

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

EQUITY RESEARCH:
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.

SARA SOFIA DA PALMA RODRIGUES

Projeto

Obtenção do Grau de Mestre em Gestão Empresarial

Trabalho efetuado sobre orientação de:
Professor Fernando Manuel Félix Cardoso

Julho 2018

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

EQUITY RESEARCH:
CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.

SARA SOFIA DA PALMA RODRIGUES

Projeto

Obtenção do Grau de Mestre em Gestão Empresarial

Trabalho efetuado sobre orientação de:
Professor Fernando Manuel Félix Cardoso

Julho 2018

Declaração de Autoria e Copyright

EQUITY RESERACH – CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.

Declaração de Autoria do Trabalho

Declaro ser a autora deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Sara Sofia da Palma Rodrigues

(assinatura)

© Copyright: (Sara Sofia da Palma Rodrigues)

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

Agradecimentos

Este projeto representa o término de uma fase importante da minha vida académica e é o resultado final do trabalho árduo que desenvolvi no último ano. Ter a determinação para concluir uma dissertação nem sempre é fácil, é um caminho longo, moroso e de muito trabalho, o que nos leva, muitas vezes, a querer desistir. Hoje, sei que sem o apoio de algumas pessoas não teria sido possível a conclusão deste projeto. Por isso, quero desde já deixar o meu apreço e gratidão às mesmas.

Primeiramente, quero agradecer ao Professor Fernando Félix Cardoso por me ter dado a oportunidade de ser sua orientanda e, por me ter ajudado e demonstrado estar sempre disponível quer ao nível de fornecimento de informação, quer ao nível de todas as questões técnicas e dúvidas que foram surgindo.

Em segundo lugar, mas não menos importantes, quero agradecer aos meus pais Célia e Custódio. Sem eles o meu percurso académico não teria sido possível. Foram eles, que sempre me incentivaram em ir à procura de mais, a lutar pelo que quero e jamais desistir. São o meu orgulho e exemplo a seguir. Depois, quero agradecer ao meu namorado Sérgio por todo o apoio, força, motivação e paciência que demonstrou ter comigo nesta fase, que nem sempre foi fácil.

Por último, quero agradecer aos meus colegas de trabalho por toda a paciência que tiveram comigo durante este período, especialmente ao Luís, à Alexandra e à Carina por me terem ajudado com questões técnicas que por vezes necessitei.

Resumo

O projeto que irá ser apresentado, está inserido no Mestrado de Gestão Empresarial, e tem como principal objetivo a avaliação à maior empresa do setor corticeiro a nível mundial, a Corticeira Amorim S.G.P.S, S.A. Com esta avaliação, pretende-se encontrar o valor do capital próprio para a empresa e um preço-alvo para as suas ações.

A *Equity Research* apresentada foi fundamentada com base numa revisão bibliográfica cuidada, estudando os métodos de avaliação que considerámos mais relevantes e analisando a evolução da Corticeira Amorim ao longo do período 2012-2016.

Depois, tentámos estabelecer o melhor elo de ligação entre a teoria e a prática de modo a obter o valor da empresa. Para isso, optámos por um método de avaliação baseado no *Discounted Cash Flow*, mais propriamente, o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

Aquando a avaliação, através do FCFF, conseguimos apurar *Equity Value* de 1 480 338€ e um valor por ação unitário, de acordo com um cenário base, de 11,13 €. Através da análise de sensibilidade efetuada, verifica-se que num pior cenário o valor mínimo por ação será de 9,99 € e num cenário mais otimista poderá atingir um máximo de 14,98 €.

Palavras – chave: Corticeira Amorim; *Equity Research*; *Free Cash Flow to the Firm*;

Abstract

The following project is part of the Master's Program in Business Administration, the main objective is the evaluation of the world's largest company operating in the cork industry, Corticeira Amorim S.G.P.S, S.A. With this evaluation, the aim is to determine the value of the company's capital and the stock target price.

The presented Equity Research was based on a curated reference list touching upon the most relevant evaluation methods and analysis of CA's evolution between 2012 and 2016.

Afterwards, the goal was to establish the connection between the theory and practice in order to obtain the value of CA. To do so, the selected evaluation method was based in the *Discounted Cash Flow*, most specifically, the *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

Following the evaluation through the FCFF, an *Equity Value* of 1 480 338 € was determined and a stock price unit in accordance to the base scenario of 11,13 €. Through the sensitivity analysis conducted, during the worse scenario the lowest stock price will be 9,99 € and in the best scenario it can reach a maximum stock price of 14,98 €.

Keywords: Corticeira Amorim; *Equity Research*; *Free Cash Flow to the Firm*;

ÍNDICE GERAL

ÍNDICE DE FIGURAS	vii
ÍNDICE DE TABELAS	viii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	ix
LISTA DE ABREVIATURAS	x
Capítulo 1 – INTRODUÇÃO	1
Capítulo 2 – REVISÃO DA LITERATURA	3
2.1) <i>Discounted Cash Flow</i>	3
2.1.1) <i>Equity Valuation</i>	3
2.1.1.1) <i>Dividend Discount Model</i>	4
2.1.1.2) <i>Free Cash Flow to the Equity</i>	6
2.1.2) <i>Firm Valuation</i>	7
2.1.2.1) <i>Free Cash Flow to the Firm</i>	8
2.1.2.2) <i>Adjusted Present Value Valuation (APV)</i>	14
2.2) <i>Relative Valuation</i>	18
2.2.1) <i>Peer group</i>	19
2.2.2) <i>Múltiplos</i>	19
2.3) <i>Contingent Claim Valuation</i>	20
Capítulo 3 – CONTEXTUALIZAÇÃO DO SETOR CORTICEIRO E APRESENTAÇÃO DA EMPRESA	21
3.1) <i>Contextualização do Setor Corticeiro</i>	21
3.1.1) <i>No Exterior</i>	21
3.1.2) <i>Em Portugal</i>	22
3.2) <i>Apresentação da Corticeira Amorim</i>	25
3.2.1) <i>História da Corticeira Amorim e Presença no Mundo</i>	25
3.2.2) <i>Unidades de Negócio</i>	26

3.2.3) Performance Bolsista e Estrutura Acionista.....	28
3.2.4) Distribuição de Dividendos.....	31
3.3) Análise à Corticeira Amorim.....	31
3.4) Indicadores	34
3.5) Análise <i>SWOT</i>.....	35
Capítulo 4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	37
4.1) Justificação da escolha do modelo adotado	37
4.2) Previsões.....	37
4.2.1) Vendas	37
4.2.2) Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas (CMVMC).....	38
4.2.3) Fornecimentos e Serviços Externos (FSE).....	38
4.2.4) Gastos com Pessoal	39
4.2.5) Amortizações e Depreciações	39
4.2.6) Resultado operacional	40
4.2.7) Proveitos financeiros	40
4.2.8) Impostos	40
4.2.9) Investimento em Necessidades de Fundo de Maneio.....	40
4.2.10) FCFF.....	41
4.2.11) Rendibilidade exigida pelos acionistas	41
4.2.12) Valor Residual (continuidade)	42
4.2.13) Valor do Capital Próprio	42
Capítulo 5 – DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	43
5.1) Análise de Sensibilidade	43
5.2) Outras Análises à Corticeira Amorim	46
Capítulo 6 – CONCLUSÕES	47
Referências Bibliográficas	49
ANEXOS	52

Anexo A	52
Anexo B	53
Anexo C	54
Anexo D	55
Anexo E	56
Anexo F.....	57
Anexo G.....	58

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1. Principais Modelos de Avaliação	3
Figura 3.1. Análise SWOT	35

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 3.1. Evolução de Indicadores bolsistas.....	29
Tabela 3.2. Distribuição de Vendas por mercado (milhares de euros).....	32
Tabela 3.3. Vendas por unidade de negócio (milhares de euros).....	32
Tabela 3.4. Autonomia Financeira (milhares de euros)	34
Tabela 5.1. Tabela resumo: três cenários (milhares de euros)	44
Tabela 5.2. Sensibilidade ao WACC / valor da ação	45
Tabela 5.3. Sensibilidade ao WACC/valor do ativo	45
Tabela 5.4. Outras análises do preço-alvo das ações da Corticeira Amorim	46

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1. Exportações Mundiais de Cortiça 2015 (milhões de euros).....	21
Gráfico 3.2. Importações Mundiais de Cortiça 2015 (milhões de euros).....	22
Gráfico 3.3. Estrutura das vendas (exportações) de cortiça por tipo de produtos 2015.	23
Gráfico 3.4. Evolução das exportações portuguesas de cortiça (milhões de euros).....	24
Gráfico 3.5. Exportações Portuguesas de Cortiça por país de destino (2015)	25
Gráfico 3.6. Estrutura acionista Corticeira Amorim, S.G.P.S. S.A.....	28
Gráfico 3.7. Evolução de valores de fecho de ações semestrais 2012-2017 (em euros)	30
Gráfico 3.8. EBITDA por unidade de negócio (milhares de euros).....	33

LISTA DE ABREVIATURAS

APCOR	Associação Portuguesa de Cortiça
APV	<i>Adjusted Present Value</i>
CAPEX	<i>Capital Expenditure</i> (Despesas de Capital)
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CFO	<i>Chief Financial Officers</i>
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
FCFE	<i>Free Cash Flow to the Equity</i>
FCFF	<i>Free Cash Flow to the Firm</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i> (Resultados Antes de Juros e Impostos)
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes and Depreciations and Amortizations</i> (Resultados antes de Juros, Impostos Amortizações e Depreciações)
NOI	<i>Net Operating Income</i>
NOPLAT	<i>Net Operating Profit Less Adjusted Taxes</i>
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats</i> (Forças, Fraquezas Oportunidades e Ameaças)
UN	Unidade de Negócio
WACC	<i>Weight Average Cost of Capital</i> (Custo Médio do Capital)

Capítulo 1 – INTRODUÇÃO

1.1) Motivações

O presente trabalho de projeto está inserido no Mestrado em Gestão Empresarial e tem por base uma *Equity Research* à empresa, cotada na bolsa portuguesa, Corticeira Amorim S.G.P.S, S.A.

Este é um tema que, apesar de não ter sido desenvolvido na minha licenciatura em Economia com a profundidade necessária à sua completa compreensão, sempre me fascinou. O comportamento das empresas no mercado e a forma como são percecionadas pelos agentes económicos sempre constituíram motivo para aumentar a minha curiosidade sobre o tema.

No âmbito na unidade curricular de Finanças da Empresa, compreendi a importância deste tema e por isso decidi dedicar-me a esta área temática, completamente nova, no que diz respeito à teoria financeira necessária para a poder aplicar à empresa escolhida.

De facto, o objetivo de uma *equity research* passa por efetuar uma análise tão pormenorizada quanto possível à empresa em análise, quer ao nível do seu negócio quer ao nível financeiro, sempre com o foco na determinação do valor intrínseco das suas ações, reportado a uma determinada data. Por muitos, a *equity research* é considerada um importante instrumento de trabalho, na medida em que, produz informação útil de apoio aos investidores e a todos os *stakeholders* da empresa, em momentos decisivos.

1.2) Metodologia e Recolha de dados

Para atingir os objetivos pretendidos, adotou-se um método de organização dividido em seis fases.

Numa primeira fase, procede-se à revisão da literatura sobre o tema. Essa revisão foi possível ser feita recorrendo às bases de dados que foram utilizadas como fontes de pesquisa: o SSRN (*Social Science Research Network*), o *Google Scholar* e a *B-ON*.

Seguidamente caracterizamos o setor corticeiro no exterior e em Portugal, analisando as exportações, importações e tipos de produtos comercializáveis. Para a construção deste capítulo, recorreremos em grande parte à informação disponível do *site* da Associação

Portuguesa de Cortiça (APCOR) e mais propriamente ao último Boletim Estatístico disponível correspondente ao ano de 2016.

Após efetuar a análise do sector, passamos a analisar a empresa alvo do nosso projeto – a Corticeira Amorim, recorrendo a fontes primárias e secundárias, para dar a conhecer a empresa e traçar a sua linha histórica e as suas unidades de negócio (matérias-primas, rolhas, revestimentos, aglomerados compósitos e revestimentos). De entre outros indicadores, analisamos as vendas, a distribuição das vendas por mercados e a sua autonomia financeira. Por parecer importante efetuámos uma análise *SWOT*, por forma a perceber a posição estratégica que a empresa ocupa no mercado e, de forma a servir como base, para a análise das demonstrações de resultados e dos balanços da mesma.

Na quarta fase do projeto, descrevemos os pressupostos que em nossa opinião, são aceitáveis para proceder à avaliação da empresa com base na metodologia que nos pareceu a mais ajustada. Para providenciar a avaliação foi necessário reunir os relatórios e contas da empresa, de modo a obter uma base histórica para projetar o horizonte previsional. Para isso, usámos uma folha de cálculo onde reunimos e analisámos os anos 2013, 2014, 2015 e 2016 projetando o período 2017-2022.

Seguidamente apresentamos uma análise de sensibilidade partindo de um cenário base, e com a variação efetuada sobre os pressupostos adotados, criamos uma perspetiva otimista e outra pessimista.

Por último, apresentamos as conclusões do projeto sustentadas pela informação recolhida e pela análise e discussão de resultados obtidos, assim como algumas observações em relação a lacunas e a abordagens futuras.

Capítulo 2 – REVISÃO DA LITERATURA

Consoante o autor, existem diversos métodos de avaliação e teorias que podem ser utilizados. O mais comum é o *Discounted Cash Flow*. Nos pontos seguintes, iremos abordar alguns desses métodos propondo em conclusão um método de avaliação a aplicar ao presente projeto.

Figura 2.1. Principais Modelos de Avaliação

<i>Discounted Cash Flow Valuation</i>	<i>Relative Valuation</i>	<i>Contigent Claim Valuation</i>
<i>Equity Valuation:</i> - <i>Dividend Discount Model (DDM)</i> - <i>Free Cash Flow to the Equity (FCFE)</i>	<i>Peer Group</i> <i>Multiples</i>	<i>Black and Scholes</i> <i>Binomial</i>
<i>Firm Valuation:</i> - <i>Free Cash Flow to the Firm (FCFF)</i> - <i>Adjusted Present Value (APV)</i>		

Fonte: Adaptado Damodaran (2006)

2.1) *Discounted Cash Flow*

2.1.1) *Equity Valuation*

O fluxo de caixa livre diz respeito aos meios financeiros líquidos gerados pelas atividades operacionais, quer de financiamento externo, quer de investimento, que ficam livres para os acionistas ou sócios.

Quando estamos perante a perspetiva dos detentores de capital e dos *cash flow* que estes esperam obter, devemos ter em consideração dois modelos:

- i) *Dividend Discount Model*¹(DDM), onde os *cash flows* esperados equivalem aos dividendos que os acionistas esperam obter em perpetuidade,

¹ The *Dividend Discount Model*: A Primer. Author(s): James L. Farrell, Jr. : Financial Analysts Journal, Vol. 41, No. 6 (Nov. - Dec., 1985);

- ii) *Free Cash Flow to the Equity*² (FCFE), onde são considerados não só os *cash flow* distribuídos aos acionistas, mas também os que ficam retidos na empresa, isto é, que foram produzidos mas, que por algum motivo não foram distribuídos. Assim, de acordo com Borrego (2011), *the value of equity* corresponde a:

$$Value\ of\ Equity = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{Expected\ Cash\ Flows\ to\ the\ Equity_i}{(1 + k_e)^i} \quad (1)$$

Onde:

n = período de vida do ativo;

k_e = o custo do capital próprio.

2.1.1.1) *Dividend Discount Model*

O DDM é considerado o modelo mais antigo a utilizar o *Discounted Cash Flow* (Damodaran, 2006). Este modelo é considerado um dos modelos de avaliação mais restritivos, porque apenas são considerados como rendimentos os *cash flows* distribuídos aos acionistas, ou seja, os dividendos. Deste modo, o valor de cada ação será dado por (Borrego, 2011):

$$Value\ per\ share\ of\ stock = \sum_{i=1}^{i=\infty} \frac{E(DPS_i)}{(1 + k_e)^i} \quad (2)$$

Onde:

$E(DPS_i)$ = dividendo esperado por ação no momento i ;

k_e = o custo do capital próprio.

Uma das principais razões apontadas para a adoção do modelo dos dividendos, é o facto de este ser simples e de a sua lógica ser intuitiva. Isto acontece, porque os dividendos são

² Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2ª Edition, New York, New York: John Wiley & Sons.

o único fluxo de caixa tangível para os investidores/acionistas. Outras razões, são que este modelo necessita de menos pressupostos para obter os dividendos previsionais, quando comparado com os fluxos de caixa livre previsionais e, contrariamente ao que acontece com os fluxos de caixa, por norma, os dividendos tendem a ser estáveis dentro de uma empresa. Dessa forma, a estabilidade torna as avaliações com base nos dividendos menos voláteis do que as avaliações com base noutros fluxos de caixa.

Apesar disso, e ainda segundo Damodaran (2006), este modelo não é muitas vezes adotado pelos analistas, porque os dividendos são definidos através de uma política própria. Assim, e sabendo que as empresas têm controlo sobre os dividendos, tornam-se possíveis vários cenários: as empresas não pagarem dividendos, pagarem valores inferiores aos esperados ou então pagarem dividendos superiores aos seus *cash flows*, financiados através da dívida. (Damodaran, 2006).

Todavia, numa tentativa de simplificar o modelo DDM, em 1962, gerou-se o Modelo de Gordon³ (*Gordon Growth Model ou Constant Growth Model*). Neste modelo, assume-se uma taxa de crescimento dos dividendos constantes (*g*), algo que não acontece no DDM, onde os dividendos anuais são estimados em perpetuidade. Uma das melhorias e vantagens do modelo de *Gordon*, é que este tornou mais fácil a análise dos financeiros, uma vez que só têm de estimar três variáveis: os dividendos do próximo ano, o custo do capital próprio e a taxa de crescimento dos dividendos (Neves, 2002).

$$Value\ of\ share = \frac{Expected\ Dividends\ next\ period}{Cost\ of\ equity - Expected\ growth\ rate\ in\ perpetuity} \quad (3)$$

Posto isto, evidencia-se ainda, o desenvolvimento de mais dois modelos para contornar as limitações impostas pelo modelo geral de dividendos e pelo modelo de *Gordon*. Como refere Damodaran (2006), o primeiro modelo é uma extensão natural do modelo de *Gordon*, uma vez que considera duas fases de crescimento, onde num período inicial a taxa de crescimento dos dividendos não é estável e, posteriormente estabiliza, sendo expectável que se mantenha em perpetuidade. O segundo modelo, apresentado por Fuller

³ Gordon, M.J., 1962, *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*, The Irwin Series in Economics.

e Hsia (1984), também é um modelo de duas fases, mas assume que inicialmente a taxa de crescimento dos dividendos (de)crece linearmente até atingir uma taxa de crescimento sustentável. (Borrego, 2011).

2.1.1.2) *Free Cash Flow to the Equity*

Para estimar o valor que os gestores devem devolver aos investidores de capital, foi desenvolvida uma medida de dividendos potenciais, que se denomina *free cash flow to the equity*. Estes *cash flows* medem o dinheiro (*cash*), que a empresa gera depois de subtraídos os impostos, as necessidades de reinvestimento (CAPEX e fundo de manuseio) e pagamento da dívida, mas que por alguma razão os gestores optam por não os distribuir aos acionistas (Damodaran, 2004 e 2006). Aqui, tal como acontece no modelo dos dividendos, os *cash flow* são descontados à taxa de rentabilidade exigida pelos acionistas.

Assim, de acordo com Damodaran, “*a measure of FCFE that capture the cash flow left over all reinvestment needs and debt payments is*” (Damodaran;2006;20).

$$\text{FCFE} = \text{Net income} + \text{depreciation} - \text{capital expenditures} - \text{change in non} \\ \text{cash working capital} - (\text{principal repaid} - \text{new debt issues}) \quad (4)$$

Quando substituímos o modelo dos dividendos pelo FCFE, assume-se que o FCFE será pago aos acionistas. Daqui podem surgir duas consequências possíveis:

- i) não existirá uma acumulação de dinheiro na empresa, uma vez que depois de pagas as dívidas e as necessidades de reinvestimento o restante *cash flow* é distribuído aos acionistas a cada período;
- ii) o crescimento esperado de FCFE inclui apenas crescimento de rendimentos derivados da performance dos ativos ligados à operação e não de ativos ligados a ações ou afins transacionáveis.

Note ainda, que este modelo foi projetado para empresas que apresentem taxas de crescimento estáveis, estando de certa forma num estado estacionário.

Assim, se:

- i) os dividendos forem iguais ao FCFE, então o valor da empresa encontrado através do DDM e do FCFE é o mesmo.
- ii) os FCFE forem superiores aos dividendos, então o excesso de dinheiro (FCFE – dividendos) é investido e não colocado em resultados retidos

De um modo geral, quando adotamos a abordagem do FCFE, e se forem gerados *cash flows* que não sejam distribuídos aos acionistas, então o valor de avaliação de uma empresa encontrado através do FCFE será superior ao valor encontrado pelo DDM.

É ainda de referir, que de acordo com Jerónimo (2015), a abordagem do FCFE embora seja mais ampla do que o método DDM, em determinadas situações continua a ser restritiva, porque apenas analisa parte da estrutura de capital, ignorando a perspetiva dos detentores de dívida. A utilização deste método, releva-se mais pertinente na avaliação de fusões e aquisições, *buyouts*, *joint ventures* e alianças ou quando existe uma alteração significativa no controlo da empresa ou na estrutura de propriedade (Damodaran, 2006; Luehrman, 1997), uma vez que permite analisar explicitamente as alterações nos *cash flows* e no risco dos acionistas.

2.1.2) Firm Valuation

Quando utilizamos o modelo do *discounted cash flow* aplicado na perspetiva da empresa como um todo, usamos o *firm valuation*. Nesta abordagem, é valorizada a empresa em vez do capital próprio e o valor presente é o valor de toda a empresa, refletindo o valor do seu ativo. Apesar disso, “*the FCFF model comes in different forms, largely as the result of assumptions about how high the expected growth is and how long it is likely to continue*” (Damodaran, 2006;27).

O principal objetivo, passa por avaliar a totalidade dos *cash flows* gerados pela empresa, ou seja, avaliar todo o negócio independentemente da origem dos seus capitais (provenientes de acionistas ou credores), atualizando-os posteriormente ao custo médio ponderado do capital (WACC).

Assim, se considerarmos que passado um período de tempo a empresa passa a ter uma taxa de crescimento constante, o valor apresentado será dado por:

$$Firm\ Valuation = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC)^n \frac{(WACC - g_n)}{(1+WACC)^n}} \quad (5)$$

Onde:

FCFF = *cash flows* libertos pela empresa, disponíveis para credores e acionistas;

WACC = custo médio ponderado de capital;

g = taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade.

Normalmente, esta abordagem é utilizada para determinar a viabilidade de um investimento, porque permite captar qual o valor intrínseco dos ativos (representados no lado esquerdo do balanço patrimonial), para remunerar os capitais próprios (representados no lado direito do balanço patrimonial,). (Jerónimo, 2015).

Se a dívida for introduzida na avaliação, a abordagem utilizada tem de ser alterada, passando a utilizar-se o método do FCFE.

Neste método a existência de dívida, implica a utilização do conceito do custo médio ponderado do capital (WACC) que permite, através da estrutura de capital apresentada pela empresa (capital próprio e capital alheio), determinar um custo médio para o capital da mesma, depois de retirados os impostos que se constitui como uma taxa de atualização do FCFF.

2.1.2.1) Free Cash Flow to the Firm

Como dissemos anteriormente, quando adotamos o FCFF abordamos a empresa como um todo, e os *free cash flow to the firm* correspondem ao somatório dos *cash flows* a que todos os detentores da empresa têm direito (acionistas e credores).

No FCFF considera-se, à partida, que o investimento em capital e a variação em necessidades de fundo maneio, estão incluídos na avaliação. Posteriormente, adota-se uma entre quatro medidas possíveis de rendimento para obter os *cash flows*.

Essas quatro medidas são:

- i) EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*)
- ii) EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes and Depreciations and Amortizations*)
- iii) NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*)
- iv) NOI (*Net Operating Income*).

A diferença entre estas quatro medidas, reside nos pressupostos sobre a relação entre as amortizações e depreciações e o investimento em capital (Damodaran, 2002).

Assim, se optarmos pelo cálculo através do EBITDA, deve assumir-se como pressuposto de que a empresa desinveste ao longo do tempo. Por outro lado, se recorrermos ao NOPLAT, este considera não existir reinvestimento, ou seja, o valor das amortizações e depreciações é reinvestido na empresa para manter os ativos existentes, não havendo assim crescimento (Borrego, 2011).

De acordo com Damodaran (2002), as empresas que exibem uma taxa reinvestimento positiva definem os seus *cash flows* como:

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{EBIT} (1 - \text{Tax Rate}) - \text{Capital Investment} + \text{Depreciations} - \\ & - \Delta \text{Working Capital} \pm \Delta \text{others (non - cash)} \end{aligned} \quad (6)$$

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

O WACC ou Custo Médio Ponderado do Capital, é apenas a taxa ao qual o *free cash flow to the firm* deve ser descontado, por forma a obter a mesma avaliação que o *equity cash flow* (Fernandez, 2015).

Como diz Fernandez (2015;1) “(...) *The WACC is just the rate at which the Free Cash Flow (FCF) must be discounted to obtain the same result as the valuation using Equity Cash Flows. (...)*”

Assim, e como já referido em pontos anteriores, utiliza-se esta taxa de atualização quando introduzimos a dívida na abordagem. Deste modo, o WACC é dado por:

$$WACC = \left(\frac{E}{E+D} * k_e \right) + \left(\frac{D}{E+D} * k_d \right) * (1 - t) \quad (7)$$

Onde:

E = valor de mercado do capital próprio;

D = valor de mercado da dívida;

k_e = custo do capital próprio;

k_d = custo efetivo da dívida;

t = taxa de imposto.

De todos os componentes do WACC, o custo do capital próprio é aquele que requer um maior número de pressupostos. Se a abordagem for efetuada pela ótica do mercado, é necessário ter em contas dois pressupostos: i) que os mercados sejam eficientes; ii) que a relação entre o risco e a rendibilidade seja (minimamente) estável ao longo do tempo. O valor e o custo da dívida, são componentes que derivam dos dados do mercado. Por fim, a taxa de imposto, é retirada das demonstrações financeiras fornecidas pela empresa.

Quando queremos estimar o custo do capital próprio, podemos recorrer a alguns modelos. Contudo, o mais recorrente e usado pelos analistas para estimar o custo do capital próprio é o CAPM⁴ (*Capital Asset Pricing Model*). O CAPM defende que o retorno esperado de um ativo está relacionado com o beta desse ativo (correlação entre o retorno do ativo e o

⁴ Capital Asset Pricing Model. O CAPM foi introduzido na teoria financeira por trabalhos independentes realizados por Jack Treynor (1961, 1962), William F. Sharpe (1964), John Lintner (1965) and Jan Mossin (1966)

retorno do portfólio de mercado), ou seja, o retorno esperado de um ativo corresponde à relação da taxa de juro sem risco e do beta desse ativo (Jerónimo, 2015).

$$E(r_e) = r_f + \beta_e (E(r_m) - r_f) \quad (8)$$

Onde:

$E(r_e)$ = rendibilidade exigida pelos acionistas ou custo do capital próprio;

r_f = taxa de juro do ativo sem risco;

β_e = beta do ativo i;

$E(r_m)$ = retorno esperado do portfólio do mercado;

$E(r_m) - r_f$ = prémio de risco do mercado.

O CAPM é o “*the risk and return model that has been in use the longest and is still the standard in most real world analyses*” (Damodaran, 2002;69).

Tendo por base este modelo devemos ter em conta que:

- o risco pode decompor-se em risco específico ou não sistemático (associado em particular a uma empresa e à sua relação com os concorrentes) ou em risco de mercado (que afeta todas as empresas, embora umas sejam mais afetadas do que outras);
- os investidores podem reduzir o risco do investimento através da diversificação da carteira, o que permite reduzir/eliminar o risco específico.

Para o cálculo do CAPM (equação 8), deve ter-se em consideração algumas referências em relação aos seus componentes:

i) Taxa de Juro sem risco

Para vários autores, nomeadamente para Damodaran (2008), os únicos ativos que não têm qualquer risco associado são as obrigações de tesouro de Estados que não apresentem risco de falência e, cuja maturidade, seja igual à dos *cash flows* que estão a ser descontados.

É importante salientar, que a taxa de juro sem risco e os *cash flows* têm que estar na mesma moeda, porque caso isso não aconteça a avaliação pode tornar-se enviesada, devido à inflação. Este enviesamento pode agravar-se em economias onde a taxa de inflação seja elevada. (Damodaran, 2008).

ii) Beta

De acordo com o modelo CAPM, o parâmetro beta traduz o risco sistémico do ativo, ou seja, a correlação entre o retorno do ativo e o retorno do portfólio do mercado. Um dos principais pressupostos deste modelo, é que os investidores podem diminuir o risco da sua carteira através da diversificação da mesma. Ou seja, quanto mais diversificada for a carteira de investimentos, menor é o risco associado, uma vez que este é recompensado pelo risco de mercado (Rosenberg & Rudd, 1982).

Para estimar o beta, é necessário ter como base um conjunto de metodologias e pressupostos, uma vez que não se trata de uma variável observável diretamente no mercado. Por norma, para calcular este parâmetro, usa-se uma regressão linear simples entre os retornos históricos do ativo e os retornos do portfólio do mercado. Consoante o autor, assim é o período de dados que devemos ter consideração para o cálculo.

“Tipicamente, utiliza-se um período de cinco anos de dados mensais (Black, Jensen e Scholes, 1972), sendo que existem intelectuais que consideram um período entre quatro a seis anos (Alexander e Chervany, 1980⁵), enquanto o Nobel da Economia, Robert Merton (1980), defende a utilização de dados mais frequentes (“using as long a historical time series as is available”¹⁰, Merton, 1980⁶)” (Borrego, 2011;13).

Para estimarmos o valor do beta, devemos basear-nos no beta de empresas da mesma indústria. Devemos ainda, levar em consideração a existência do risco operacional (obtido a partir do negócio da empresa, ou seja, sem considerar a dívida) e o risco financeiro (obtido levando em conta a dívida, ou seja, considerando uma ótica acionista). Não devemos esquecer que, quando estamos perante empresas com um elevado volume de

⁵ Alexander, G. J. and Chervany, N. L., 1980, *On the Estimation and Stability of Beta*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, v.15, no.1, 123-137

⁶ Merton, R. C., 1980, *On estimating the expected return on the market. An exploratory investigation*, Journal of Financial Economics, v.8, 323-361

dívida, os acionistas ficam expostos a um maior nível de risco e, como tal, esse valor deverá ser refletido no beta da empresa (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

Quando relacionamos os dois tipos de risco, operacional e financeiro, considera-se que o beta financeiro (β_e) é equivalente ao beta operacional (β_u), adicionando um fator que expresse o grau de alavancagem. Neste caso, o quociente entre o valor de mercado da dívida e o valor de mercado do capital próprio.

$$\beta_e = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E}\right) \quad (9)$$

Onde:

β_e = beta do capital próprio da empresa, considerando alavancagem;

β_u = beta operacional ou beta sem dívida;

$1 + \frac{D}{E}$ = ao grau de alavancagem financeira da empresa.

iii) Prémio de Risco

Para Damodaran (2015a), o conceito de prémio de risco tem impacto quer no custo do capital, quer no custo da dívida. Este surge como a diferença entre o retorno do portfólio de mercado e o retorno do ativo sem risco. Uma vez que o prémio de risco não se apresenta como uma variável do mercado, é necessário estimá-lo.

De acordo com Koller, Goedhart e Wessels (2005), o prémio de risco é uma das variáveis mais discutidas em finanças porque, o facto de uma ação ter uma capacidade de desempenho superior às obrigações de tesouro no longo prazo, tem implicações em diversas áreas, tais como *corporate finance* e composição do portfólio.

Assim, e de acordo com o universo académico, existem diversas técnicas que podem ser usadas para estimar o prémio de risco, nomeadamente: i) estimativa da diferença histórica entre o retorno do mercado e o retorno do ativo sem risco; ii) estimativa do prémio de risco expectável; iii) entrevistas a investidores e a *Chief Financial Officers* (CFO's) para aferir as suas expectativas. (Borrego, 2011).

Para a primeira técnica, assume-se que os investidores precisam de um “incentivo”, ou seja, exigem um prémio de risco superior, para trocar obrigações por ações, uma vez que

estes são avessos ao risco. Assim, se o risco se mantiver inalterado os dados históricos são uma boa aproximação do prémio de risco que os investidores vão pedir futuramente (Koller Goedhart e Wessels, 2005).

A segunda técnica, refere que prémio de risco futuro pode ser estimado através de variáveis observadas no presente nomeadamente: *dividend-to-price ratio*, *book-to-market ratio* e *ratio of earnings-to-price* (Koller, Goedhart e Wessels, 2005).

Por último, esclarece-se que a técnica de entrevistas a CFO's e a investidores baseia-se no facto do prémio de risco ser o retorno adicional exigidos por estes, para investir em ativos com risco, isto é, a melhor forma de estimar o prémio de risco é questioná-los, e assim considerar as suas expectativas quanto ao prémio de risco futuro (Borrego, 2011).

Um outro ponto importante na determinação do *cash flow* pela metodologia do *Free Cash Flow to the Firm* é o que diz respeito ao valor residual. Para avaliar uma empresa estimam-se os seus *cash flows* esperados durante um período de tempo conhecido e, seguidamente, assegurada a sua estabilidade, assume-se que os mesmos crescem a uma taxa de crescimento sustentável em perpetuidade. Quando tal acontece, surge o conceito de valor residual em continuidade.

De acordo com Damodaran (2002), existem três formas para estimar este valor: i) a abordagem do *liquidation value* que representa, basicamente, o valor de mercado da empresa no ano terminal; ii) a abordagem dos múltiplos, que tem por base os múltiplos de empresas comparáveis (idênticas) e iii) a abordagem proposta pelo modelo de *Gordon*.

Contudo, devemos ter em consideração fatores essenciais na estimativa da taxa de crescimento, nomeadamente, que a taxa de crescimento em perpetuidade tem que ser inferior à taxa de crescimento da economia em análise (partindo do princípio que nenhuma empresa deve poder crescer mais do que a economia onde está inserida), e a empresa tem de apresentar características estáveis tendo por base o crescimento sustentável.

2.1.2.2) Adjusted Present Value Valuation (APV)

O método APV, foi apresentado por Myers (1974). Quando abordamos este método, considera-se o valor da empresa excluindo a dívida, ou seja, que esta é financiada a 100% por capitais próprios. Parte-se por isso da abordagem anteriormente descrita para determinar os *Free Cash Flows to the Firm*, utilizando como fator de atualização uma taxa correspondente ao custo do capital próprio sem considerar a dívida,

Após apurado o valor nesta primeira fase, adicionam-se os benefícios fiscais de ter dívida atualizados.

O processo de avaliação utilizado no APV é por isso semelhante ao usado no FCFF, atualizado ao WACC. A diferença entre os dois métodos reside de facto na taxa de desconto utilizada. No primeiro caso, atualiza-se ao WACC (para incorporar a dívida) e no segundo utiliza-se a *unlevered cost of equity*, adicionado do benefício fiscal de ter dívida.

$$Value\ of\ the\ unlevered\ firm = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCFF_i}{(1 + k_u)^i} + \frac{\frac{FCFF_{n+1}}{(k_u - g)}}{(1 + k_u)^n} \quad (10)$$

Onde:

k_u = *unlevered cost of equity*;

g = taxa de crescimento dos *cash flows* em perpetuidade.

Para Luherman (1997), apesar do método do DCF, utilizando o WACC, ser bastante reconhecido a nível académico e muito usado pelos analistas, defende que este é usado não por apresentar uma melhor performance, mas sim, por se ter tornado um método *standard*. Aliás, Luherman (1997) chega mesmo a considerar o WACC um modelo obsoleto.

Assim, o autor apresenta o APV como método alternativo ao FCFF atualizado ao WACC e considera-o mais versátil, confiável e transparente, onde todas os componentes da análise são visíveis, sendo que, nenhuma desaparece após a aplicação da taxa de desconto e requer um menor número de pressupostos, o que faz com que este possa ser aplicado

em mais casos. Para além disso, no APV a taxa de desconto utilizada traduz o risco que lhe está associado, sem necessidade de ajustamentos.

De acordo com Jerónimo (2015), os pontos que menos geram consenso sobre o APV relacionam-se com a quantificação das mais e menos valias associadas ao financiamento com recurso a dívida.

Segundo Modigliani e Miller (1958 e 1963), os benefícios fiscais calculam-se, sempre que o nível de dívida e a taxa de imposto forem constantes em perpetuidade, sendo que os benefícios fiscais devem ser descontados à taxa de juro sem risco (Myers, 1974; Fernández, 2004). Para validar a teoria de Modigliani e Miller, Fernández (2004) acrescenta o pressuposto de que o risco de falência tem que ser nulo.

“Modigliani and Miller explicitly ignore the issue of the riskiness of the cash flows by assuming that the probability of bankruptcy was always zero”, (Fernández, 2004;9).

Também como defensor desta abordagem, surge Myers (1974), para quem se o nível de dívida for constante, a poupança fiscal deve ser descontada à taxa de juro sem risco, porque não existe incerteza sobre os benefícios fiscais futuros. Por outro lado, se a empresa pretender manter um rácio de dívida constante, os benefícios fiscais vão apresentar o mesmo risco que a dívida e deve utilizar-se o custo da dívida como taxa de desconto (Myers, 1974).

$$Present Value of Tax Shields (PVTs) = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{D_i * k_d * t}{(1 + k_d)^i} + \frac{(D_i * k_d * t)}{(k_d - g)} \frac{1}{(1 + k_d)^n} \quad (11)$$

Onde:

D_i = valor da dívida financeira no momento i ;

k_d = custo da dívida;

t = taxa de imposto;

g = taxa de crescimento de longo-prazo.

Segundo Borrego (2011), existem acadêmicos (Kaplan e Ruback (1995)⁷; Ruback (1995)⁸; Ruback (2000)⁹; Tham e Vélez-Pareja (2001)¹⁰) que discordam desta visão e consideram que a taxa apropriada para descontar os benefícios fiscais é a taxa de retorno exigida pelos acionistas, quando a empresa não tem dívida (*required return to unlevered equity*), uma vez que os benefícios fiscais apresentam o mesmo risco sistêmico que os *cash flows* da empresa.

Assim, deparamo-nos com falta de consenso, no meio acadêmico, no que concerne à abordagem dos benefícios fiscais e à estimativa dos custos de falência tornando-se estes dois fatores uma problemática na aplicação do APV.

No que diz respeito à probabilidade de falência, (P(D)), esta pode ser calculada indiretamente por via do *bond rating* da empresa ou através da observação das características da empresa para cada nível de dívida (Damodaran, 2006).

$$\text{Costs of financial distress (CFD)} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{\% \text{CFD}_i * Vu_i}{(1 + k_d + P(D))^i} + \frac{(\% \text{CFD}_i * Vu_i)}{(1 + k_d)^n} \quad (12)$$

Onde:

% CFD = custo de falência em percentagem do *unlevered value* da empresa;

k_d = custo da dívida;

P (D) = probabilidade de falência.

Segundo Jerónimo (2015), o valor da empresa resulta da soma das diferentes componentes, tornando-se essencial ponderar a importância de cada componente. Desta forma, os benefícios fiscais apenas ocorrem quando a empresa se encontra em

⁷ Kaplan, S. N. and Ruback, R. S., 1995, *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, The Journal of Finance, v.50, no.4, 1059-1093.

⁸ Ruback, R.S., 1995, *A Note on Capital Cash Flow Valuation*, Harvard Business School, Case no.9-295-069.

⁹ Ruback, R.S., 2000, *Capital Cash Flows: A Simple Approach to Valuing Risky Cash Flows*, working paper, Harvard Business School.

¹⁰ Tham, J. and Vélez-Pareja, I., 2001, *The correct discount rate for the tax shield: the N-period case*, Available for download from the Social Science Research Network (SSRN).

intervenção, logo o valor desta componente tem que ser multiplicado pela probabilidade de “não falência”. Por sua vez, estes custos têm que ser ponderados pela probabilidade de falência, ou seja:

$$Enterprise Value = V_u + (1 - P(D)) * PVTs - CFD * P(D) \quad (13)$$

Conforme acontece no DCF utilizando o WACC, para o cálculo da *equity value* é necessário subtrair todas as *non-equity financial claims* (e.g. dívidas e interesses minoritários) (Koller, Goedhart, & Wessels, 2005).

Note ainda que, como referido anteriormente, o APV consegue ser utilizado em grande parte dos cenários possíveis, conseguindo a preferência dos analistas, especialmente quando estes querem obter separadamente os efeitos da opção de financiamento e/ou custos potenciais de falência.

2.2) Relative Valuation

Segundo Damodaran (2015b), o objetivo do modelo dos múltiplos é valorizar os ativos, com base na forma como os ativos similares são cotados atualmente no mercado. Existem duas componentes essenciais para utilizar o *relative valuation*: i) a primeira para valorizar os ativos numa *relative bases*, os preços têm de estar *standartizados*, geralmente através da conversão dos preços em múltiplos de lucros, valor contabilístico ou vendas; ii) a segunda é conseguir encontrar empresas similares à que estamos a estudar, o que por vezes se torna complicado, já que não existem duas empresas idênticas e, empresas que estejam no mesmo setor de negócio podem ter diferentes estratégias, riscos, taxas de crescimento e *cash flows*.

Existem algumas razões para o método dos múltiplos ser preferível ao método DCF. Em primeira instância e segundo Damodaran (2002), isso acontece porque este método requer um menor número de pressupostos do que o DCF, tornando-o mais célere. Em segundo lugar, porque o método dos múltiplos é mais simples e mais fácil de apresentar a clientes e, por último, porque este método reflete o estado do mercado, uma vez que avalia o valor relativo dos ativos envolvidos e não o seu valor intrínseco.

Contudo, apesar de existirem aspetos favoráveis e desfavoráveis ao método dos

múltiplos, existem dois aspetos importantes que devem ser tomados em consideração no momento da avaliação. Esses aspetos são: i) a escolha do *peer group*; ii) escolha do(s) múltiplo(s).

Sabendo que a avaliação por múltiplos tem por base o valor dos múltiplos de empresas similares e, sabendo também, que não existem duas empresas que sejam exatamente iguais, impõe-se a questão de quais os critérios que devem ser aplicados para identificar empresas que podem ser comparadas.

2.2.1) *Peer group*

Para Damodaran (2006;65), “*a comparable firm is one with cash flows, growth potential, and risk similar to the firm being valued*”. Porém, Goedhart, Koller e Wessels (2005;8) consideram que “*to choose the right companies, you have to match those with similar expectations for growth and ROIC*”.

Por vezes, depois de terminada uma avaliação e obtidos os resultados, os analistas chegam à conclusão que as empresas usadas na análise, afinal não são comparáveis. Alguns fatores que podem dar origem a esse problema são a estrutura de capital, a estrutura dos ativos, os riscos a que estão expostas, etc. Mais uma vez, concluímos que esta análise se torna difícil porque não existem duas empresas com dimensão, quota de mercado, posição estratégica, entre outros fatores exatamente iguais.

Assim, este método acaba (muitas vezes) por ser uma opção para analistas e empresários terem uma noção da posição da empresa, por forma a obterem conclusões e determinar perceções futuras quer ao nível da evolução da empresa ou do seu valor.

2.2.2) Múltiplos

Por norma, este método de avaliação providencia resultados díspares. Desta forma, as avaliações feitas com base neste método, são, muitas vezes, discutíveis. Apesar disso, este método de avaliação costuma ser útil numa segunda fase de avaliação, depois de se ter usado em primeira instância outro método.

Note ainda que ao optarmos pela escolha dos múltiplos, é essencial garantir a coerência dos múltiplos a utilizar. Assim, de forma geral e de acordo com Damodaran (2002), podemos considerar os seguintes múltiplos: i) *Earnings Multiples*; ii) *Book Value or Replacement Value Multiples*; iii) *Revenue Multiples*; iv) *Setor - Specific Multiples*.

Apesar de a escolha por determinado tipo de múltiplos variar consoante a indústria, é possível delinear padrões conforme as características de cada indústria.

Como já referido anteriormente, a escolha de um múltiplo para a análise deve ser cuidada, uma vez que o tipo de múltiplos varia de indústria para indústria. Assim, Damodaran (2002; 2006) constatou que os setores intensivos em capital, como é o caso das empresas com elevados investimentos em infraestruturas (e.g. telecomunicações), tendem a optar por múltiplos *Enterprise Value/EBITDA*, enquanto no setor financeiro é dada primazia aos múltiplos *price-to-book ratio*.

De qualquer forma, considerámos que não deveríamos aplicar este método à empresa em análise.

2.3) Contingent Claim Valuation

No modelo das opções reais o ativo subjacente são os ativos tangíveis como um produto, um imóvel ou um projeto (Neves, 2002). Neste modelo quem controla a gestão dos ativos são os gestores da empresa e não uma instituição financeira, uma vez que os ativos, por norma, não estão cotados.

Existem vários tipos de opções reais, nomeadamente: opções contratuais, de interrupção, de mudança de atividade, de aprendizagem, compostas, entre outras. Neste modelo, o capital próprio é considerado uma opção de compra (*long call*), que os acionistas detêm sobre os ativos da empresa.

Sendo que o modelo contingente, ao contrário do DCF, não tem por base a atividade operacional de um negócio, mas sim, um leque de oportunidades de negócio (ativos tangíveis como já referido anteriormente), consideramos que não é relevante o desenvolvimento do modelo, uma vez que não se enquadra na realidade e em concreto, no caso prático da Corticeira Amorim em estudo.

Capítulo 3 – CONTEXTUALIZAÇÃO DO SETOR CORTICEIRO E APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

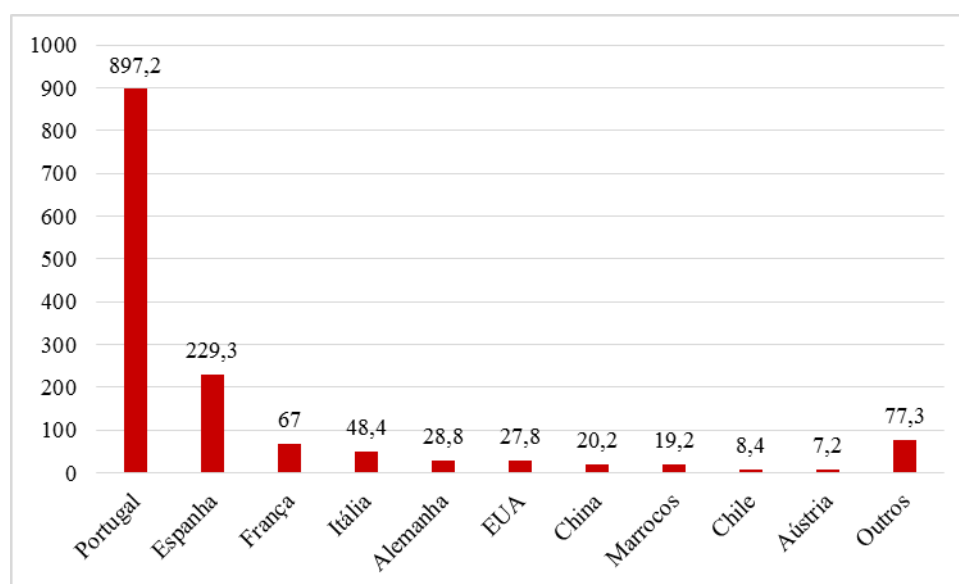
3.1) Contextualização do Setor Corticeiro

O ciclo de vida da cortiça nasce a partir da plantação do sobreiro. O montado do sobreiro (plantações de sobreiros), assume uma forte importância nas esferas económica, ambiental e ecológica de cada país. O montado mundial tem uma área de 2,1 milhões de hectares, em que o montado português representa 34% (736 mil hectares). Estes dados, fazem de Portugal o maior produtor de cortiça e o país com a maior área de montado, a nível mundial.

3.1.1) No Exterior

Portugal é igualmente o líder mundial de exportação da cortiça, representando em 2015, 897,2 milhões de euros, seguido da Espanha, com 229,3 milhões de euros. Ao analisarmos o gráfico 3.1., podemos ainda constatar que grande parte dos países exportadores são países europeus, surgindo apenas em sexto lugar, o primeiro país não europeu: os EUA.

Gráfico 3.1. Exportações Mundiais de Cortiça 2015 (milhões de euros)



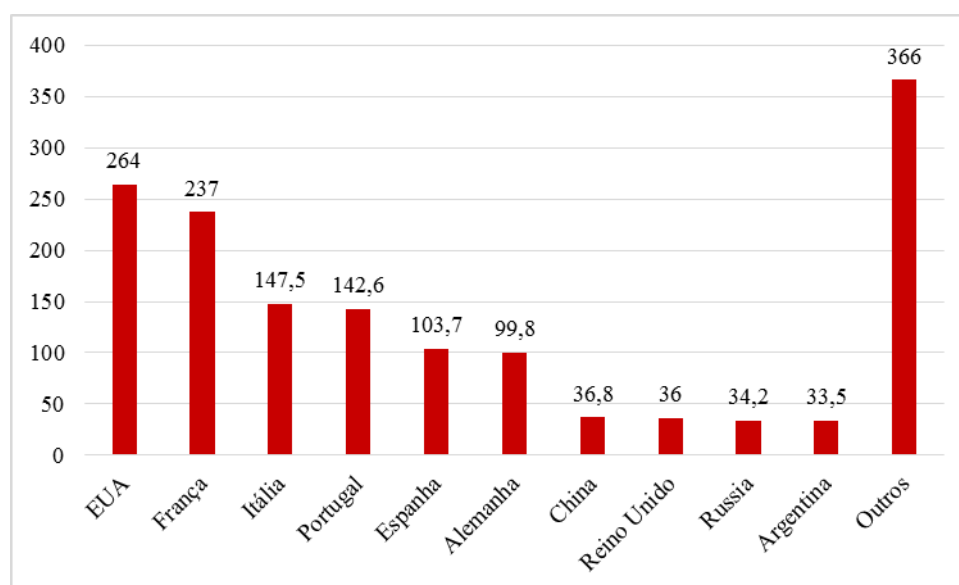
Fonte: APCOR (Boletim Estatístico 2016)

No que diz respeito às importações, conforme se pode observar no Gráfico 3.2., os EUA são o maior importador mundial de cortiça, representando 264 milhões de euros (17,6% do total). Portugal, sendo o maior país exportador aparece como o quarto maior importador, com 142,6 milhões de euros segundo dados de 2015. Portugal surge neste lugar na lista de importações, porque depois de comprar a cortiça usa-a, para transformação e, mais tarde, exporta-a sob forma de produtos de consumo final.

Tal como acontece nas exportações, também as importações são maioritariamente constituídas por países europeus. Temos, ainda, a China que tem vindo a crescer neste setor ao longo dos últimos anos.

Posto isto, com um total de exportações de 897,2 e de importações de 142,6 verifica-se que a o saldo da balança comercial portuguesa é positivo em 754,6 milhões de euros.

Gráfico 3.2. Importações Mundiais de Cortiça 2015 (milhões de euros)



Fonte: APCOR (Boletim Estatístico 2016)

3.1.2) Em Portugal

A Indústria corticeira em Portugal está dividida em várias atividades económicas: a preparação de cortiça, a fabricação de rolhas de cortiça, a fabricação de outros produtos de cortiça e o comércio por grosso de cortiça em bruto. Dentro destes quatro setores

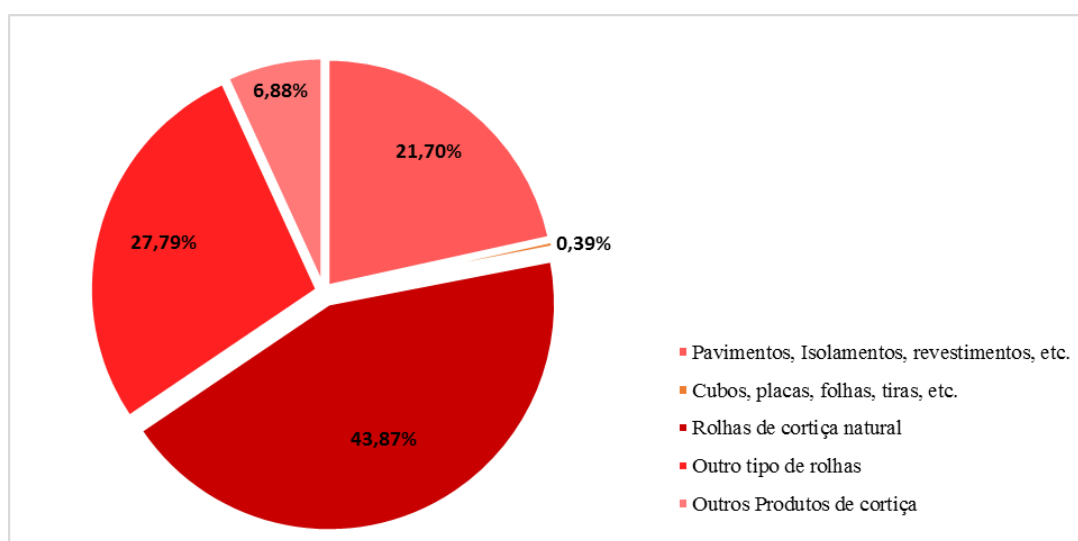
económicos, o que apresenta maior relevância na nossa atividade (tem um maior número de empresas a operar), é a atividade da fabricação de rolhas, representando 57% de toda a atividade económica.

No que concerne ao montado português, este está maioritariamente concentrado no Alentejo, representando 84% do total. Note ainda, que 49% da produção mundial de cortiça é portuguesa e que o crescimento do montado tem sido de 3%, nos últimos dez anos.

Segundo a APCOR (Associação Portuguesa de Cortiça), 72% dos produtos de cortiça têm como destino a indústria vinícola, o que representa uma média de 40 milhões de rolhas produzidas diariamente, em Portugal. Como já referido anteriormente, 70% têm como destino a europa, sendo que, 71% dessas exportações são lideradas pelo produto rolhas, o que equivale a 644 milhões de euros. Ainda com a europa como principal destino exportador de rolhas, destaca-se o mercado francês que representa 162 milhões de euros.

O gráfico 3.3., mostra-nos a estrutura das exportações por tipo de produto. Assim, verifica-se que o principal produto exportado são as rolhas de cortiça natural (43,87%). Estas têm como destino as melhores marcas do setor vinícola. Depois, seguem-se os outros tipos de rolhas com 27,79% e os pavimentos, isolamentos e revestimentos. Com menor peso nesta estrutura, surgem os cubos, placas, folhas, tiras etc apenas com 0,39%.

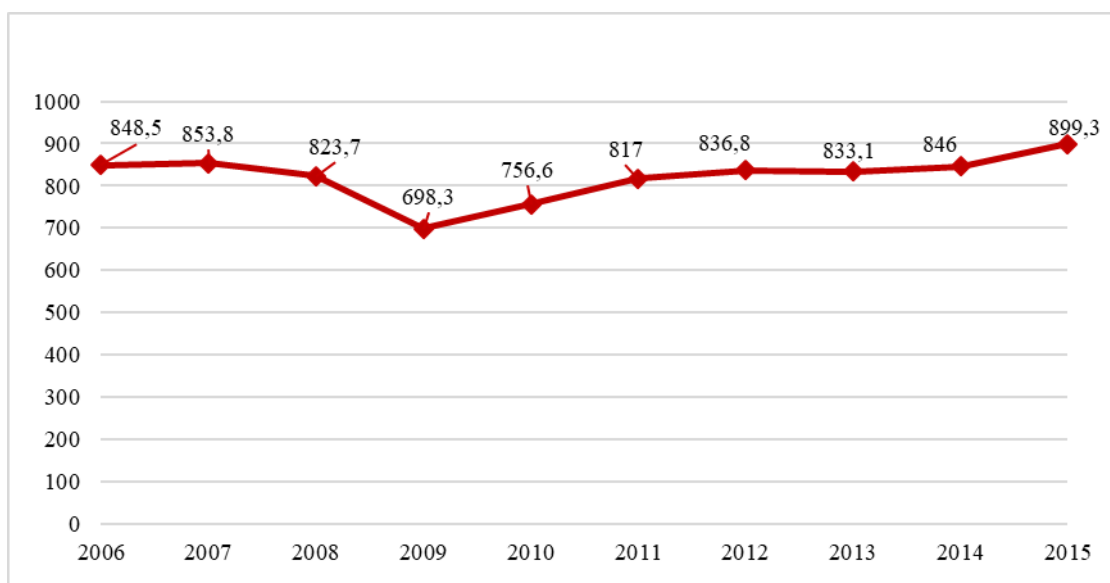
Gráfico 3.3. Estrutura das vendas (exportações) de cortiça por tipo de produtos 2015



Fonte: APCOR (Boletim Estatístico 2016)

Com base no gráfico 3.4., observa-se a tendência positiva da exportação de cortiça, exceto em 2009. Apesar da quebra verificada em 2009, que pode ser explicada pela crise económica que afetou o nosso país e o mundo, a tendência é de exportarmos cada vez mais. Entre 2006 e 2015 verificou-se um aumento de 50,8 milhões de euros. De 2014 para 2015, verificou-se um aumento de 53,3 milhões de euros.

Gráfico 3.4. Evolução das exportações portuguesas de cortiça (milhões de euros)

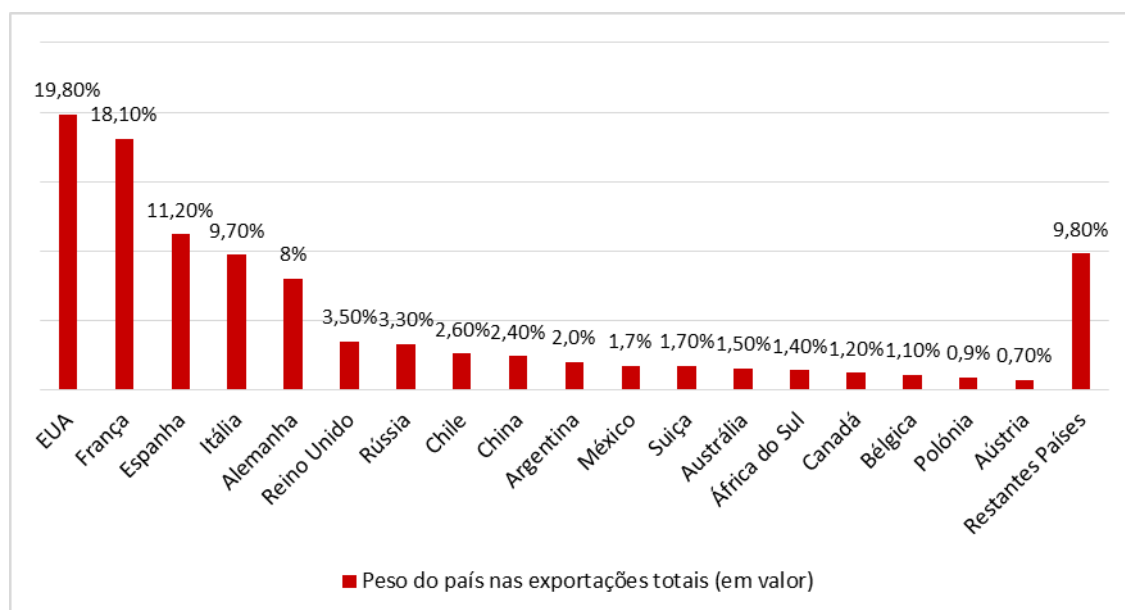


Fonte: APCOR (Boletim Estatístico 2016)

O principal destino das exportações portuguesas sempre foi a Europa, mais propriamente, a França. Contudo, em 2015 esse facto mudou. O principal destino exportador passou a ser os EUA com 19,80% das exportações totais portuguesas. Seguidamente à potência económica americana e à economia francesa, surgem países como Espanha com 11,20%, Itália com 9,70%, Alemanha com 8%, entre outros.

Com um menor peso nas exportações, surgem países como México com 1,7%, África do Sul com 1,40%, Canadá com 1,20% e Áustria com 0,70% das exportações totais portuguesas.

Gráfico 3.5. Exportações Portuguesas de Cortiça por país de destino (2015)



Fonte: APCOR (Boletim Estatístico 2016)

3.2) Apresentação da Corticeira Amorim

3.2.1) História da Corticeira Amorim e Presença no Mundo

Fundada em 1870, por António Alves de Amorim, a Corticeira Amorim SGPS, SA, é, hoje em dia, líder mundial do setor da cortiça e a empresa mais internacional de Portugal.

A Corticeira Amorim iniciou a sua atividade através de uma fábrica de produção manual de rolhas de cortiça, no Cais de Vila Nova de Gaia. A evolução da empresa foi notória ao longo dos anos. A empresa original do grupo foi fundada em 1922 sob a marca de Amorim & Irmãos, Lda. Mais tarde, após a aquisição de novos espaços e de alguns investimentos, em 1939, dá-se aquele que viria a ser o primeiro passo para a integração de processos em fases distintas, separando a produção de matéria-prima e a produção de rolhas.

Em 1963, foi constituída a Corticeira Amorim, direcionada para a produção de granulados e aglomerados de cortiça. O principal objetivo da empresa foi transformar 70% dos desperdícios da Amorim & Irmãos, Lda, por forma a acrescentar-lhes valor e tentar encontrar novos mercados para esses produtos em cortiça.

Em 1988, o grupo decidiu juntar as suas quatro empresas de maior dimensão e lançou uma oferta pública de venda de ações, representativas do seu capital social, na bolsa de

valores de Lisboa. Desta forma, desde 1991 que a Corticeira Amorim está cotada na bolsa de valores de Lisboa (Euronext Lisboa).

Através do lema da Corticeira Amorim “nem um só mercado, nem um só cliente, nem uma só divisa, nem um só produto”, a empresa ultrapassou várias barreiras geográficas e obstáculos do mercado, conseguindo destacar-se em setores como as telecomunicações, o imobiliário, o turismo e o financeiro. Por outro lado, a forte e constante preocupação da empresa por práticas de desenvolvimento sustentável, o equilíbrio existente entre as esferas económica, social e ambiental, fazem da Corticeira Amorim uma das empresas mais sustentáveis do mundo.

A sua evolução faz com que esteja presente nos mais diversos produtos, sejam eles objetos simples do nosso dia-a-dia, rolhas dos melhores vinhos do mundo, artigos de desporto olímpico ou até mesmo em naves espaciais.

No que diz respeito à presença da Corticeira Amorim, no mundo esta é uma empresa com uma forte presença no mundo. Conta com 10 unidades industriais de matérias-primas, 18 unidades industriais de soluções de cortiça, 45 empresas de distribuição, 9 joint ventures e 231 principais agentes. (relatório & contas 2016), (ver Anexo A).

3.2.2) Unidades de Negócio

A Corticeira Amorim está organizada em cinco unidades de negócio: matérias-primas, rolhas, revestimentos, aglomerados compósitos e isolamentos. Assim, no ponto seguinte, iremos explicar cada uma das unidades de negócio da empresa.

Matérias-Primas

Criada em 2002, a unidade de negócio – matérias-primas é a base de todas as outras. É aqui que se inicia a gestão da cadeia de valor, que posteriormente se difunde a toda a empresa. Esta unidade de negócio está concentrada em países como Portugal, Argélia, Tunísia, Espanha, Marrocos e Sardenha. Tem como missão proporcionar a promoção da certificação florestal junto dos produtores, o estímulo para o aumento da qualidade técnica do produto e o desenvolvimento de parceiras em áreas como a I&D aplicadas à floresta.

Rolhas

A UN- Rolhas é uma “veia” importante do universo Amorim. As rolhas Amorim incorporam garrafas dos melhores vinhos e champanhes do mundo, fazendo da Corticeira Amorim o maior produtor e fornecedor de rolhas a nível mundial. A Corticeira Amorim estabeleceu, ao longo dos anos, uma relação de grande confiança com os principais produtores de vinho, marcando presença em mercados como África do Sul, Austrália, e América do Sul.

Revestimentos

Esta UN é líder na produção e distribuição de revestimentos em cortiça a nível mundial, e prima pela qualidade e inovação dos seus produtos. É uma UN bastante inovadora e internacional, marcando presença em mais de 50 países. O leque de produtos que se desenvolvem a partir desta UN são compostos por características distintas, confortáveis, resistentes e elegantes.

Para além de designs inovadores, a UN- revestimentos tem várias vantagens como a fácil e rápida instalação, fácil manutenção, grande durabilidade, resistência ao som, isolamento térmico e são matérias que podem ser reutilizadas ou até recicláveis.

Aglomerados Compósitos

Esta UN é, sem dúvida, a mais tecnológica do universo Amorim. A UN- aglomerados compósitos, está associada a uma forte presença internacional, sendo uma referência no que concerne à pesquisa, desenvolvimento e produção de novas soluções de compósitos de cortiça. É através desta UN que são desenvolvidos materiais de proteção que incorporam naves espaciais da NASA, alguns transportes terrestres ou subpavimentos. Esta UN destaca-se pela forte aposta na pesquisa de novos desafios para os compósitos de cortiça.

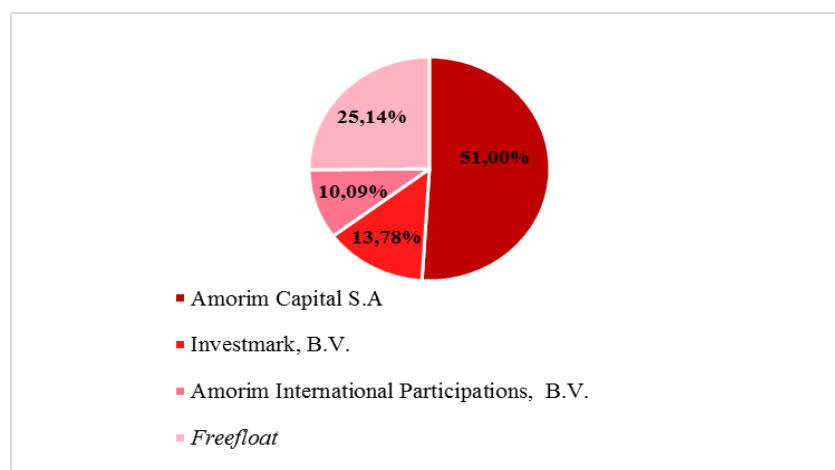
Isolamentos

Na UN- isolamentos, existe uma constante preocupação pela proteção do meio ambiente e a perseveração dos recursos naturais. Aqui, a produção é canalizada para aglomerados de isolamento acústico e térmico, onde a alta qualidade e o alto desempenho técnico são características sempre presentes. Neste UN podemos encontrar peças de mobiliário, isolamento de pavilhões, entre outros. A máxima seguida nesta UN é a de criar ambientes interiores que sejam totalmente confortáveis e naturais nos edifícios

3.2.3) Performance Bolsista e Estrutura Acionista

A estrutura acionista do capital da Corticeira Amorim está ditribuída em quatro grupos. A grande detentora de capital é a Amorim Capital S.A. representando-se através de 51% do capital de toda a empresa. Com 13,78% do capital apresenta-se a Investmark, B.V, a Amorim International Participations representa 10,09% e por fim, 25,14% correspondem a ações *freefloat* (ações livres para negociação em bolsa).

Gráfico 3.6. Estrutura acionista Corticeira Amorim, S.G.P.S. S.A.



Fonte: Relatórios e Contas

É importante referir, que a totalidade das ações emitidas pela Corticeira Amorim estão admitidas à negociação na Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A.

Na tabela 3.1., é apresentada a evolução das quantidades de ações transacionadas e também os respetivos valores máximos, médios e mínimos das ações da Corticeira Amorim entre 2012-2016.

Tabela 3.1. Evolução de Indicadores bolsistas

	2012	2013	2014	2015	2016
Qt.ações transacionadas	2 856 436	2 184 858	3 481 685	12 693 424	10 801 324
Cotações em €:					
Máxima	1,65	2,40	3,65	6,29	9,899
Média	1,42	2,04	2,85	4,34	7,303
Mínima	1,27	1,56	2,20	2,99	5,20
De fecho do ano	1,60	2,21	3,02	5,948	8,50

Fonte: Adaptado Relatórios e Contas

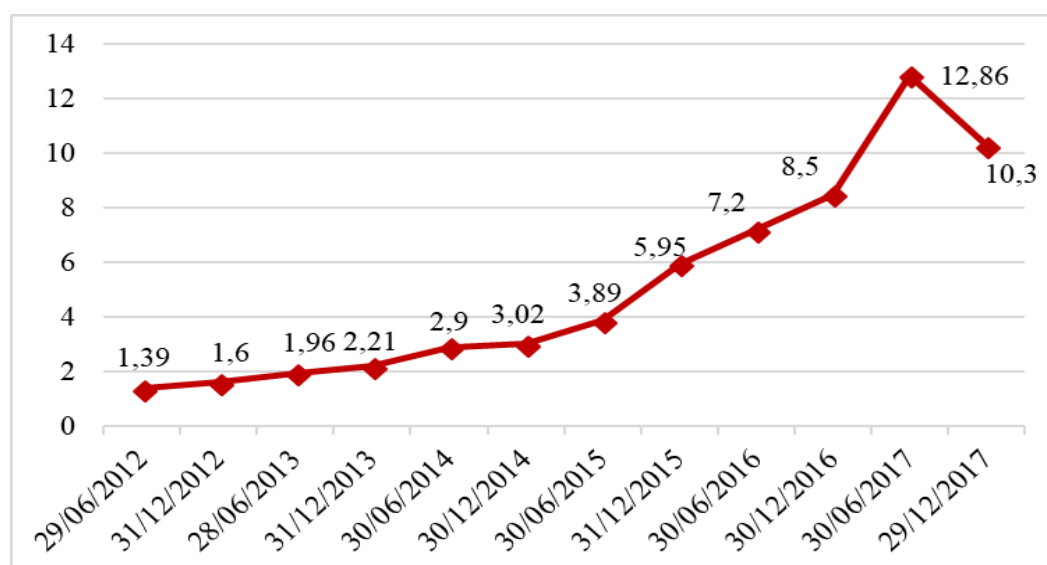
Pode verificar-se que existiu um *boom* na quantidade de ações transacionadas entre 2014 e 2015, passando de 3 481 685 para 12 693 424. Contudo, entre 2015 e 2016 existiu uma quebra, sendo a quantidade transacionada de 10 801 324.

Por outro lado, no que concerne ao valor das ações verifica-se que estas atingiram o seu máximo histórico (para o período em análise) a 19 de outubro de 2016 com 9,899€/ação e o mínimo histórico em 2012 com 1,27€/ação. No que diz respeito ao melhor valor de fecho do ano, esse conseguiu-se em 2016 com um valor de 8,50€/ação. Este valor representa uma valorização de 42,9% face ao ano de 2015.

Por fim, é ainda possível constatar que o ano onde o valor das ações foi mais elevado (seja em termos máximos, médios ou mínimos) foi em 2016, apesar da quebra de ações existente em termos de quantidade face ao ano 2015.

A evolução semestral do preço das ações da Corticeira Amorim, desde janeiro de 2012 até dezembro de 2017, é apresentada no gráfico 3.7. É bastante notória a evolução bolsista positiva da empresa. Em 2012, a empresa obteve a 31/12 um valor de fecho de 1,6€/ação e, em dezembro de 2017 o valor de fecho atingiu os 10,30€. Ou seja, num espaço de cinco anos, as ações da Corticeira Amorim obtiveram uma valorização superior a 6 vezes.

Gráfico 3.7. Evolução de valores de fecho de ações semestrais 2012-2017 (em euros)



Fonte: Euronext Lisboa

De acordo com o relatório e contas de 2016, a cotação das ações da Corticeira Amorim atingia os 8,50€, o que representa uma valorização de 42,9% face ao fecho de 2015. Esta valorização ocorreu devido a uma oferta particular de venda, a 3 de novembro de 2016, pelas detentoras de capital Amorim International Participations, B.V e Investmark Holdings, B.V., através de um processo de *accelerated book building*¹¹, cifrando-se, nesse mesmo dia, o preço por ação nos 7,90€.

É ainda possível observar que existiu um aumento significativo, durante o primeiro semestre de 2017, cifrando-se o valor por ação a 12,86€ a 30/06/2017. Já no que concerne ao valor de fecho do mesmo ano, 10,30€, este representa uma valorização de 21,18% face ao fecho de 2016.

Assim, de acordo com a tendência apresentada, acreditamos que a valorização da empresa continuará a ser positiva no futuro.

¹¹ É uma forma de oferta no mercado de capitais próprios. Envolve a oferta de ações num curto período de tempo e é efetuado rapidamente (prazo de 1 ou 2 dias).

3.2.4) Distribuição de Dividendos

Tradicionalmente a Corticeira Amorim tem apresentado resultados positivos ao longo dos anos e é uma empresa que distribui dividendos ao accionistas.

Em 2016, o resultado líquido apurado foi de 51,3 milhões de euros registando um acréscimo de 13,1 milhões de euros em relação a 2015.

A assembleia geral de acionistas, aprovou em 2015, o valor 21 280 000,00 € (vinte e um milhões, duzentos e oitenta mil euros) para dividendos, o que corresponde a um valor por acção de 0,16€. Esta distribuição aumentou em 2016 para 23 940 000,00€ (vinte e três milhões, novecentos e quarenta euros), o equivalente a 0,18€ por acção (relatório e contas 2015;2016).

3.3) Análise à Corticeira Amorim

Neste ponto iremos apresentar alguma informação económica da Corticeira Amorim, nomeadamente, os mercados com que está relacionada, as vendas por unidade de negócio, a sua autonomia financeira e uma análise *SWOT* com o objetivo de compreender o posicionamento estratégico da empresa no mercado.

A tabela 3.2. mostra-nos a distribuição das vendas da Corticeira Amorim por tipo de mercado no período 2012-2016. Verifica-se que as vendas têm como principal destino a União Europeia, e que a tendência tem sido positiva ao longo dos anos. Este mercado atingiu em 2016 os 388 983 milhares de euros. Também com uma tendência bastante positiva, surgem os EUA apresentando um crescimento de 37 212 milhares de euros, entre 2012-2016.

Tabela 3.2. Distribuição de Vendas por mercado (milhares de euros)

Mercados	2012		2013		2014		2015		2016	
União Europeia	317 730	59,5%	329 277	60,7%	341 459	60,9%	358 909	59,3%	388 983	60,6%
dos quais PT:	26 583	5,0%	27 042	5,0%	24 834	4,4%	29 977	5,0%	30 331	4,7%
Resto da Europa	38 098	7,1%	32 725	6,0%	27 310	4,9%	24 176	4,0%	23 279	3,6%
Estados Unidos	96 209	18,0%	99 107	18,3%	107 967	19,3%	131 206	21,7%	133 421	20,8%
Resto da América	36 562	6,8%	37 139	6,8%	39 104	7%	45 940	7,6%	47 642	7,4%
Australasia	36 438	6,8%	35 689	6,6%	35 749	6,4%	34 822	5,8%	37 292	5,8%
África	9 203	1,7%	8 564	1,6%	8 750	1,6%	9 747	1,6%	10 795	1,7%
Total	534 240	100%	542 500	100%	560 340	100%	604 800	100%	641 411	100%

Fonte: Relatórios e Contas

O país que representa uma menor quantidade de vendas é a África, tendo apresentado uma quebra de 639 mil euros entre 2012-2013, voltando a recuperar em 2014.

Como já referido anteriormente, a Corticeira Amorim está dividida em cinco unidades de negócio. A que representa um maior volume de vendas é a das rolhas, chegando aos 422 766 milhares de euros em 2016. Outras unidades de negócio com importância, são as das matérias-primas e dos revestimentos, que atingiram em 2016, vendas de 148 634 e 117 128 milhares de euros, respetivamente. A unidade de negócio que representa um menor volume de vendas é a dos isolamentos. Ainda assim, é uma unidade que tem apresentado crescimento ao longo dos anos.

Tabela 3.3. Vendas por unidade de negócio (milhares de euros)

UN	2012	2013	2014	2015	2016
Matérias- Primas	120 156	111 120	131 373	135 437	148 634
Rolhas	323 627	333 657	357 302	392 825	422 766
Revestimentos	126 613	122 009	116 363	109 843	117 128
Aglomerados compósitos	89 949	98 443	84 282	99 980	100 085
Isolamentos	9 017	8 120	10 014	10 040	11 440

Fonte: Relatórios e Contas

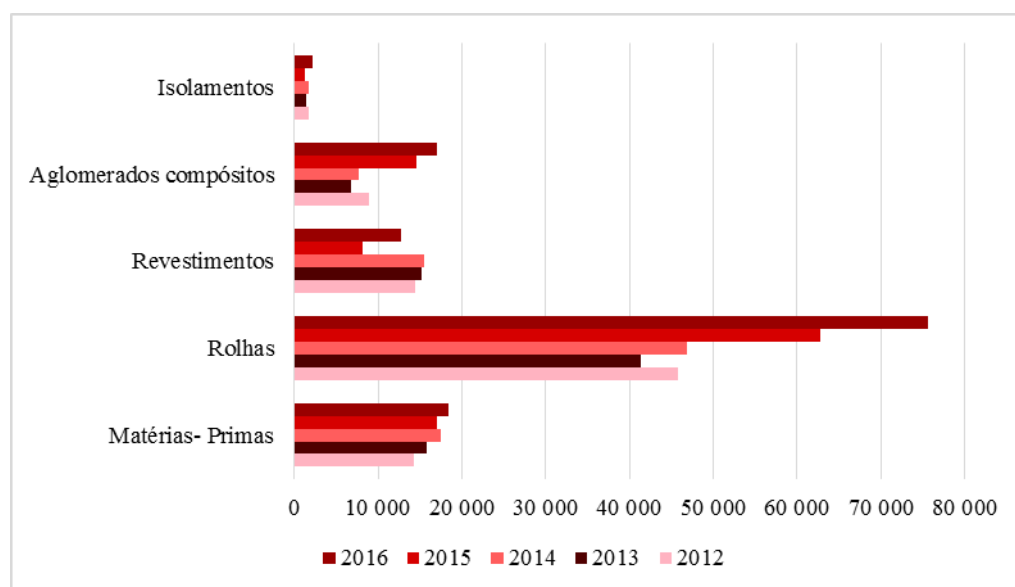
No gráfico 3.8., é apresentado o EBITDA de todas as unidades de negócio.

A unidade de negócio das rolhas é a que tem o maior EBITDA sobre as vendas. É notório o crescimento nesta unidade entre 2015 e 2016 (crescimento de 12,8 milhões de euros),

facto esse explicado pela adequação da capacidade produtiva às exigências de serviço do mercado, à internacionalização de atividades relevantes para a gestão do negócio, ao reforço da presença em todos os mercados vinícolas, permitindo um elevado nível de serviço e proximidade dos clientes, etc. (relatório e contas 2016)

Seguidamente, a unidade de negócio com maior relevo é a das matérias-primas atingindo os 18 328 milhares de euros, o que representa um crescimento de 1 330 milhares de euros, face a 2015. Este aumento deveu-se ao aumento de resultados nas unidades preparadoras de cortiça, unidades de discos para vinhos espumosos, unidades de discos para vinhos tranquilos, entre outras. (relatório e contas 2016)

Gráfico 3.8. EBITDA por unidade de negócio (milhares de euros)



Fonte: Relatórios e Contas

A autonomia financeira mede a solidez financeira da empresa, ou seja, a proporção de ativos que são financiados por capitais próprios. Quando observamos os rácios apresentados, verifica-se que estes têm vindo a aumentar ao longo do período, o que significa que a empresa tem aumentado a sua solidez, apresentando valores sempre crescentes para este indicador o que significa que os capitais próprios têm crescido a um ritmo superior ao crescimento do ativo.

3.4) Indicadores

Uma das diversas formas de avaliar uma empresa, passa por analisar os seus indicadores independentemente da sua natureza. No que diz respeito à Corticeira Amorim analisámos indicadores (através dos mapas históricos do balanço e da demonstração de resultados, Anexo B e C) ao nível da liquidez, da rentabilidade, da estrutura financeira, dos rácios de atividade e outros indicadores. (Anexo D)

Através do cálculo dos indicadores, foi possível compreender que a Corticeira Amorim se encontra numa situação favorável ao nível de liquidez, de tesouraria, de solvabilidade, ... Prova disso, é o rácio de liquidez imediata apresentado em 2016, 2,32, significando que os ativos correntes cobrem 2,32 vezes os passivos correntes. Por outro lado, a Corticeira Amorim apresenta um rácio de endividamento bancário decrescente ao longo dos anos, chegando ao valor mínimo de 20,18% em 2016. Este valor, significa que os financiamentos obtidos representam 20,18% do ativo total da empresa. No que diz respeito à tesouraria líquida, a Corticeira Amorim apresenta sempre valores negativos, acompanhada de um fundo maneio e uma necessidade de fundo maneio positivos, o que expressa que a empresa financia parte das suas necessidades cíclicas com operações de tesouraria.

Tabela 3.4. Autonomia Financeira (milhares de euros)

	2012	2013	2014	2015	2016
Capital Próprio a 31 Dezembro	295 246	301 737	315 569	354 133	426 943
Ativo a 31 Dez	643 767	627 307	617 446	667 219	726 873
Autonomia Financeira	45,9%	48,1%	51,1%	53,1%	58,7%

Fonte: Relatórios e Contas

No que concerne à autonomia financeira, enquanto em 2012, 45,9% dos ativos eram financiados por capitais próprios, em 2016 a percentagem subiu para 58,7% (um aumento superior a 10 p.p. (pontos percentuais), que denota grande solidez.

3.5) Análise SWOT

Sendo a análise *SWOT* uma importante ferramenta de análise, costuma estar incluída no planeamento estratégico de qualquer empresa. Esta análise tem como propósito identificar o posicionamento ou a verificação estratégica da empresa, avaliando o seu ambiente interno (pontes fortes e fracos) e externo (oportunidades e ameaças).

Figura 3.1. Análise *SWOT*

AMBIENTE INTERNO	
Pontos Fortes	Pontos Fracos
<ul style="list-style-type: none">• Líder mundial no setor da cortiça;• Solidez financeira;• Empresa com elevado grau de preocupação a nível ambiental e da sustentabilidade;• Diversidade nos produtos que oferecem. Hoje em dia, a cortiça está presente uma variedade gama de produtos;• Marca forte no que concerne à notoriedade e aos seus valores;• Forte aposta em I&D.	<ul style="list-style-type: none">• Alto custo da matéria-prima e dos produtos finais.
AMBIENTE EXTERNO	
Oportunidades	Ameaças
<ul style="list-style-type: none">• Aumento da quota de mercado do montado do sobreiro, explorando zonas geográficas que ainda não controlam;• Versatilidade do produto que é a cortiça, conseguindo assim, obter parcerias estratégicas e alcançar novos mercados.	<ul style="list-style-type: none">• A substituição da cortiça por outras matérias, em indústrias como o calçado e o têxtil;• Fatores ambientais/meteorológicos podem afetar a produção do montado;• A oscilação do mercado vinícola, pode afetar as suas vendas, uma vez que a sua principal UN são as rolhas.

Fonte: Autora

De acordo com a análise efetuada, pode concluir-se que a Corticeira Amorim está bem posicionada no mercado. Aliás, esta é a líder mundial no seu setor. A sua liderança foi conquistada ao longo dos anos, através de boas práticas de gestão, da solidez financeira

apresentada, da ambição de querer fazer sempre melhor e, também porque a Corticeira Amorim se tornou numa marca muito forte e apelativa, proporcionando um elevado nível de confiança aos seus clientes. Estes, são alguns dos pontos fortes que a empresa tem a seu favor. Por outro lado, é do conhecimento geral que a matéria-prima utilizada pela Corticeira Amorim, a cortiça, tem um valor intrínseco elevado. Esta circunstância, está associada ao facto de que quando se retira cortiça pela primeira vez de um sobreiro, o mesmo, só estará pronto para que a sua cortiça seja novamente retirada, passados nove anos. Assim, considerámos este um ponto fraco da Corticeira Amorim.

No que concerne às oportunidades, foi considerado a versatilidade que a cortiça tem para oferecer, uma vez que pode ser incluída nos mais diversos produtos, sejam eles para isolamento, revestimento, de carácter têxtil entre outros. Esta versatilidade, possibilita o alcance de um grande e variado leque de mercados.

Relativamente às ameaças, uma vez que são fatores externos à empresa, ou seja, que esta não controla, considerámos que quer fatores meteorológicos, quer oscilações dos mercados, nomeadamente no vinícola, são vistos como uma ameaça à produção e desenvolvimento da empresa.

Capítulo 4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1) Justificação da escolha do modelo adotado

Após ter sido efetuada uma cuidada revisão da literatura (capítulo 2), considerámos que o método de avaliação mais adequado ao nosso projeto seria o FCFF. Optámos por este modelo, porque este pode ser aplicado sem se considerar a dívida na sua determinação e apenas considerá-la mais tarde (aquando da sua atualização). Outro motivo pelo qual recaiu a escolha deste modelo foi o facto de este corresponder ao somatório de todos os *cash flows* a que todos os detentores da empresa têm direito.

Desta forma, para o cálculo do FCFF tivemos como base histórica os últimos quatro anos de exercício (2013,2014,2015,2016) da Corticeira Amorim (Anexo E), com o intuito de efetuar as estimativas futuras. Como horizonte previsional temos o período 2017-2022, considerando como ano residual 2023. Através da aplicação do modelo, irão ser avaliadas as capacidades de os ativos gerarem resultados para as áreas de negócio da Corticeira Amorim.

4.2) Previsões

4.2.1) Vendas

A rubrica vendas é das mais importantes em qualquer empresa. A Corticeira Amorim tem apresentado ao longo dos últimos anos uma tendência favorável nesta rubrica. Essa tendência é explicada pelo aumento e desenvolvimento das unidades de negócio da Corticeira Amorim. Todas as UN cresceram entre 2013-2016, resultando num crescimento de 136 623 milhares de euros no valor global das vendas.

Entre 2013-2014, 2014-2015 e 2015-2016 verificaram-se acréscimos de 5,42%, 9,0% e 8,59%, respetivamente. A maior variação verificou-se em 2014-2015. De referir que o aumento das vendas se verificou neste ano em todas as UN, à exceção dos revestimentos.

A partir dos resultados apresentados pela empresa, sabemos que a UN que apresenta um maior peso para as vendas são as rolhas, chegando em 2016, a representar 65,1% do total

das vendas, seguindo-se os revestimentos com 17,7%. O acentuado crescimento verificado entre 2015-2016 pode ser explicado pelo aumento de 14% das vendas da UN isolamentos, face a 2015, devido à opção estratégica do Grupo Corticeira Amorim em retomar as vendas de triturado.

Por outro lado, no que concerne às matérias-primas, intensificou-se a aposta na verticalização da cadeia de negócio, aumentando a abrangência de produtos a fornecer à cadeia de valor da Corticeira Amorim. No que diz respeito à UN, rolhas, existiu um reforço da posição concorrencial em todos os segmentos desta UN, levando ao crescimento dos mercados mais tradicionais como França, Itália e Espanha.

No que diz respeito ao crescimento para o horizonte temporal do estudo optámos por ser prudentes e aplicar apenas um crescimento de 4% para 2017 e de 3% para os restantes anos. É de referenciar que, em 2016, a rubrica de rendimentos inclui o montante de 47 577 milhares de euros referentes alienação de associadas que não têm continuidade no futuro.

4.2.2) Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas (CMVMC)

Relativamente à rubrica CMVMC, também denominada por custo das vendas, esteve compreendida nos anos históricos entre os 43% e 49% das vendas. Considerámos, para o período de previsão, que o custo das vendas seria de 46%, constante.

4.2.3) Fornecimentos e Serviços Externos (FSE)

No que diz respeito à rubrica fornecimentos e serviços externos, verifica-se uma variação negativa entre 2013 e 2014 (-Δ 837 milhares de euros) derivado, sobretudo, à diminuição de gastos em rubricas como subcontratos e publicidade e propaganda. Por outro lado, entre 2014 e 2015 existiu um aumento de 4 108 milhares de euros, devido a aumentos em rubricas como os trabalhos especializados, publicidade e propaganda, comissões, deslocações e estadas e a introdução de gastos capitalizados que não existiam em 2014.

No período 2015-2016 existiu uma variação de 2464 milhares de euros, explicada maioritariamente pelo aumento de gastos em rubricas como honorários, comissões, conservação e reparação, transportes, despesas de representação, sistemas de informação e outros.

Como estimativa para o futuro, considerámos que a rubrica FSE teria um aumento anual de 2%, uma vez que a tendência da empresa é crescer ao nível do volume de negócios, ao que está associado, quase inevitavelmente, um aumento dos gastos com esta natureza.

4.2.4) Gastos com Pessoal

No que concerne à rubrica gastos com pessoal, para 2013-2014 verificou-se um aumento de 3 161 milhares de euros e entre 2014-2015 um aumento significativo de 8 566 milhares de euros, o que corresponde a uma variação de 8,29%. O aumento de despesa registado nesta rubrica entre 2013-2014 deveu-se, principalmente, ao aumento das remunerações do pessoal, e a um ligeiro aumento das remunerações aos órgãos sociais.

Por outro lado, entre 2014-2015, o grande aumento deveu-se, novamente, ao aumento das remunerações do pessoal, que registou um acréscimo de 6 333 milhares de euros, face a 2014. Este aumento das remunerações do pessoal, deveu-se ainda ao aumento do número médio de trabalhadores, passando de 3497 em 2014, para 3636 em 2015. Outra rubrica que sofreu variações foi a das indemnizações, e também as remunerações dos órgãos sociais, que registaram aumentos em 2014-2015 de 16,66%. A variação de 1,2% registada entre 2015-2016, deveu-se especialmente ao aumento dos encargos sobre as remunerações.

Para o período previsional dos gastos com pessoal, e de acordo com a média do horizonte histórico, optámos por considerar um aumento constante de aproximadamente 1,3%.

4.2.5) Amortizações e Depreciações

Perante o modelo de avaliação escolhido, as amortizações e depreciações apenas têm impacto no benefício fiscal uma vez que esta rubrica não constitui um fluxo com impacto na caixa. No que diz respeito à sua previsão, optámos por considerar que o valor obtido em 2016 iria ser considerado como base para o horizonte previsional. Assim, considerou-se que o valor de 26 310 (milhares de euros) seria um valor anual suficiente, para manter os ativos no nível de 2016.

4.2.6) Resultado operacional

O Resultado Operacional obtém-se pela diferença entre o volume de negócios e a soma de todos os gastos da empresa.

Através dos relatórios e contas sabemos que a unidade de negócio que mais contribui para o resultado operacional são as rolhas, representando 75 604 milhares de euros do total. Contudo, todas as unidades de negócio apresentaram uma evolução favorável no período 2015-2016, contribuindo para a variação positiva de 91,82% apresentada. Outra razão justificativa para este *boom*, é a diminuição dos gastos operacionais e das provisões e imparidades, uma vez que, “em 2016 a rubrica de provisões e outros gastos financeiros apresenta um ganho para o grupo, decorrente da notificação que o seu recurso relativo a um processo fiscal referente ao imposto de selo (anos 2007,2008,2009) foi ganho quase na sua totalidade (...) afetando positivamente o resultado financeiro.” (Relatórios e Contas 2016; 44).

4.2.7) Proveitos financeiros

O *EBIT* foi calculado através da soma do resultado operacional com os proveitos financeiros. Para o período previsional, optámos por considerar que os proveitos financeiros seriam nulos.

4.2.8) Impostos

Durante o período 2013-2016 a taxa de imposto oscilou entre 24,7% e 38,7%, verificando-se que a mesma se encontra em queda. Apesar das oscilações verificada, considerámos que se deveria manter uma taxa de imposto correspondente à do ano de 2016, ou seja, de 27%.

4.2.9) Investimento em Necessidades de Fundo de Maneio

As necessidades de fundo de maneio do período histórico (2013-2016), apresentaram uma percentagem sobre as vendas compreendidas entre 47,85% e 50,78%.

Desta forma, optámos por estimar um valor de 50% para as necessidades futuras da empresa.

4.2.10) FCFF

De acordo com o estudado anteriormente e, com a metodologia escolhida obteve-se o FCFF de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1 - \text{Tax Rate}) - \text{Capital Investment} + \text{Depreciations} \\ - \Delta \text{ Working Capital} \pm \Delta \text{ others (non - cash)}$$

4.2.11) Rendibilidade exigida pelos acionistas

Para encontrarmos o valor da rendibilidade exigida pelos acionistas, devemos ter em consideração o modelo do CAPM, já apresentado anteriormente. Assim, temos de considerar os três elementos inerentes a este modelo, tais como: o ativo sem risco, o prémio de risco e o coeficiente beta.

Para o ativo sem risco considerámos o valor de 3%. Como prémio de risco considerámos 7,9% que é o valor considerado para Portugal e, por fim, como coeficiente beta (com e sem dívida) considerámos o valor de 0,94¹².

Convém referir que o valor do beta observado é idêntico, o que quer dizer que o impacto da dívida no beta da empresa é desprezível. Assim sendo, a avaliação com dívida e sem dívida serão iguais. De qualquer forma, correndo o risco de não ser muito correto, considerámos que o custo médio ponderado do capital deveria ser um pouco inferior ao que resultasse da aplicação direta do CAPM, visto que apesar de insignificante, mesmo assim a empresa tem alguma dívida. Considerámos, assim, como custo do capital o valor de 10% e não o valor de 10,4% como seria matematicamente correto.

¹² Este valor foi obtido através da ferramenta digital <http://www.infinancials.com/fe-en/30013EP/Corticeira-Amorim-SGPS-SA/Beta>.

4.2.12) Valor Residual (continuidade)

O valor de continuidade foi apurado para o ano de 2022. Assim, 2023, foi o ano onde se considerou que se asseguraria a estabilidade dos *cash flows*. Esta estabilidade dos *cash flows*, como referido no capítulo 2, é um pressuposto necessário para a aplicabilidade do Modelo de *Gordon*, com vista à determinação do valor atual líquido dos *cash flows* em perpetuidade.

4.2.13) Valor do Capital Próprio

Para apurarmos o valor do capital próprio, foi necessário estruturamos este cálculo em três fases, nomeadamente:

- i) para o apuramento do ativo da Corticeira Amorim, foi necessário efetuar uma atualização dos *cash flows* encontrados para o período 2017-2022, à taxa de rendibilidade exigida pelos acionistas indicada anteriormente, no caso 10%. Assim, o valor do ativo apurado para a Corticeira Amorim foi de 1 550 338 milhares de euros;
- ii) para o apuramento do valor do passivo de financiamento, mantivemos o valor de 70 000 milhares de euros, valor observado em 2016. Em termos técnicos ele deveria diminuir ao longo do período previsional; não considerar um valor menor é sinónimo de prudência na avaliação.
- iii) para o apuramento do valor do capital próprio (*equity value*), procedemos à subtração do valor do ativo ao passivo de financiamento, o que corresponde a um valor do capital próprio de 1 480 338 milhares de euros.

É ainda de referir que, o capital próprio da Corticeira Amorim está representado através de 133 000 000 ações, o que equivale a um valor por ação de 11,13€, de acordo com o cenário base (Anexo E).

Capítulo 5 – DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

5.1) Análise de Sensibilidade

Durante o processo de avaliação de uma empresa, existem vários pontos a considerar. Consoante a escolha do analista, o processo de avaliação deve incluir sempre uma análise de sensibilidade. É recorrente que avaliações à mesma empresa produzam valores de avaliação diferentes, uma vez que os analistas recorrem a fontes de informação diferentes para sustentarem os pressupostos adotados. Assim, consoante a seleção de pressupostos e no caso concreto, da sua alteração, os valores de avaliação gerados tendem a variar. Esta é uma das explicações do porquê de avaliações efetuadas à mesma empresa, poderem gerar valores de avaliação diferentes.

No caso específico da análise de sensibilidade, segundo Neves (2002), esta consiste em estimar a variação do valor da empresa, em consequência de variações que possam ocorrer numa ou em mais variáveis independentes, mantendo-se as outras constantes.

É do nosso conhecimento, que existem fatores que afetam a empresa tais como a economia onde está inserida, a conjuntura económico-financeira do país, a volatilidade dos mercados entre outros, o que nem sempre torna fácil o processo de previsão de evoluções futuras. Deste modo, está por norma associado um certo grau de incerteza à previsão. Contudo, não consideramos que este seja o caso da Corticeira Amorim, uma vez que se trata de uma empresa com história, muito estável, com uma visão acerca do futuro devidamente cuidada e planeada e uma estrutura financeira bastante sólida.

Desta forma, as rubricas que escolhemos para proceder à análise de sensibilidade foram as que considerámos de maior relevância no negócio da Corticeira Amorim, com o objetivo de criarmos cenários. Assim, optámos por fazer a análise de sensibilidade a rubricas como o volume de negócios, CMVMC, fornecimentos e serviços externos e gastos com pessoal. Depois de escolhidas as rubricas que serviriam de base para a criação dos cenários, efetuámos várias previsões, gerando três cenários que consideramos possíveis de acontecer, tais como: i) cenário base/mais provável; ii) cenário otimista e iii) cenário pessimista. (Anexos E, F e G).

Como cenário mais provável, assumimos que quer o volume de negócios quer os gastos sofriam aumentos ao longo do período em análise, o que resultou num preço por ação de 11,13€ e um valor do capital próprio de 1 480 338 milhares de euros. (Anexo E).

Por outro lado, como cenário otimista estimámos que o volume de negócios iria auferir variações positivas e que os gastos teriam o comportamento contrário, ou seja, as vendas aumentam e os gastos diminuem. Perante estes pressupostos, o valor obtido por ação é de 14,98€ e o valor do capital próprio é de 1 991 873 milhares de euros. (Anexo F).

O último cenário previsto foi o pessimista, onde se partiu do princípio que o volume de negócios iria diminuir ligeiramente em alguns anos e mantendo-se inalterado noutros. Por outro lado, os gastos ou sofriam ligeiros agravamentos ou mantinham-se também inalterados. Assim, obteve-se um valor por ação de 9,99€ e o valor do capital próprio de 1 328 883 milhares de euros. (Anexo G).

Com base nos três cenários apresentados e de modo a termos uma visão mais perceptível e resumida, decidimos criar uma tabela resumo onde se pode encontrar o valor de cada rubrica por cenário.

Tabela 5.1. Tabela resumo: três cenários (milhares de euros)

	Cenário Pessimista	Cenário Base	Cenário Otimista
Preço da Ação	9,99 €	11,13 €	14,98 €
Avaliação CA	1 328 883	1 480 338	1 991 873
Volume de Negócios	704 754	666 098	713 675
CMVMC	352 377	306 405	321 124
FSE	106 802	105 061	104 021
Gastos com pessoal	116 440	114 719	114 661

Fonte: Autora

Com base na tabela 5.2., é possível observar que se o WACC variar num intervalo entre 7% a 13% obtém um valor máximo de 20,22€/ação e um mínimo de 7,52€/ação.

Tabela 5.2. Sensibilidade ao WACC / valor da ação

WACC	Valor da ação (€)
7%	20,22
8%	15,97
9%	13,15
10%	11,13
11%	9,62
12%	8,45
13%	7,52

Fonte: Autora

Num segundo momento, verificámos o comportamento do valor do capital próprio consoante as variações do WACC. Conclui-se, portanto, que o comportamento das variáveis é o mesmo que foi observado na sensibilidade apresentada na tabela 5.2, ou seja, as variáveis têm comportamentos opostos. Deste modo, encontrámos um valor máximo de 2 689 213 mil euros e um valor mínimo de 999 954 mil euros para o capital próprio.

Tabela 5.3. Sensibilidade ao WACC/valor do ativo

WACC	Valor do Ativo (€)
7%	2 689 213
8%	2 124 280
9%	1 748 333
10%	1 480 338
11%	1 279 780
12%	1 124 152
13%	999 954

Fonte: Autora

5.2) Outras Análises à Corticeira Amorim

Com a pesquisa efetuada ao longo do projeto, foi possível encontrar outras análises da Corticeira Amorim. Apesar das análises estarem reportadas a períodos diferentes de tempo, optámos por as incluir no projeto.

É de notar que, no capítulo 3 foi apresentado o gráfico 3.7, onde é possível verificar a cotação semestral de fecho das ações da Corticeira, para o período 2012-2017. Assim, de acordo com a *equity research* realizada por Tomás Carvalho, em setembro 2013, o preço alvo da ação seria 7,06€. Por outro lado, em outubro 2015, Fábio Martins determinou que o preço alvo seria 5,59€/ação e, em setembro 2017, segundo o Millennium BCP o preço alvo por ação é de 11,73€.

Desta forma, os valores encontrados por estes analistas, não só vão ao encontro dos valores apresentados no gráfico 3.7, como o valor que encontrámos de 11,13€/ação também está contemplado nos valores registados em bolsa (para o período em análise) e, para o valor de referência que adotámos a 08/09/2017 de 11,22€/ação.

Tabela 5.4. Outras análises do preço-alvo das ações da Corticeira Amorim

Fonte	Analista	Data	Valor ação
<i>Equity Research</i> - Católica	Tomás Carvalho	set/13	7,06 €
<i>Equity Research</i> - ISEG	Fábio Martins	out/15	5,59 €
Millennium BCP	Desconhecido	set/17	11,73 €

Fonte: Autora

Capítulo 6 – CONCLUSÕES

O tema avaliação de empresas não é tomado como uma ciência exata. Este tema, depende muitas vezes dos pressupostos adotados, das bases que os analistas utilizam para efetuar a avaliação e da maneira como é abordado. Estes são apenas alguns fatores que fazem com que avaliações à mesma empresa, gerem valores diferentes. Tudo se traduz, na forma como é conduzida a avaliação.

Como foi possível verificar na revisão bibliográfica efetuada (capítulo 2), existem diversos métodos de avaliação que podem ser adotados. No projeto em questão, optámos por utilizar o método do *Discounted Cash Flow*, nomeadamente o *Free Cash Flow to the Firm*. Optámos por este método, devido à estrutura de capital da Corticeira Amorim e também porque este método permite encontrar o valor dos *cash flows* a que todos os detentores da empresa têm direito.

Para a análise de resultados, partimos de um cenário base (Anexo E), com o intuito de chegar a um valor do capital próprio e ao preço-alvo por ação. Para isso, foram adotados como base histórica os últimos quatro anos de exercício (2013, 2014, 2015 e 2016) e como horizonte previsional considerámos os próximos seis anos, tomando como ano residual 2023. É importante referir, que para o ano histórico 2016 foi adicionado aos rendimentos o valor 47 577 milhares de euros, pertencente a ganhos de alienação de associadas. Adotámos este pressuposto, por se considerar um valor que não tem continuidade nos rendimentos, verificando-se apenas neste ano.

Desta forma, para a construção do cenário base, considerámos que as vendas teriam uma taxa de crescimento de 4% no primeiro ano previsional e para os próximos anos o crescimento será de 3%. Foram analisadas, no capítulo 5, as rubricas que consideramos de maior relevância e, de acordo com os pressupostos adotados obtivemos um valor de 1 480 338 milhares de euros para o capital próprio e 11,13€/ação.

Tomando em consideração o valor de referência de 11,22€/ação (valor de fecho a 08/09/2017) e a tendência positiva observada das ações nos últimos meses, consideramos que se trata de uma boa oportunidade de compra para ações da Corticeira Amorim.

Através da análise efetuada, foi ainda possível encontrar o valor de 9,99€/ação num cenário pessimista e 14,98€/ação numa perspetiva otimista.

Contudo, e como em todos os estudos, existem limitações que devem ser tomadas em consideração. Isto porque existem fatores voláteis que nem sempre são controlados pela atividade humana.

No caso concreto da Corticeira Amorim, consideramos que um dos fatores voláteis pode ser o clima, pelo facto da principal unidade de negócio (produção de matérias-primas) poder ser afetada pelo mesmo. Isto é, casos de invernos rigorosos, chuvas torrenciais, incêndios no verão ou outras atividades atmosféricas podem afetar fortemente a produção e plantação do montado. Daqui, advém a estratégia da Corticeira Amorim, de cada vez mais apostar na plantação do montado em diferentes continentes e países. Ao mesmo tempo que aposta no crescimento da empresa, previne-se em caso de uma intempérie em outra parte do planeta.

Tendo em consideração este fator volátil/aleatório, optámos ainda por não aplicar um modelo econométrico ao estudo, considerando que não é recomendável aplicar modelos econométricos a produtos agrícolas, por não ser possível estimar variáveis aleatórias não controláveis.

Posto isto, depois de esplanadas as conclusões finais e as limitações do estudo, consideramos que perante o contexto económico-financeiro e a posição estratégica que a Corticeira Amorim apresenta a nível mundial, recomendamos este período como favorável para a compra de ações da Corticeira Amorim S.G.P.S., S.A.

Referências Bibliográficas

Anuário APCOR (2016). Disponível em: <https://www.apcor.pt/portfolio-posts/anuario-2016-do-setor-da-cortica-ja-disponivel/> (acedido a 3 de julho de 2017);

Black, F., Jensen, M. C. and Scholes, M. (1972) *The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests*, Studies in the Theory of Capital Markets, Michael C. Jensen, ed., Praeger Publishers Inc;

Bolsa de Lisboa, <https://www.bolsadelisboa.com.pt/products/equities/PTCOR0AE0006-XLIS>, (acedido a 18 de setembro de 2017);

Borrego, C. I. A. (2011) - *Equity Research: O caso da Cofina S.G.P.S., S.A.*, Tese de Mestrado não publicada Universidade Católica Portuguesa;

Corticeira Amorim, <https://www.amorim.com/>;

Corticeira Amorim S.G.P.S. S.A. (2012) – *Relatórios e Contas*; Disponível em: <https://www.amorim.com/investidores/relatorio-e-contas/> (acedido a 11 de março de 2017);

Corticeira Amorim S.G.P.S S.A. (2013) – *Relatórios e Contas*; Disponível em: <https://www.amorim.com/investidores/relatorio-e-contas/> (acedido a 11 de março de 2017);

Corticeira Amorim S.G.P.S S.A. (2014) – *Relatórios e Contas*; Disponível em: <https://www.amorim.com/investidores/relatorio-e-contas/> (acedido a 11 de março de 2017);

Corticeira Amorim S.G.P.S S.A. (2015) – *Relatórios e Contas*; Disponível em: <https://www.amorim.com/investidores/relatorio-e-contas/> (acedido a 11 de março de 2017);

Corticeira Amorim S.G.P.S S.A. (2016) – *Relatórios e Contas*; Disponível em: <https://www.amorim.com/investidores/relatorio-e-contas/> (acedido a 25 de abril de 2017);

- Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2ª Edição, New York, New York: John Wiley & Sons;
- Damodaran, A. (2004) *Applied Corporate Finance*, 2ª Edição, New York, New York: John Wiley & Sons;
- Damodaran, A. (2006) *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business, New York University;
- Damodaran, A. (2008) *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*, Stern School of Business, New York University;
- Damodaran, A. (2011), *The Little Book of Valuation*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken;
- Damodaran, A. (2015a), *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*, Stern School of Business, New York University;
- Damodaran, A. (2015b) *Relative Valuation*, Stern School of Business, New York University;
- Fernández, P. (2004) *The value of tax shields and the risk of the net increase of debt*, IESE Business School, University of Navarra;
- Fernandez, P. (2015) *WACC: definition, misconceptions and errors*, IESE Business School, University of Navarra;
- Fuller, R. J. and Hsia, C. (1984) A Simplified Common Stock Valuation Model, *Financial Analysts Journal*, publicação de Sep.-Oct 1984, 49-56;
- Goedhart, M., Koller, T. and Wessels, D. (2005) *The right role for multiples in valuation*, McKinsey on Finance;
- Infinancials*, <http://www.infinancials.com/fe-en/30013EP/Corticeira-Amorim-SGPS-SA/Beta> (acedido a 22 de setembro de 2017);
- Jerónimo, C. E. (2015) – *Equity Research: CTT – Correios de Portugal, S.A.*, Tese de Mestrado Faculdade de Economia da Universidade do Algarve;

- Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D. (2005) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4ª Edição, New Jersey, New Jersey: John Wiley & Sons, 250-281;
- Luehrman, T. A., 1997, *What's it Worth? A General Manager's Guide to Valuation*; *Harvard Business Review*, publicação de Maio-Junho 1997, 132-142;
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297;
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443;
- Myers, S. C. (1974) Interactions of Corporate Financing and Investment, Decisions-Implications for Capital Budgeting, *The Journal of Finance*, 29 (1), 1-25;
- Neves, J. (2002), *Avaliação de Empresas e Negócios*, Mc Graw Hill;
- Rosenberg, B. and Rudd, A. (1982) The Corporate Uses of Beta, *Chase Financial Quarterly*, 1(4).
- The Statistics Portal*, <https://www.statista.com/statistics/664896/average-market-risk-premium-portugal-europe/> (acedido a 22 de setembro de 2017).

ANEXOS

Anexo A – Presença Mundial Corticeira Amorim S.G.P.S



Anexo B – Balanços Históricos

BALANÇOS HISTÓRICOS	2012		2013			2014			2015			2016		
		%		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. ACTIVO NÃO CORRENTE	213 168	33,1	212 744	33,9	-0,2	213 265	34,5	0,2	223 689	33,5	4,9	231 724	31,9	3,6
11. Activos Fixos Tangíveis	182 173	28,3	184 661	29,4	1,4	182 893	29,6	-1,0	190 352	28,5	4,1	197 454	27,2	3,7
12. Propriedades de Investimento	6 076	0,9	5 249	0,8	-13,6	5 190	0,8	-1,1	5 008	0,8	-3,5	7 100	1,0	41,8
13. Goodwill	5 865	0,9	5 255	0,8	-10,4	2 911	0,5	-44,6						
14. Activos Intangíveis	555	0,1	693	0,1	24,9	1 091	0,2	57,4	2 489	0,4	128,1	3 776	0,5	51,7
15. Activos Biológicos														
16. Participações Financeiras - Método Custo e Equiv. Patrim.	8 018	1,2	8 129	1,3	1,4	10 841	1,8	33,4	13 304	2,0	22,7	9 450	1,3	-29,0
17. Accionistas / Sócios														
18. Outros Activos Financeiros	3 735	0,6	2 373	0,4	-36,5	3 631	0,6	53,0	4 177	0,6		3 940	0,5	-5,7
19. Activos por Impostos Diferidos	6 746	1,0	6 384	1,0	-5,4	6 708	1,1	5,1	8 359	1,3	24,6	10 004	1,4	19,7
TOTAL ACTIVO NÃO CORRENTES	213 168	33,1	212 744	33,9	-0,2	213 265	34,5	0,2	223 689	33,5	4,9	231 724	31,9	3,6
2. INVENTÁRIOS E ACTIVOS BIOLÓGICOS	231 212	35,9	244 063	38,9	5,6	247 634	40,1	1,5	271 705	40,7	9,7	268 691	37,0	-1,1
2.1. Mercadorias	16 567	2,6	16 838	2,7	1,6	8 862	1,4	-47,4	7 818	1,2	-11,8	5 731	0,8	-26,7
2.2. Mat. Primas, Subsidiárias e de Consumo	119 349	18,5	130 849	20,9	9,6	133 239	21,6	1,8	141 313	21,2	6,1	153 391	21,1	8,5
2.3. Prod. Acabados e Intermediários	84 879	13,2	79 550	12,7	-6,3	95 055	15,4	19,5	109 585	16,4	15,3	97 346	13,4	-11,2
2.4. Subprodutos	299	0,0	227	0,0	-24,1	291	0,0	28,2	247	0,0	-15,1	230	0,0	-6,9
2.5. Produtos e Trab em Curso	13 204	2,1	18 048	2,8	36,7	11 540	1,9	-36,1	15 244	2,3	32,1	15 126	2,1	-0,8
2.6. Activos Biológicos														
2.7. Regularizações - imparidades	- 3 348	-0,5	- 2 252	-0,4	-32,7	- 2 412	-0,4	7,1	- 4 073	-0,6	68,9	- 5 480	-0,8	34,5
2.8. Adiantamentos por conta de compras	262	0,0	803	0,1	206,5	1 059	0,2	31,9	1 571	0,2	48,3	2 347	0,3	49,4
3. CONTAS A RECEBER	160 374	24,9	162 711	25,9	1,5	150 512	24,4	-7,5	164 362	24,6	9,2	175 339	24,1	6,7
3.1. Clientes	124 108	19,3	121 069	19,3	-2,4	122 606	19,9	1,3	132 545	19,9	8,1	141 876	19,5	7,0
3.2. Pessoal														
3.3. Adiantamentos a Fornecedores														
3.4. Estado e Outros Entes Públicos	4 852	0,8	8 026	1,3	65,4	2 233	0,4	-72,2	3 139	0,5	40,6	4 214	0,6	34,2
3.5. Accionistas / Sócios														
3.6. Outras Contas a Receber - outros ativos														
3.7. Diferimentos - gastos a reconhecer														
3.8. Activos financeiros detidos para negociação														
3.9. Outros Activos Financeiros - instrumentos financ e derivados	31 414	4,9	33 616	7,0	7,0	25 673	-23,6		28 678	11,7		29 249	2,0	
3.10. Activos não Correntes Detidos para Venda														
4. MEIOS FINANCEIROS LÍQUIDOS - cx equivalentes	39 015	6,1	7 788	1,2	-80,0	6 036	1,0	-22,5	7 461	1,1	23,6	51 119	7,0	585,1
TOTAL ACTIVO CORRENTES(2+3+4)	430 601	66,9	414 562	66,1	-3,7	404 182	65,5	-2,5	443 528	66,5	9,7	495 149	68,1	11,6
TOTAL ACTIVO	643 767	100,0	627 307	100,0	-2,6	617 446	100,0	-1,6	667 219	100,0	8,1	726 873	100,0	8,9
5. Capital - Acções (Quotas) Próprias	125 831	19,5	125 803	20,1	0,0	125 803	20,4		133 000	19,9	5,7	133 000	18,3	
6. Prest. suplem. + Out. Inst. Cap. Próprio														
7. Prémios de Emissão														
8. Reservas	123 696	19,2	132 587	21,1	7,2	140 617	22,8	6,1	152 754	22,9	8,6	175 347	24,1	14,8
8.1. Legais	123 696	19,2	132 587	21,1	7,2	140 617	22,8	6,1	152 754	22,9	8,6	175 347	24,1	14,8
8.2. Outras reservas														
9. Resultados transitados														
10. Ajustamentos em Activos Financeiros														
11. Excedentes de Revalorização														
12. Outras variações no Cap. Próprio - interesses que não controlam	14 665	2,3	13 009	2,1	-11,3	13 393	2,2	3,0	13 368	2,0	-0,2	15 892	2,2	18,9
13. Resultado Líquido do Período	31 055	4,8	30 339	4,8	-2,3	35 756	5,8	17,9	55 012	8,2	53,9	102 703	14,1	86,7
TOTAL CAPITAL PRÓPRIO (5 a 13)	295 246	45,9	301 737	48,1	2,2	315 569	51,1	4,6	354 133	53,1	12,2	426 943	58,7	20,6
14. PASSIVOS NÃO CORRENTES	93 119	14,5	76 438	12,2	-17,9	72 678	11,8	-4,9	90 196	13,5	24,1	86 198	11,9	-4,4
14.1. Provisões	21 038	3,3	25 085	4,0	19,2	27 951	4,5	11,4	32 227	4,8	15,3	30 661	4,2	-4,9
14.2. Financiamentos Obtidos	65 590	10,2	44 071	7,0	-32,8	37 758	6,1	-14,3	51 226	7,7	35,7	48 681	6,7	-5,0
14.3. Passivos por Impostos Diferidos	6 490	1,0	7 282	1,2	12,2	6 970	1,1	-4,3	6 743	1,0	-3,3	6 856	0,9	1,7
14.3. Outras Contas a Pagar														
15. PASSIVOS CORRENTES	255 402	39,7	249 132	39,7	-2,5	229 199	37,1	-8,0	222 890	33,4	-2,8	213 732	29,4	-4,1
15.1. Financiamentos Obtidos	148 313	23,0	121 434	19,4	-18,1	111 376	18,0	-8,3	99 664	14,9	-10,5	98 030	13,5	-1,6
15.2. Fornecedores	99 240	15,4	125 203	20,0	26,2	115 303	18,7	-7,9	121 184	18,2	5,1	109 985	15,1	-9,2
15.3. Adiantamentos de Clientes														
15.4. Accionistas / Socios														
15.5. Estado e Out. Entes Públicos	7 848	1,2	2 495	0,4	-68,2	2 520	0,4	1,0	2 042	0,3	-19,0	5 717	0,8	180,0
15.6. Outras Contas a Pagar														
15.7. Passivos financeiros detidos para negociação														
15.7. Outros Passivos Financeiros														
15.8. Passivos não correntes detidos para venda														
15.9. Diferimentos														
TOTAL PASSIVO (12+13+14+15)	348 521	54,1	325 570	51,9	-6,6	301 877	48,9	-7,3	313 086	46,9	3,7	299 930	41,3	-4,2

Anexo C – Demonstrações de Resultados Históricas

DEMONSTRAÇÃO RESULTADOS	2012		2013			2014			2015			2016		
		%		%	Var %		%	Var %		%	Var %		%	Var %
1. Vendas	534 240	98,6	542 500	100,1	1,5	560 340	98,3	3,3	604 800	97,1	7,9	641 411	102,0	6,1
2. Prestação serviços														
3. Ganhos/ Perdas de Subs., Assoc e Emp. Conjuntos														
4. Variação nos inventários da produção	7 755	1,4	- 662	-0,1	-108,5	9 448	1,7	-1527,2	18 188	2,9	92,5	- 12 358	-2,0	-167,9
5. Trabalhos propria empresa														
TOTAL PRODUÇÃO A=(1+2+3+4+5)	541 995	100,0	541 838	100,0	0,0	569 788	100,0	5,2	622 988	100,0	9,3	629 053	100,0	1,0
5. Custo Merc. Vendidas e Mat. Consumidas	268 035	49,5	264 356	48,8	-1,4	286 205	50,2	8,3	307 375	49,3	7,4	294 350	46,8	-4,2
MARGEM BRUTA B = A-(5)	273 960	50,5	277 482	51,2	1,3	283 583	49,8	2,2	315 613	50,7	11,3	334 703	53,2	6,0
6. Fornecimentos e Serviços Externos	93 205	17,2	97 266	18,0	4,4	96 429	16,9	-0,9	100 537	16,1	4,3	103 001	16,4	2,5
VALOR ACRESCENTADO BRUTO C=B-(6)	180 755	33,3	180 216	33,3	-0,3	187 154	32,8	3,8	215 076	34,5	14,9	231 702	36,8	7,7
7. Outros Rendimentos e Ganhos	- 6 739	-1,2	- 7 765	-1,4	15,2	- 9 613	-1,7	23,8	- 8 934	-1,4	-7,1	- 9 596	-1,5	7,4
8. Gastos com pessoal	97 678	18,0	100 154	18,5	2,5	103 315	18,1	3,2	111 881	18,0	8,3	113 291	18,0	1,3
9. Gastos/ Reversões de Depreciações e Amortizações	21 206	3,9	21 516	4,0	1,5	22 336	3,9	3,8	25 051	4,0	12,2	26 310	4,2	5,0
10. Imparidades (perdas/reversões)	1 008	0,2	1 930	0,4	91,5	149	0,0	-92,3	3 291	0,5	2108,7	729	0,1	-77,8
11. Aumentos/Reduções de justo valor														
12. Provisões (aumentos / reduções)						1 958	0,3		709	0,1	-63,8	- 2 506	-0,4	-453,5
13. Outros gastos e perdas	13 513	2,5	7 078	1,3	-47,6	11 655	2,0	64,7	7 931	1,3	-32,0	- 40 677	-6,5	-612,9
RAEFI D = C-(7+8+9+10+11+12+13)	54 089	10,0	57 303	10,6	5,9	57 354	10,1	0,1	75 147	12,1	31,0	144 151	22,9	91,8
14. Juros e rendimentos similares obtidos	1 207	0,2	1 095	0,2	-9,3	180	0,0	-83,6	58	0,0	-67,8	88	0,0	51,7
15. Juros e gastos similares suportados	7 360	1,4	8 888	1,6	20,8	4 078	0,7	-54,1	2 139	0,3	-47,5	1 646	0,3	-23,0
RES. FINANCEIROS E=(13-14)	- 6 153	-1,1	- 7 793	-1,4	26,7	- 3 898	-0,7	-50,0	- 2 081	-0,3	-46,6	- 1 558	-0,2	-25,1
RES. ANTES IMPOSTOS H=F+G	47 936	8,8	49 510	9,1	3,3	53 456	9,4	8,0	73 066	11,7	36,7	142 593	22,7	95,2
16. Imposto s/ rendimento	16 203	3,0	18 551	3,4	14,5	16 776	2,9	-9,6	17 496	2,8	4,3	37 880	6,0	116,5
17. Interesses que não controlam	678		620			924			558			2 010		
RES. LÍQUIDO I=H-(17)	31 055	5,7	30 339	5,6	-2,3	35 756	6,3	17,9	55 012	8,8	53,9	102 703	16,3	86,7

Anexo D – Indicadores

INDICADORES	2012	2013	2014	2015	2016
LIQUIDEZ					
Liquidez imediata=(ADV +OIF + MFL)/ passivos correntes	0,15	0,03	0,03	0,03	0,24
Liquidez reduzida=(Act. Corrente - Invent e AB)/Passivo Corrente	0,78	0,68	0,68	0,77	1,06
Liquidez geral=Act. Corrente/Pass. Corrente	1,69	1,66	1,76	1,99	2,32
ECONÓMICOS/RENDIBILIDADE					
Rentab.Líquida Vendas=Res. Líquidos/Vol. Neg.	5,81%	5,59%	6,38%	9,10%	16,01%
Crescimento volume de negócios		1,55%	3,29%	7,93%	6,05%
Vol. Negócios/Produção	98,57%	100,12%	98,34%	97,08%	101,96%
Rentab. Vendas=EBIT/Vol. Neg.	10,12%	10,56%	10,24%	12,43%	22,47%
Custos Estrutura=(FSE +Gastos c/ Pess.)/Produção	35,22%	36,44%	35,06%	34,10%	34,38%
Margem Bruta/Vol. Negócios	51,28%	51,15%	50,61%	52,18%	52,18%
Juros e Gastos Finan./EBIT	13,61%	15,51%	7,11%	2,85%	1,14%
ESTRUTURA FINANCEIRA					
Solvabilidade=Cap. Próprios/Pass não Corrente	317,06%	394,75%	434,20%	392,63%	495,30%
Autonomia Fin.=Cap. Próprios/Ativo total	45,86%	48,10%	51,11%	53,08%	58,74%
Cobertura Act. N Correntes = Cap. Próprio/ Ativos não Correntes	145,67%	147,92%	155,51%	167,71%	196,04%
Debt/Equity = Passivo n Corrente/Cap. Próprios	31,54%	25,33%	23,03%	25,47%	20,19%
Endividamento Bancário=(Financ. Obtidos/Ativo Total)	33,23%	26,38%	24,15%	22,61%	20,18%
Financ. Obtidos / Cap. Próprios	72,45%	54,85%	47,26%	42,61%	34,36%
Cobertura Juros e Gastos = EBIT+Juros e Rendimentos/Juros e Gastos	751,30%	657,04%	1410,84%	3515,90%	8763,00%
Rend. Cap. Próp. = R. Liq / Cap. Próprios	12,49%	10,05%	11,33%	15,53%	24,06%
Rend Activo = EBIT+Juros e Rend Sim./ Activo Total	10,20%	9,31%	9,32%	11,27%	19,84%
RACIOS ACTIVIDADE					
Rotação Activo=Vol. Negócios/Activo Total	0,99	0,86	0,91	0,91	0,88
Tempos Médios (em meses)					
De Recebimentos (dias)	71,39	81,46	79,86	79,99	80,74
De Pagamentos (dias)		164,86	145,23	133,45	137,79
De Inventarios (dias)					
Matérias Primas	136,83	180,67	169,92	167,81	190,21
Produtos Acabados	116,31	133,08	132,53	139,41	127,82
OUTROS INDICADORES					
Fundo de Maneio Líquido	27	165 431	174 982	220 640	281 417
Necessidades FM Exploração	44	279 076	280 323	312 841	328 328
Tesouraria Líquida	- 17	- 113 645	- 105 341	- 92 201	- 46 911
Cash-Flow=EBIT*(1t)+Dep e Amort.+Prov. - Acresc. NFM		64 513	59 021	32 354	67 924
Activo Económico= Act. N Corrente +NFM	77	491 820	493 588	536 530	560 052
Cash-Flow/Volume de Negócios		11,89%	10,53%	5,35%	10,59%

Anexo E – Cenário base ou mias provável

Anos	Histórico				Horizonte Previsional						Residual
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Volume de Negócios	549 603	579 401	631 922	686 226	666 098	686 081	706 663	727 863	749 699	772 190	795 356
<i>Tx. Cresc. Vendas</i>		5,42%	9,06%	8,59%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
CMVMC	264 356	286 205	307 375	294 350	306 405	315 597	325 065	334 817	344 862	355 207	365 864
Forn e Serv. Externos	97 266	96 429	100 537	103 001	105 061	107 162	109 305	111 492	113 721	115 996	118 316
Gastos com Pessoal	100 154	103 315	111 881	113 291	114 719	116 165	117 629	119 111	120 612	122 132	127 017
Amortizações e Depreciações	21 516	22 336	25 051	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310
Provisões e Imparidades	1 930	2 107	4 000	-1 777	0	0	0	0	0	0	0
Outros Gastos Operacionais	7 078	11 655	7 931	6 900	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	57 303	57 354	75 147	144 151	113 603	120 847	128 354	136 134	144 194	152 545	157 849
Proveitos Financeiros	1 095	180	58	88	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	58 398	57 534	75 205	144 239	113 603	120 847	128 354	136 134	144 194	152 545	157 849
Encargos Financeiros	8 888	4 078	2 139	1 646	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
RAI (Resultado Antes de Impostos)	49 510	53 456	73 066	142 593	112 503	119 747	127 254	135 034	143 094	151 445	156 749
Impostos	19 171	17 700	18 054	39 890	33 751	35 924	38 176	40 510	42 928	45 433	42 322
EBIT após Impostos	39 227	39 834	57 151	104 349	79 852	84 923	90 178	95 624	101 266	107 111	115 527
Cash Flow Operacional	62 673	64 277	86 202	128 882	106 162	111 233	116 488	121 934	127 576	133 421	141 837
<i>Taxa de impostos</i>	38,72%	33,11%	24,71%	27,97%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
<i>Nec. Fundo Maneio/Vendas</i>	50,78%	48,38%	49,51%	47,85%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	51,0%	50,0%
Nec. Fundo de Maneio	279 076	280 323	312 841	328 328	333 049	343 040	353 332	363 932	374 850	393 817	397 678
Investimento em NFM	-5 421	1 247	32 518	15 487	4 721	9 991	10 291	10 600	10 918	18 967	3 861
CAPEX	-424	521	10 424	8 035	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
FCFF	68 518	62 509	43 260	105 360	98 941	98 741	103 697	108 834	114 158	111 954	135 476
Custo do Capital /C.O.C.				10,0%							
Valor residual										1 935 369	
Soma	68 518	62 509	43 260	105 360	98 941	98 741	103 697	108 834	114 158	2 047 323	135 476
Valor Actual do Cash Flows					1 550 338						
Valor Estratégico da Marca											
Valor do Activo	627307	617 446	667 219	726 873	1 550 338						
Passivo de Financiamento	93119	76 438	72 678	90 196	70 000						
Valor do Capital Próprio					1 480 338						

Anexo F – Cenário Otimista

Anos	Histórico				Horizonte Previsional						Residual
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Volume de Negócios	549 603	579 401	631 922	686 226	713 675	745 790	779 351	812 240	847 166	883 848	910 364
<i>Tx. Cresc. Vendas</i>		5,42%	9,06%	8,59%	4,0%	4,5%	4,5%	4,2%	4,3%	4,3%	3,0%
CMVMC	264 356	286 205	307 375	294 350	321 154	335 606	350 708	363 883	381 225	392 429	418 767
Forn e Serv. Externos	97 266	96 429	100 537	103 001	104 021	105 051	106 311	107 587	108 878	110 424	112 632
Gastos com Pessoal	100 154	103 315	111 881	113 291	114 661	116 106	117 570	119 051	120 552	122 071	126 954
Amortizações e Depreciações	21 516	22 336	25 051	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310
Provisões e Imparidades	1 930	2 107	4 000	-1 777	0	0	0	0	0	0	0
Outros Gastos Operacionais	7 078	11 655	7 931	6 900	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	57 303	57 354	75 147	144 151	147 529	162 718	178 452	195 408	210 202	232 615	225 700
Proveitos Financeiros	1 095	180	58	88	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	58 398	57 534	75 205	144 239	147 529	162 718	178 452	195 408	210 202	232 615	225 700
Encargos Financeiros	8 888	4 078	2 139	1 646	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
RAI (Resultado Antes de Impostos)	49 510	53 456	73 066	142 593	146 429	161 618	177 352	194 308	209 102	231 515	224 600
Impostos	19 171	17 700	18 054	39 890	43 929	48 485	53 206	58 292	62 730	69 454	60 642
EBIT após Impostos	39 227	39 834	57 151	104 349	103 600	114 232	125 247	137 116	147 471	163 160	165 058
Cash Flow Operacional	62 673	64 277	86 202	128 882	129 910	140 542	151 557	163 426	173 781	189 470	191 368
<i>Taxa de impostos</i>	38,72%	33,11%	24,71%	27,97%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
<i>Nec. Fundo Maneio/Vendas</i>	50,78%	48,38%	49,51%	47,85%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	51,0%	50,0%
Nec. Fundo de Maneio	279 076	280 323	312 841	328 328	356 838	372 895	389 675	406 120	423 583	450 763	455 182
Investimento em NFM	-5 421	1 247	32 518	15 487	28 510	16 058	16 780	16 444	17 463	27 180	4 419
CAPEX	-424	521	10 424	8 035	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
FCFF	68 518	62 509	43 260	105 360	98 901	121 985	132 276	144 481	153 818	159 791	184 449
Custo do Capital /C.O.C.				10,0%							
Valor residual										2 634 983	
Soma	68 518	62 509	43 260	105 360	98 901	121 985	132 276	144 481	153 818	2 794 773	184 449
Valor Actual do Cash Flows					2 061 873						
Valor Estratégico da Marca											
Valor do Activo	627307	617 446	667 219	726 873	2 061 873						
Passivo de Financiamento	93119	76 438	72 678	90 196	70 000						
Valor do Capital Próprio					1 991 873						

Anexo G – Cenário Pessimista

Anos	Histórico				Horizonte Previsional						Residual
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Volume de Negócios	549 603	579 401	631 922	686 226	704 754	725 897	743 391	760 489	781 022	803 672	827 782
<i>Tx. Cresc. Vendas</i>		5,42%	9,06%	8,59%	2,7%	3,0%	2,4%	2,3%	2,7%	2,9%	3,0%
CMVMC	264 356	286 205	307 375	294 350	352 377	370 207	374 669	381 765	390 511	394 603	380 780
Forn e Serv. Externos	97 266	96 429	100 537	103 001	106 802	110 636	115 006	120 595	126 480	131 514	134 145
Gastos com Pessoal	100 154	103 315	111 881	113 291	116 440	119 322	122 433	125 996	130 072	133 424	138 761
Amortizações e Depreciações	21 516	22 336	25 051	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310	26 310
Provisões e Imparidades	1 930	2 107	4 000	-1 777	0	0	0	0	0	0	0
Outros Gastos Operacionais	7 078	11 655	7 931	6 900	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Operacional	57 303	57 354	75 147	144 151	102 826	99 422	104 973	105 822	107 648	117 821	147 787
Proveitos Financeiros	1 095	180	58	88	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	58 398	57 534	75 205	144 239	102 826	99 422	104 973	105 822	107 648	117 821	147 787
Encargos Financeiros	8 888	4 078	2 139	1 646	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
RAI (Resultado Antes de Impostos)	49 510	53 456	73 066	142 593	101 726	98 322	103 873	104 722	106 548	116 721	146 687
Impostos	19 171	17 700	18 054	39 890	30 518	29 496	31 162	31 417	31 965	35 016	39 605
EBIT após Impostos	39 227	39 834	57 151	104 349	72 308	69 925	73 811	74 405	75 684	82 805	108 181
Cash Flow Operacional	62 673	64 277	86 202	128 882	98 618	96 235	100 121	100 715	101 994	109 115	134 491
<i>Taxa de impostos</i>	38,72%	33,11%	24,71%	27,97%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
<i>Nec. Fundo Maneio/Vendas</i>	50,78%	48,38%	49,51%	47,85%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	51,0%	50,0%
Nec. Fundo de Maneio	279 076	280 323	312 841	328 328	352 377	362 948	371 695	380 244	390 511	409 873	413 891
Investimento em NFM	-5 421	1 247	32 518	15 487	24 049	10 571	8 747	8 549	10 267	19 362	4 018
CAPEX	-424	521	10 424	8 035	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500	2 500
FCFF	68 518	62 509	43 260	105 360	72 069	83 164	88 874	89 666	89 227	87 253	127 973
Custo do Capital /C.O.C.				10,0%							
Valor residual										1 828 187	
Soma	68 518	62 509	43 260	105 360	72 069	83 164	88 874	89 666	89 227	1 915 440	127 973
Valor Actual do Cash Flows					1 398 883						
Valor Estratégico da Marca											
Valor do Activo	627307	617 446	667 219	726 873	1 398 883						
Passivo de Financiamento	93119	76 438	72 678	90 196	70 000						
Valor do Capital Próprio					1 328 883						