho de cimento.
- A CIMPOR é o segundo maior produtor de cimento na Tunísia, com uma ICV de 100% já que se dedica exclusivamente à produção de cimento, detendo uma quota de mercado nacional de aproximadamente 25% e na região de Tunis de cerca de 40%.
- No Egipto, a CIMPOR é o quinto maior produtor de cimento com uma quota de mercado de aproximadamente 9%, e é líder na região de Alexandria com uma quota de 55%. Neste mercado, a CIMPOR dedica-se exclusivamente à produção de cimento, apresentando portanto uma ICV de 100%. Em 2008, destacou-se o investimento de *revamping* de uma linha de produção de clínquer.
- Na Turquia, a CIMPOR tem uma participação de 5% no sector, com uma incidência de cimento e clínquer - ICV - de 84%. O destaque no investimento em 2009 vai para a nova fábrica de Hasanoglan, com uma capacidade de cerca de um milhão de toneladas.
- No mercado de cimento brasileiro, quinto maior do mundo, a CIMPOR tem uma quota de mercado de 9%, sendo a terceira maior empresa cimenteira do país. Naquele que é hoje o seu mercado internacional mais importante, a CIMPOR tem uma presença que se estende por todo o país. Neste mercado a venda de cimento contribui para 80% (ICV) do volume de negócios da CIMPOR. Os principais investimentos registados nos últimos dois anos consistiram no aumento da capacidade de produção de clínquer em várias fábricas.
- A CIMPOR detém uma participação de 80% no mercado de cimento moçambicano, focando-se essencialmente na produção e venda de cimento, sendo o único produtor integrado de cimento no país. A CIMPOR concluirá em 2010 a instalação de uma nova moagem de cimento na fábrica da Matola, e anunciou a construção de uma nova linha de produção de clínquer e de uma nova instalação de moagem na unidade do Dondo (Beira).
- A CIMPOR na África do Sul tem uma quota de mercado de aproximadamente 12% e é líder na região de Kwazulu Natal com uma participação de 70%. O mercado de cimento é responsável pela quase totalidade das receitas da empresa no mercado Sul Africano, com uma ICV de 91%. A CIMPOR concluiu, em 2007 um moinho de cimento e em 2008, uma nova linha de produção de clínquer, ambos na fábrica de Simuma.
- Na China, a actividade da CIMPOR consiste na produção de cimento e clínquer. Apoiada na sua estratégia de expansão, a Empresa adquiriu em finais de 2008 a totalidade do capital social da empresa Liyang Oriental Cement Co que dispõe de uma linha de produção de clínquer (com uma capacidade de 900 mil ton./ano). Adicionalmente, a CIMPOR iniciou também a construção de uma nova fábrica integrada de produção de cimento em Shanting, que deverá estar concluída no início de 2010 (capacidade de 2,4 milhões ton./ano de cimento), e concluiu já em 2009 a construção da moagem em Huaian, com uma capacidade 1,2 milhões ton./ano de cimento. O Grupo investiu ainda na recuperação de calor para produção de energia eléctrica em Shandong.

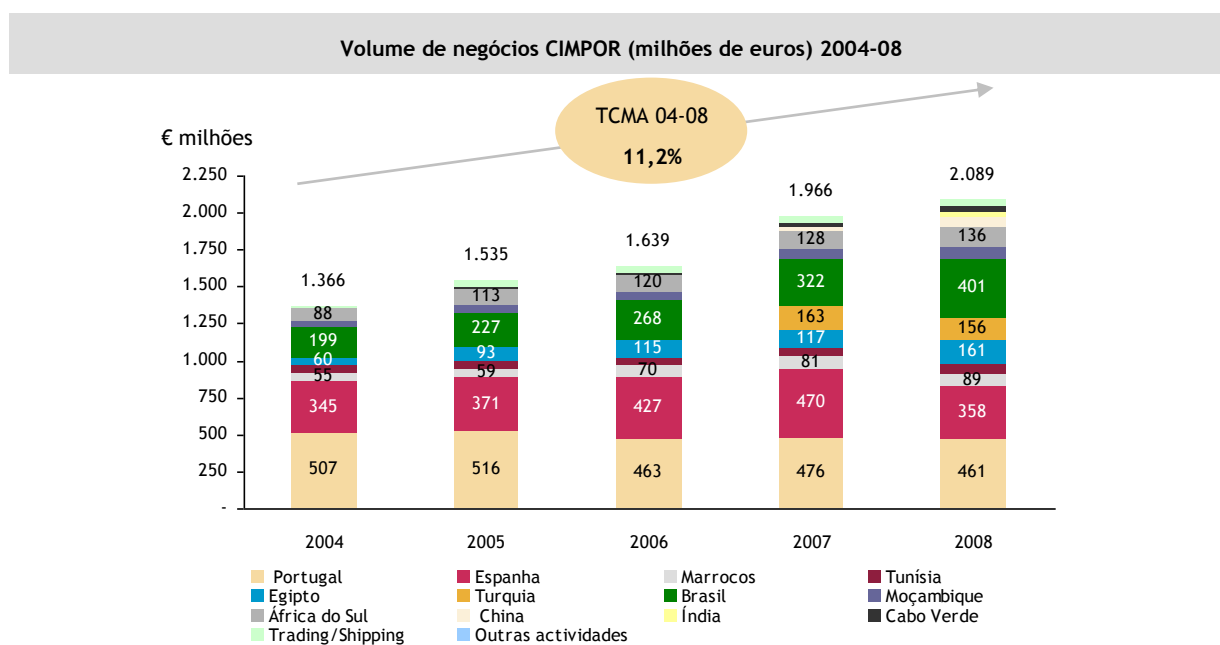
- Na Índia, segundo maior mercado de cimento a nível mundial, a CIMPOR possui uma fábrica integrada de produção de cimento (com uma capacidade de 1,2 milhões ton./ano).
- Em Cabo Verde, a CIMPOR é líder nas vendas de cimento com uma quota de mercado de aproximadamente 72%. Neste mercado a CIMPOR detém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

4.3. A excelente performance operacional da CIMPOR

Volume de Negócios

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

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

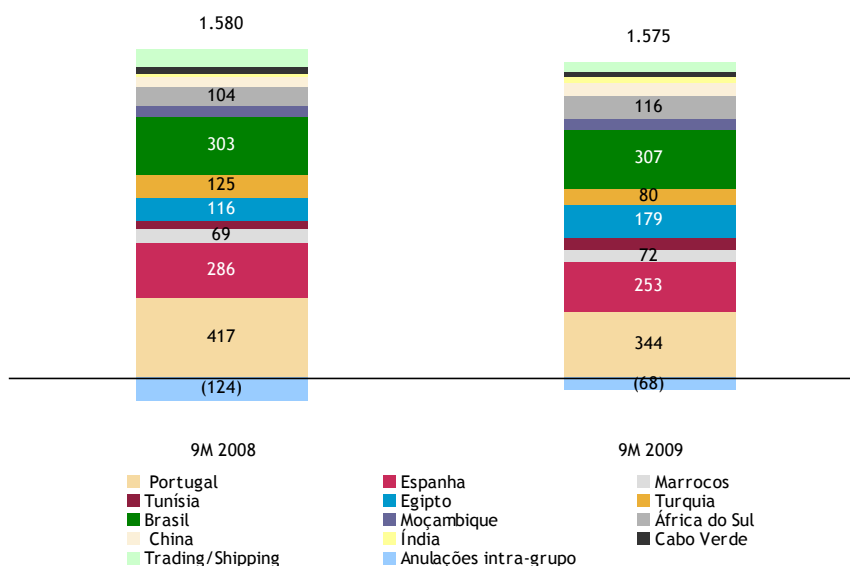


Nota: Excluindo transacções intra-grupo; TCMA corresponde à taxa de crescimento média anual crescimento anual

Merece igualmente destaque a resiliência das receitas da CIMPOR em condições de mercado bastante adversas como foram as registadas durante o último trimestre de 2008 e os primeiros nove meses de 2009 em algumas geografias. O volume de negócios a Setembro de 2009 registou apenas um ligeiro decréscimo de 0,3%, devido à evolução particularmente

favorável em alguns mercados emergentes, com destaque para o Egipto, Tunísia e Moçambique e também com as contribuições dos mercados mais recentes no portfólio da CIMPOR, nomeadamente, a Índia e a China.

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



Portugal

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

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

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

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

Espanha

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

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

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

Marrocos

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

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

Tunísia

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

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

Egipto

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

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

Embora continuando a ser um mercado de cimento bastante interessante, não se prevê que as condições excepcionais do aumento dos consumos verificadas em 2009 se venham a manter nos próximos anos, assim como as perspectivas já anunciadas de instalação de novas capacidades de produção irão implicar forçosamente um aumento da concorrência.

Turquia

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

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

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

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

Brasil

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

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

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

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

Moçambique

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

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

África do Sul

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

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

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

China

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

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

Índia

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

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

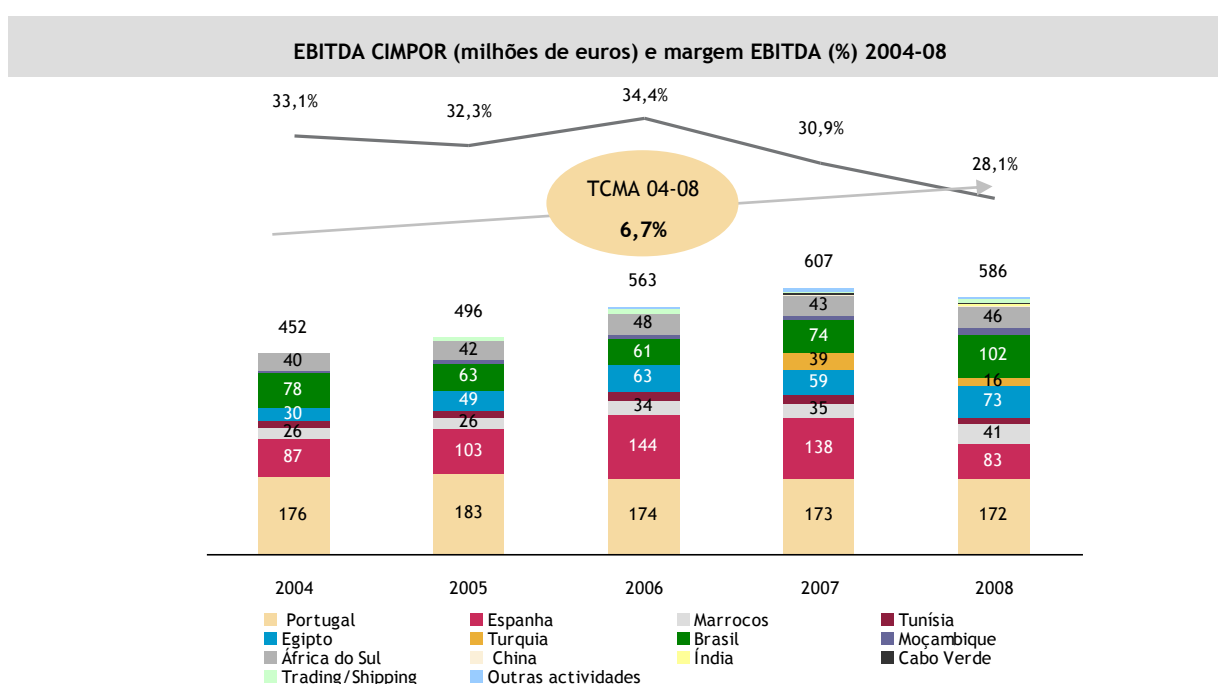
Cabo Verde

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

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

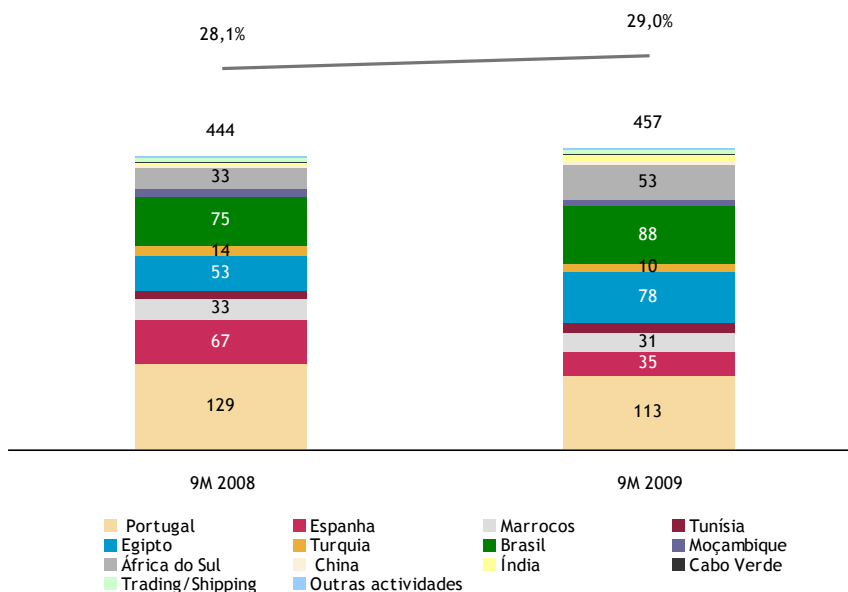
Rentabilidade Operacional (EBITDA)

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



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

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



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

Portugal

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

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

Espanha

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

Marrocos

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

Tunísia

Ao final do terceiro trimestre de 2009 a margem EBITDA na Tunísia, 27,8%, evidenciava alguma recuperação face a 2008.

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

Egipto

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

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

Turquia

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

Brasil

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

Moçambique

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

África do Sul

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

China

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

Índia

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

Cabo Verde

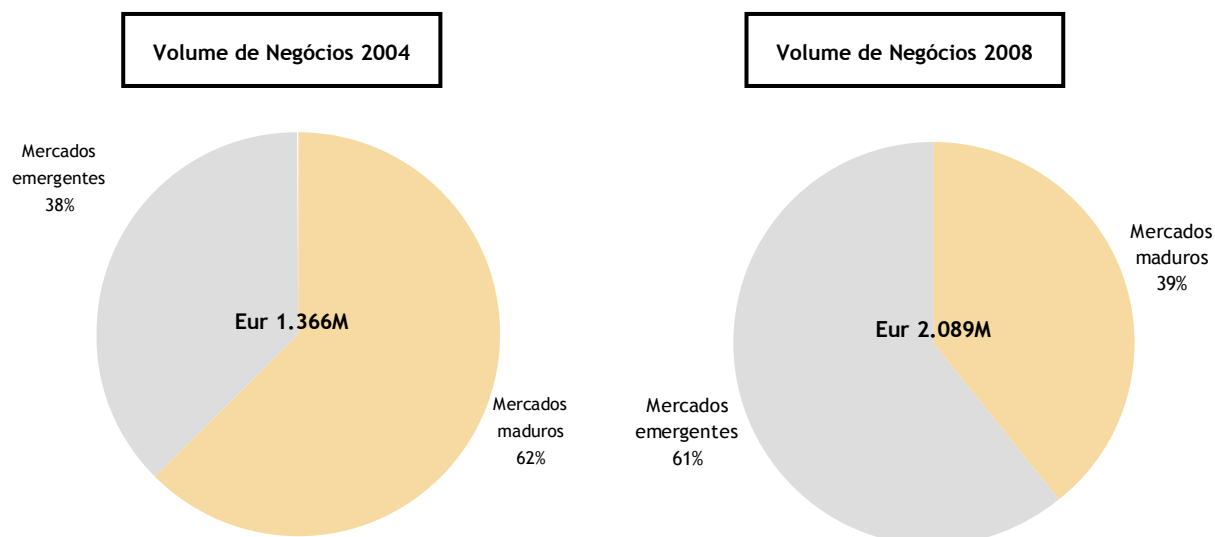
Como unidade de comercialização de cimento, a actividade em Cabo Verde gera margens EBITDA relativamente reduzidas que se situavam em 14,2% no final do 3º trimestre de 2009.

4.4. O portfólio internacional da CIMPOR

A informação apresentada na secção anterior mostra que a recente evolução consolidada da CIMPOR pode ser explicada pelo desempenho das diferentes geografias onde a empresa opera, as quais podem ser classificadas em três categorias:

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



5. Razões para a rejeição da Oferta da CSN:

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

A performance da CIMPOR supera claramente a das Empresas Comparáveis

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

Um Investment Case Superior

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

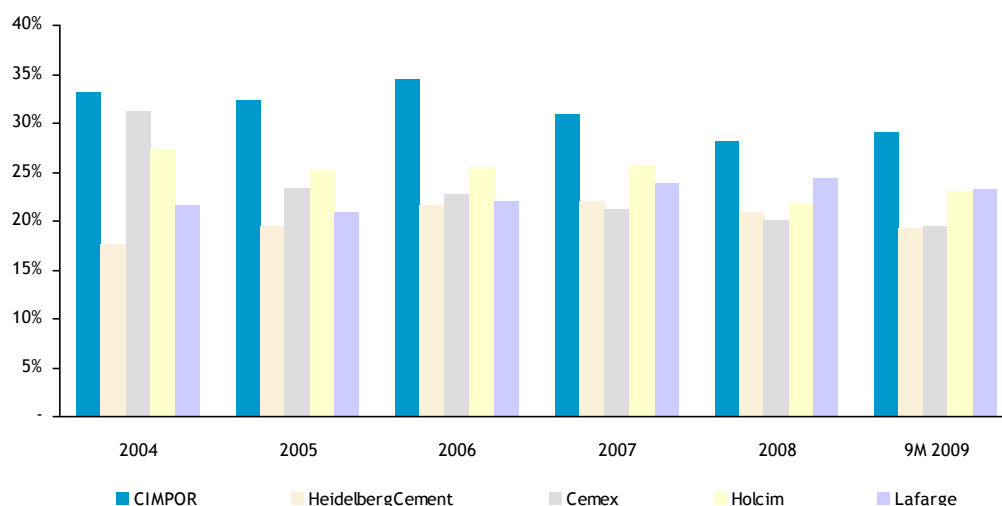
- A performance operacional histórica muito positiva, mesmo no recente contexto macro-económico desfavorável;
- O notável *portfólio* internacional da CIMPOR e a capacidade de gestão do mesmo têm gerado rentabilidades crescentes nas diversas operações;
- A rentabilidade operacional de topo face aos *benchmarks*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

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

Comparação da Margem EBITDA

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

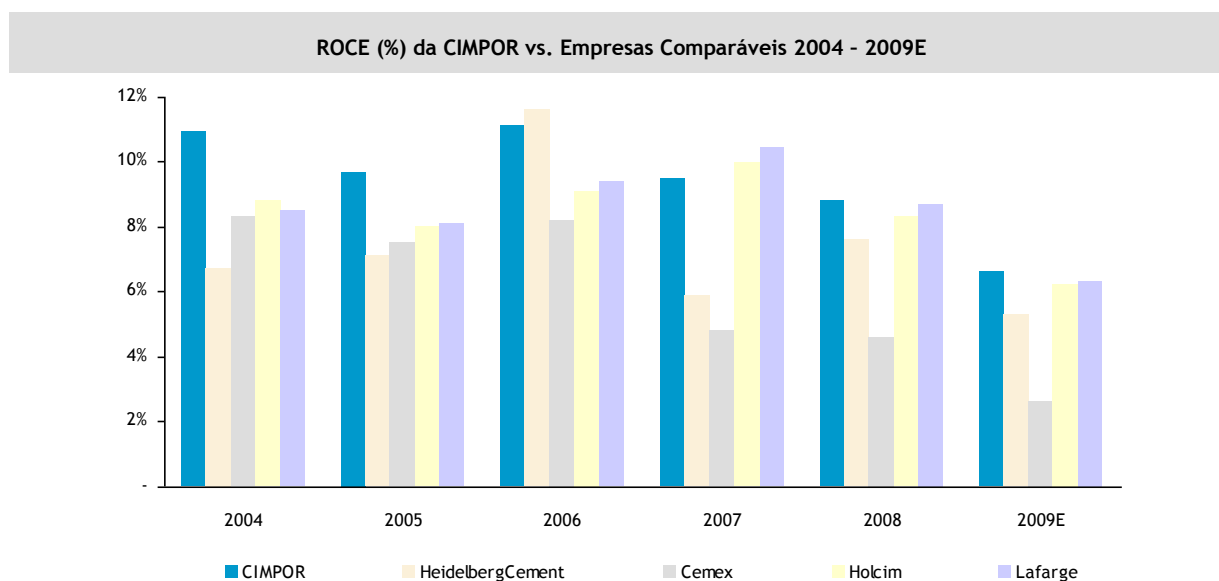
Margem EBITDA (%) CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 2004 - 9M 2009



Comparação do ROCE (Return on Capital Employed)

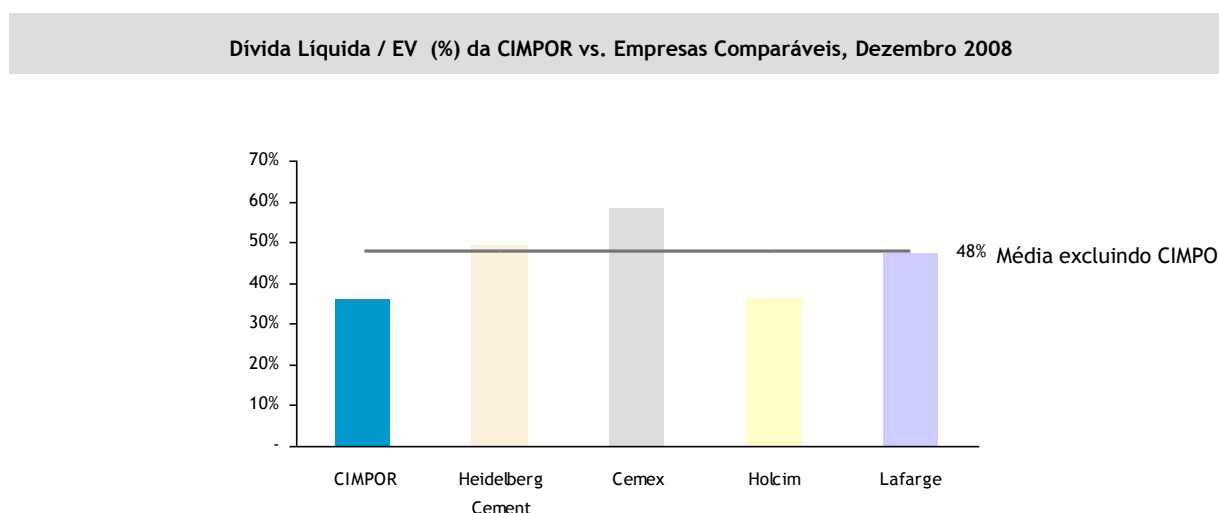
Entre 2004 e 2008, o ROCE da CIMPOR esteve consistentemente no topo do intervalo do grupo de comparáveis, apresentando uma maior resistência durante a fase negativa do ciclo económico.

De acordo com o *consensus* dos analistas, a CIMPOR deverá apresentar em 2009 o ROCE mais elevado do grupo de comparáveis.

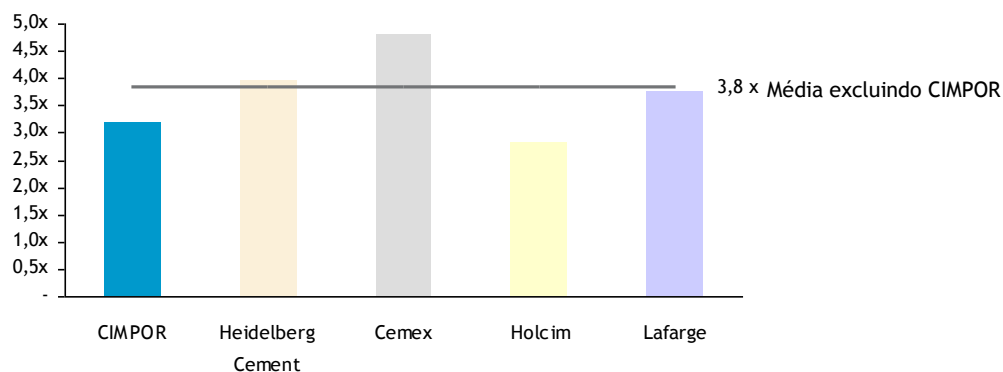


Comparação da Estrutura de Capital

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



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



Comparação da Performance Bolsista

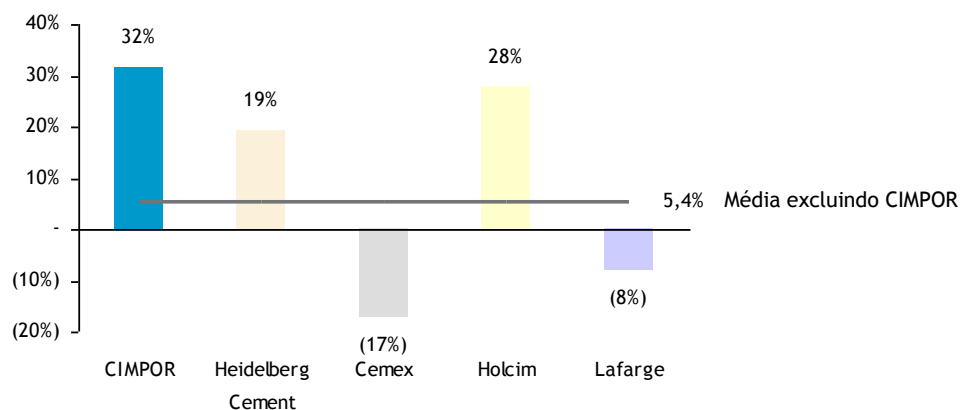
A CIMPOR apresentou uma performance no mercado de capitais superior à das empresas comparáveis em todos os períodos analisados, nomeadamente, nos últimos 5 anos, nos últimos 10 anos, e desde a sua admissão à cotação:

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

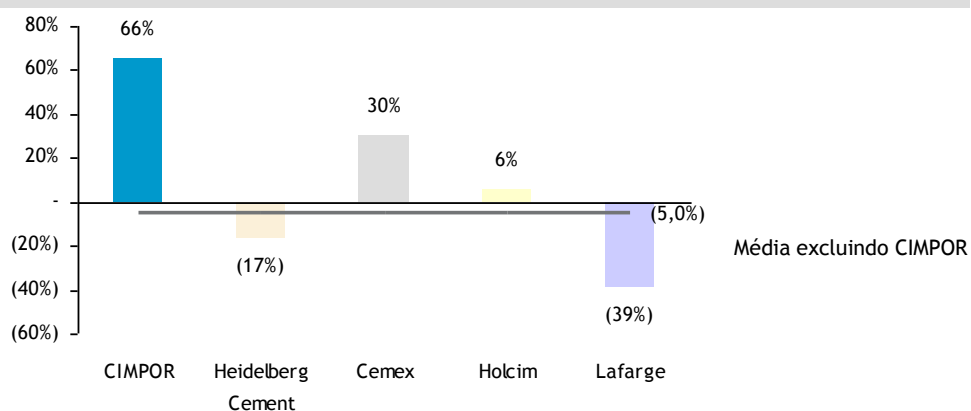
A seguinte informação demonstra que:

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

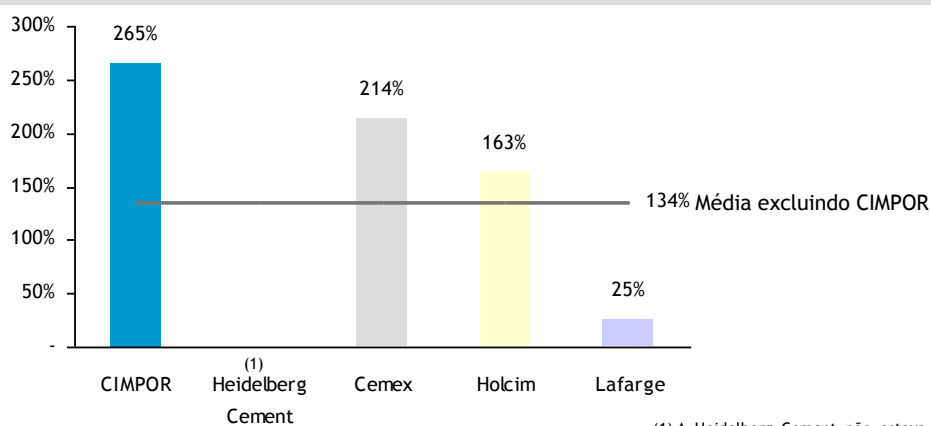
Performance bolsista da CIMPOR vs. Empresas Comparáveis 31.12.04 - 17.12.09 (% valorização/ desvalorização)



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



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



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

Comparação do Dividend Yield

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

Dividend yield bruto (%) CIMPOR vs. Empresas Comparáveis, 2005 - 2009

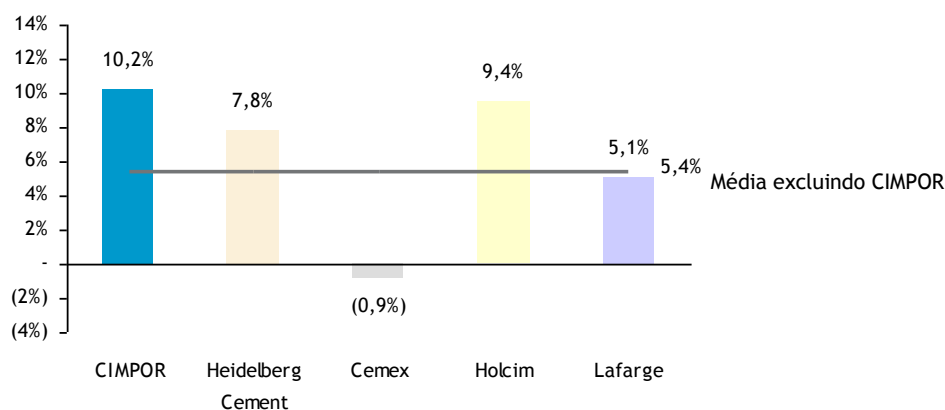
	Cimpor	Heidelberg Cement	Cemex	Holcim	Lafarge
2004	4,3%	1,6%	4,6%	1,9%	3,4%
2005	4,3%	2,2%	4,0%	2,1%	3,4%
2006	4,0%	1,4%	2,7%	2,0%	3,1%
2007	3,5%	1,3%	-	2,6%	3,4%
2008	3,9%	0,2%	-	3,3%	2,3%
Média simples	4,0%	1,3%	2,3%	2,4%	3,1%

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

Comparação do Retorno Total para o Accionista

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

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



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



6. Razões para a rejeição da Oferta da CSN:

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

6.1. Ausência de vantagem estratégica

A CSN não tem quaisquer vantagens competitivas no mercado global de cimento e não existe um potencial claro ou evidente de criação de valor adicional com a realização desta transacção. A CSN optou por não divulgar o valor das sinergias ou de qualquer outro valor adicional que possa ser criado com a transacção, o que indicia que estes benefícios poderão ser muito reduzidos.

A estratégia apresentada pela CSN para a CIMPOR refere objectivos ambiciosos, designadamente o de transformar o negócio de cimento da CSN no quinto maior produtor mundial e no número um em termos de rentabilidade. No entanto, a CSN não especifica como pretende atingir este objectivo, o que permite antecipar que poderão existir riscos significativos para as diversas operações em que a CIMPOR está envolvida.

De igual forma, a CSN não divulgou informação relativamente aos seus planos para a CIMPOR no que respeita às implicações da transacção ou aos efeitos negativos de qualquer potencial consolidação de operações e optimização de processos produtivos.

Adicionalmente, a CSN não tem experiência significativa na indústria do cimento no Brasil ou como uma empresa internacional de cimentos, não tendo nunca gerido um negócio de cimento com a dimensão da CIMPOR. Até à data a CSN não apresentou uma estratégia clara e detalhada para a CIMPOR, nem especificou os objectivos de crescimento e rentabilidade. A indefinição estratégica da CSN para o desenvolvimento futuro da CIMPOR sugere que a expansão e diversificação que esta transacção iria proporcionar à CSN poderá ser feita em prejuízo do crescimento e rentabilidade da CIMPOR.

A falta de informação sobre os planos estratégicos da CSN para a CIMPOR impede a correcta apreciação definitiva dos mesmos pelo Conselho da Administração da Empresa.

6.2. Impacto do perfil da CSN no futuro desenvolvimento da CIMPOR

A falta de substância da Oferta da CSN no que respeita à descrição das formas de financiamento gera uma incerteza associada ao risco de execução da transacção proposta e prejudica seriamente a credibilidade da Oferta apresentada.

Embora a CSN não apresente qualquer detalhe das suas fontes de financiamento, incluindo a quantificação dos fundos já assegurados ou a descrição do estado em que se encontram as negociações com um eventual consórcio bancário, assume-se que a Oferta será financiada sobretudo com recurso a dívida.

A aquisição da CIMPOR pela CSN com base numa estrutura de financiamento muito alavancada poderá colocar em risco a capacidade futura da CIMPOR para: (i) investir no crescimento orgânico do seu negócio; (ii) realizar investimentos de suporte aos níveis de eficiência produtiva e ao desenvolvimento das suas operações; e (iii) concretizar aquisições

estratégicas em mercados emergentes. Nessa situação, os *cash flows* gerados pela actividade da CIMPOR seriam utilizados para o reembolso de dívida, em detrimento da sua utilização para a criação de valor nas operações da Empresa.

Desde a data do Anúncio Preliminar da Oferta divulgado pela CSN, as agências de rating começaram de imediato a incorporar o risco da transacção ser bem sucedida. Nesse contexto, a CIMPOR foi colocada sob observação com implicações negativas pela Standard & Poor's ('CreditWatch'), principalmente porque uma eventual aquisição por uma sociedade de rating inferior, como é a CSN, implica uma descida da nota de rating da CIMPOR, com as consequentes restrições significativas ao financiamento que a CIMPOR enfrentaria. É de referir que um downgrade do rating da CIMPOR poderá só por si implicar um acréscimo significativo do seu custo de financiamento - a título de exemplo, note-se que a aplicação de um aumento de spread de 150 b.p. a uma dívida bruta de 2,1 mil milhões de euros corresponderia a um encargo anual adicional superior a 30 milhões de euros.

As agências de *rating* também colocaram a CSN sob observação com implicações negativas, devido à dimensão significativa da aquisição e tendo em conta o balanço e recursos da CSN.

A CIMPOR tem contratos de financiamento que incorporam cláusulas de mudança de controlo. Tendo em conta que este tipo de cláusula é prática corrente de mercado, não se percebe a razão da CSN ter incluído como pressuposto da decisão de lançamento da Oferta (ponto 13 do Anúncio Preliminar) a não existência de contratos com esta disposição. É adicionalmente de referir que a CIMPOR teria, no contexto actual dos mercados financeiros, um risco significativo, e um custo acrescido, de refinanciamento dessa dívida, caso a Oferta tivesse sucesso.

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

A falta de informação disponibilizada pela CSN, no que respeita à sua estratégia geográfica e à preservação da identidade Portuguesa da CIMPOR no futuro, levanta sérias reservas relativamente ao impacto que a transacção poderá ter na CIMPOR, não só em Portugal mas também nos demais países onde a Empresa está presente, nos seus trabalhadores, na gestão, nos clientes, em indústrias associadas e nas comunidades onde opera. Recorde-se que estes temas não são suficientemente desenvolvidos ou sequer mencionados nos Documentos da Oferta apresentados pela CSN. Estas preocupações do Conselho de Administração da CIMPOR são naturalmente exacerbadas pela possibilidade de exclusão de negociação em mercado bolsista (prevista no Anúncio Preliminar da Oferta) e pelo risco de desmembramento da CIMPOR num cenário de aquisição.


A CIMPOR é um importante *player* multinacional na indústria global do cimento, com sede em Portugal, sendo nesse contexto uma das referências empresariais do País. Uma das principais preocupações da CIMPOR é assegurar o cumprimento da legislação e regulações dos mercados onde está presente e conduzir o negócio de acordo com princípios de integridade, através de uma comunicação franca e aberta com os trabalhadores e restantes

stakeholders, de forma consistente com a sua posição de referência na economia Portuguesa.

Conforme referido anteriormente a CSN não disponibilizou informação suficiente que permita ao Conselho de Administração da CIMPOR ter uma opinião concreta e definitiva do impacto da Oferta para os outros *stakeholders* da CIMPOR. Com a informação actualmente disponível, a Administração da CIMPOR identifica, preliminarmente, os seguintes impactos potenciais ou riscos para os outros *stakeholders* da Empresa:

- Trabalhadores - no projecto de prospecto, a CSN refere que não prevê alterações na política geral de recursos humanos da Empresa. No entanto, a CSN também declara o seu empenho “em desenvolver a actividade da CIMPOR, mantendo ou reforçando a optimização dos processos produtivos e da respectiva organização, com o objectivo de reforçar a rentabilidade dos recursos”. Esta declaração poderá ser contraditória com a primeira, na medida em que a optimização organizacional poderá conduzir a uma deslocalização de plataformas comuns para o Brasil. A referência que a CSN faz à optimização dos processos produtivos é igualmente pouco clara e levanta a dúvida sobre quais as intenções da CSN para os trabalhadores da área industrial da CIMPOR, em particular no Brasil, dado ser esse o único mercado onde a CSN também detém uma operação no sector do cimento.
- Clientes - no projecto de prospecto, a CSN refere que a aquisição da CIMPOR vai proporcionar à CSN o acesso a mercados maduros e a mercados com um significativo potencial de crescimento. Esta declaração é muito pouco clara uma vez que é difícil perceber como é que a CSN espera beneficiar nas suas operações, que não incluem a produção de cimento, da presença internacional da CIMPOR. No entanto, a referida declaração coloca a questão de saber em que medida é que as equipas comerciais da CIMPOR poderão vir a ser utilizadas, em prejuízo dos seus actuais clientes, para a viabilização da entrada de produtos da CSN em mercados em que esta não está presente.
- Fornecedores - A CIMPOR tem uma relação privilegiada com os seus fornecedores em todos os mercados externos e também em Portugal, onde está sediada. A questão anteriormente levantada sobre uma eventual integração das plataformas comuns entre os dois grupos, pode também ser relevante para os fornecedores da CIMPOR. A eventual centralização no Brasil de parte significativa das plataformas comuns pode implicar alterações significativas na estrutura dos fornecedores actuais da Empresa. Naturalmente, são de destacar a este respeito os fornecedores de serviços de alto valor acrescentado, como os de consultoria ou tecnologias de informação, bem como alguns fornecedores de equipamento, que têm até ao momento uma grande componente de empresas portuguesas.
- Outras partes interessadas na CIMPOR - conforme foi anteriormente referido, caso a Oferta seja bem sucedida, as agências de *rating* poderão reduzir a actual notação de risco de crédito da CIMPOR, o que afectaria significativamente os actuais financiadores da empresa.

Por último, os termos da Oferta mencionam uma possível saída da Bolsa de Valores, designadamente, no caso de o Oferente alcançar, em resultado da Oferta, mais de 90% dos direitos de voto da CIMPOR calculados nos termos do art. 20.º do Cód. VM. Importa aqui referir que a CIMPOR é uma referência na Bolsa de Valores portuguesa, dada a sua dimensão e o facto de ser a única empresa cotada exclusivamente dedicada ao sector dos materiais de construção. A saída da CIMPOR da Bolsa portuguesa iria introduzir um ponto fraco no mercado de capitais Português e limitar a capacidade de diversificação dos investidores em Portugal.



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

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

Membros do Conselho de Administração que detêm acções CIMPOR	Nº de acções detidas (*)
Prof. Eng. Ricardo Manuel Simões Bayão Horta	106.550
Dr. Luís Eduardo da Silva Barbosa	3.820
Dr. Vicente Árias Mosquera	2.200
José Manuel Baptista Fino	1.050
Dr. José Enrique Freire Arteta	1.130
Eng. Luís Filipe Sequeira Martins	197.860
Dr. António Carlos Custódio de Morais Varela	25.000
Dr. Manuel Luís Barata de Faria Blanc	216.860

(*) À data de 7 de Janeiro de 2010.

Na reunião do Conselho de Administração da CIMPOR realizada no dia 7 de Janeiro de 2010, cada um dos membros acima identificados, que detêm acções CIMPOR, manifestou a sua intenção de não aceitar a Oferta e, nessa medida, manter a totalidade das acções que actualmente detém.

Aviso Legal

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

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

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

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

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

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

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

Anexo

Bases de cálculo e Fontes de Informação

Anexo - Bases de cálculo e Fontes de Informação

1. Geral

Excepto referência em contrário, neste documento:

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

2. Referências por capítulo

Capítulo 3.1.

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

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

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

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

Capítulo 3.2.

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

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

As empresas comparáveis (Top4) incluem a Heidelberg Cement, a Cemex, a Holcim e a Lafarge.

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

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

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

O Enterprise Value é definido como:

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

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

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

Enterprise Value @ 5,75	5.754	
Capitalização bolsista @ €5,75	3.818	€5,75 * 664.000.000 acções
Dívida líquida 30/09/2009	1.810	Cimpor relatório Set-09 Pág. 5
Resp. fundo de pensões liq. imposto	22	Cimpor relatório Set-09 Pág. 11, assumindo taxa de imposto de 26,5%
Interesses minoritários	198	Consensus dos analistas
Empresas associadas	(36)	Valor contabilístico Set-09
Outros investimentos	(11)	Valor contabilístico Set-09
Activos detidos para venda	(47)	Valor contabilístico Set-09

Esta metodologia resulta num Enterprise Value para a CIMPOR implícito na oferta da CSN de €5.754M.

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

- Exane BNP Paribas (21/12/2009)
- BPI (18/12/2009)
- Caixa (14/12/2009)
- Millennium (26/11/2009)

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

Analista	Data	Estimativa EBITDA	
		2009E	2010E
Exane BNP Paribas	21-Dez-09	604	639
Santander	21-Dez-09	614	688
Millennium BCP	18-Dez-09	589	625
BPI	18-Dez-09	621	678
Banif	16-Dez-09	607	644
Caixa BI	14-Dez-09	602	647
ESI	17-Nov-09	611	671
Average		607	656

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

As empresas comparáveis consideradas são as 4 maiores empresas cimenteiras cotadas, nomeadamente, a Lafarge, a Holcim, a Cemex e a Heidelberg Cement. O Enterprise value das empresas comparáveis foi determinado com base nas respectivas cotações a 4 de Janeiro de 2009 através da metodologia descrita anteriormente para a CIMPOR.

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

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

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

Capítulo 3.3.

Transacções relevantes nas Indústrias Cimenteira, de Betão Pronto e Agregados

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

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

Capítulo 3.4

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

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

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

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

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

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

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

Capítulo 4.4

Mercado maduros e mercados emergentes

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

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

Capítulo 5.1.

Comparação da Margem EBITDA

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

Comparação do ROCE

(Fonte: Exane BNP Paribas)

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

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

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

Comparação da Estrutura de Capital

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

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

Comparação do Dividend yield

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

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

Comparação do Retorno Total para o Accionista

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

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

Glossário

Bloomberg e Datastream - base de dados financeiros

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

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

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

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

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

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