



**Instituto Superior de Economia e Gestão**  
UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

Mestrado em Finanças – Instituições Financeiras

## **Análise Económica da Fileira Florestal**

**RENATO FILIPE DUARTE RODRIGUES**

**Lisboa, Setembro de 2012**



**Instituto Superior de Economia e Gestão**  
UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

Mestrado em Finanças – Instituições Financeiras

## **Análise Económica da Fileira Florestal**

**RENATO FILIPE DUARTE RODRIGUES**

**Orientação: Prof. Dr. João Ferreira do Amaral**

Lisboa, Setembro de 2012

## **Lista de Acrónimos**

**VAB** – Valor Acrescentado Bruto

**I&D** – Investigação & Desenvolvimento

**EBITDA** - Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

**EBIT** - Earnings before interest and taxes

**PER** - Price earnings ratio

**INE** – Instituto Nacional de Estatística

**IFN** – Inventário Florestal Nacional

**C02** – Dióxido de Carbono

**ROA** – Return on Asset

**ROE** – Return on Equity

**ROS** – Return on Sales

**MDF** – Medium Density Fibreboard

**OSB** – Oriented Strand Board

**FCFF** – Free Cash Flow to Firm

**WACC** – Weighted Average Cost of Capital

**Ke** – Cost of Equity

**Kd** – Cost of Debt

**CMVMC** – Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas

**FSE** – Fornecimento de Serviços Externos

## Resumo

Existe uma grande diversidade de opiniões acerca dos benefícios da floresta para a economia nacional, pelo que neste estudo procurei demonstrar o seu peso, tanto na Indústria Transformadora como na própria economia nacional.

Analisa-se e quantifica-se também algumas das externalidades não mensuráveis das florestas, assim como o caso especial do carbono que foi tratado de forma individual.

Ainda assim o principal objectivo proposto foi o de estimar o valor de mercado do total das empresas cuja actividade principal se centra nas indústrias da Fileira, tendo como base o valor de mercado das maiores empresas do sector (Portucel Soporcel, Sonae Indústria, Corticeira Amorim e Altri), assim como o peso do seu VAB no total do VAB da Fileira.

Concluindo-se que as indústrias da Fileira têm uma grande importância, tanto ao nível do PIB e da Balança Comercial, como ao nível do emprego. Já o total das empresas cuja actividade principal se centra nas indústrias da Fileira, tem um valor de mercado estimado de 12,82 mil milhões de euros.

**PALAVRAS-CHAVE:** Fileira Florestal; Valor Acrescentado Bruto; Balança Comercial; Externalidades; Free Cash Flow;

### **Abstract**

There is a wide diversity of opinions about the benefits of forests to the national economy so, in this study, I tried to demonstrate their weight, both in manufacturing and in the national economy itself.

Analyzes and quantifies also some unmeasured externalities of forests, as well as the special case of carbon that has been treated individually.

Nevertheless the main purpose was proposed to estimate the market value of all firms whose main business focuses on industries Row, based on the market value of the largest companies in the sector (Portucel Soporcel, Sonae Indústria, Corticeira Amorim and Altri), as well as the weight of your GVA in total GVA Row.

Concluding that the Row industries have a huge importance, not only in terms of GDP and Trade Balance, but also in the level of employment. Otherside the total number of companies whose main business focuses on industries Row, has an estimated market value of 12 820 million euros.

**KEYWORDS:** Forestry; Gross Value Added; Trade Balance; Externalities; Free Cash Flow;

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de em primeiro lugar começar por agradecer aos meus pais, Ana Maria Correia Duarte e Rufino Rodrigues Inácio. À minha mãe por ter sempre o cuidado de me incentivar a ir mais longe, a ultrapassar todas as dificuldades com todas as forças. Ao meu pai, que considero um modelo de perfeição, a minha maior referência em termos de honestidade, integridade e carinho. Tenho de vos agradecer por toda a vida, sem vocês hoje não estaria onde estou.

Gostaria também de agradecer à minha irmã, Magda Duarte Rodrigues, por todo o carinho e apoio que me tem dado não só ao longo do meu percurso académico, mas ao longo de toda a vida. Espero que me acompanhes sempre, és a minha melhor amiga.

Também não poderia deixar de agradecer aos meus avós, Eugénio da Silva Duarte e Maria Filomena Correia por tudo o que têm feito por mim, pelo amor, espírito e fortes orações.

Um agradecimento muito especial ao Professor Doutor Ferreira do Amaral por me ter dado o prazer de orientar a minha dissertação, demonstrando sempre uma enorme disponibilidade. O seu rigor, a sua inteligência, as suas críticas sempre construtivas e os seus conselhos foram de uma grande importância para a realização deste trabalho. Não poderia também deixar de agradecer ao Dr. Pedro Santos, tanto pela amizade, como pela oportunidade que me deu de trabalhar com este grande senhor.

Gostaria também de agradecer à minha namorada, Rita Montenegro Carneiro, por todo o carinho, apoio, incentivo e ajuda que me tem dado não só ao longo deste trabalho, mas no meu dia-a-dia ao longo dos últimos meses. És um marco muito importante na minha vida, espero que sigamos caminhando juntos por muito tempo. Queria também agradecer à sua família, por todo o carinho e apoio demonstrados.

Gostaria por fim de agradecer a todos os meus amigos por toda a ajuda, companhia e confiança que sempre demonstraram. Espero que me acompanhem toda a vida, todos vocês!

**A todos vós, um grande obrigado!**

## Índice Analítico

1.	Introdução .....	1
2.	Revisão da Literatura.....	3
3.	Indicadores Macroeconómicos da Silvicultura .....	4
4.	Indicadores Macroeconómicos e Macro sectoriais da Indústria da Fileira.....	6
4.1.	Indicadores Macroeconómicos .....	6
4.2.	Investigação & Desenvolvimento e Apoios ao Investimento.....	7
4.2.1.	Investigação & Desenvolvimento.....	7
4.2.2.	Apoios ao Desenvolvimento.....	8
4.3.	Balança Comercial .....	9
4.4.	Indicadores Macro Sectoriais .....	10
5.	Externalidades.....	13
5.1.	Não Mensuráveis.....	13
5.2.	Caso Especial do Sequestro do Carbono .....	14
6.	Estudo de Casos .....	16
6.1.	Metodologia .....	16
6.2.	Pressupostos .....	18
6.3.	Valor Acrescentado Bruto das Principais Empresas da Fileira .....	19
6.4.	Valor de Mercado das Principais Empresas da Fileira.....	20
6.4.1.	Portucel Soporcel .....	20
6.4.1.1.	Análise Económico-Financeira .....	21
6.4.1.2.	Avaliação .....	23
6.4.2.	Sonae Indústria.....	23
6.4.2.1.	Análise Económico-financeira .....	24
6.4.2.2.	Avaliação .....	26
6.4.3.	Corticeira Amorim .....	26
6.4.3.1.	Análise Económico-financeira .....	26
6.4.3.2.	Avaliação .....	29
6.4.4.	Altri.....	30
6.4.4.1.	Análise Económico-Financeira .....	30
6.4.4.2.	Avaliação .....	32
6.5.	Valor de Mercado do total das empresas cuja principal actividade se insere nas indústrias da Fileira .....	33
7.	Conclusões.....	34

7.1. Conclusões Gerais .....	34
7.2. Limitações ao Estudo.....	35
7.3. Linhas de Investigação Futuras .....	36
8. Bibliografia .....	37
Anexo I.....	41
Anexo II.....	42
Anexo III.....	45
Anexo IV .....	45



## Índice de Figuras

<b>Figura 1.</b> Taxa de Incorporação.....	Anexo 1
<b>Figura 2.</b> Rendimento Empresarial Líquido.....	Anexo 1
<b>Figura 3.</b> Repartição das despesas em I&D por actividade económica, Indústria Transformadora, 2009.....	9
<b>Figura 4.</b> Despesas em I&D - empresas da Fileira – Comparações a nível internacional, 2009.....	9

## Índice de Tabelas

<b>Tabela 1.</b> VAB e produção da Silvicultura (Milhões de Euros).....	Anexo I
<b>Tabela 2.</b> Produção e bens silvícolas (Milhões de Euros.....)	Anexo I
<b>Tabela 3.</b> Taxa de Incorporação de Inputs/unidade de produção (milhões de euros) .....	Anexo I
<b>Tabela 4.</b> VAB e Volume de Negócios.....	Anexo II
<b>Tabela 5.</b> Valor acrescentado bruto de cada subsector da Fileira.....	Anexo II
<b>Tabela 6.</b> Formação Bruta de Capital Fixo.....	Anexo II
<b>Tabela 7.</b> Despesas em I&D pelo sector Empresas por subsector da Fileira Floresta.....	Anexo II
<b>Tabela 8.</b> Programas de apoio ao investimento à Indústria da Fileira Florestal (2000-2010) .....	Anexo II
<b>Tabela 9.</b> Balança Comercial (Preços Correntes, milhões de euros).....	Anexo II
<b>Tabela 10.</b> Exportação de produtos da Fileira florestal.....	Anexo II
<b>Tabela 11.</b> Orientação exportadora dos Produtos da Fileira Florestal (%).....	Anexo II
<b>Tabela 12.</b> Ranking Global das Indústrias florestais, de papel e de embalagem.....	Anexo II
<b>Tabela 13.</b> Emprego, indivíduos (milhares).....	Anexo II
<b>Tabela 14.</b> Emprego, Indivíduos por Subsector (milhares).....	Anexo II
<b>Tabela 15.</b> Remunerações (milhões de euros).....	Anexo II
<b>Tabela 16.</b> Remunerações por indústria da Fileira (milhões de euros).....	Anexo II
<b>Tabela 17.</b> Remunerações médias individuais 2008 (euros).....	Anexo II
<b>Tabela 18.</b> Variáveis das empresas da Fileira Florestal.....	Anexo II
<b>Tabela 19.</b> Número de ocorrências e área ardida (ha).....	Anexo III
<b>Tabela 20.</b> Balanço Líquido (Emissor/Sumidouro) da Floresta (Gg de CO <sub>2</sub> eq).....	Anexo III
<b>Tabela 21.</b> VAB observado e estimado das principais empresas da Fileira.....	Anexo IV
<b>Tabela 22.</b> Demonstrações de Resultados 2005-2011 Portucel.....	Anexo IV
<b>Tabela 23.</b> Rácios financeiros Portucel.....	Anexo IV
<b>Tabela 24.</b> Rácios económicos Portucel.....	Anexo IV
<b>Tabela 25.</b> Balanço Consolidado 2005-2011 Portucel.....	Anexo IV
<b>Tabela 26.</b> Modelo de Avaliação Portucel.....	Anexo IV

<b>Tabela 27.</b> Demonstrações de Resultados 2005-2011 Sonae Indústria.....	Anexo IV
<b>Tabela 28.</b> Rácios financeiros Sonae Indústria.....	Anexo IV
<b>Tabela 29.</b> Rácios económicos Sonae Indústria.....	Anexo IV
<b>Tabela 30.</b> Balanço Consolidado 2005-2011 Sonae Indústria.....	Anexo IV
<b>Tabela 31.</b> Modelo de Avaliação Sonae Indústria.....	Anexo IV
<b>Tabela 32.</b> Demonstrações de Resultados 2005-2011 Corticeira Amorim.....	Anexo IV
<b>Tabela 33.</b> Rácios financeiros Corticeira Amorim.....	Anexo IV
<b>Tabela 34.</b> Rácios económicos Corticeira Amorim.....	Anexo IV
<b>Tabela 35.</b> Balanço Consolidado 2005-2011 Corticeira Amorim.....	Anexo IV
<b>Tabela 36.</b> Modelo de Avaliação Corticeira Amorim.....	Anexo IV
<b>Tabela 37.</b> Demonstrações de Resultados 2005-2011 Altri.....	Anexo IV
<b>Tabela 38.</b> Rácios financeiros Altri.....	Anexo IV
<b>Tabela 39.</b> Rácios económicos Altri.....	Anexo IV
<b>Tabela 40.</b> Balanço Consolidado 2005-2011 Altri.....	Anexo IV
<b>Tabela 41.</b> Modelo de Avaliação Altri.....	Anexo IV
<b>Tabela 42.</b> Valor de Mercado das empresas da Fileira.....	Anexo IV

## Índice de Equações

<b>Equação 1.</b> <i>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</i> .....	16
<b>Equação 2.</b> <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i> .....	16
<b>Equação 3.</b> <i>Cost of Equity (Ke)</i> .....	17
<b>Equação 4.</b> <i>Cost of Debt (Kd)</i> .....	17
<b>Equação 5.</b> <i>Taxa de perpetuidade (g)</i> .....	17
<b>Equação 6.</b> <i>Valor Residual</i> .....	17
<b>Equação 7.</b> <i>Valor Acrescentado Bruto (VAB)</i> .....	18

## 1. Introdução

A Fileira Florestal corresponde a um conjunto de actividades bastante heterogéneas, atípica pela diversificação de actividades económicas que contempla, pelo que grande parte da sua produção corresponde a bens de suporte à produção dos demais sectores (bens intermédios), e/ou bens duradouros para consumo final (Dores, et al., 2011).

Sempre teve alguma relevância a nível nacional, tanto a nível do emprego, como pela sua orientação essencialmente exportadora verificada ao longo dos anos. Ainda assim, na maioria das vezes é complicado perceber o verdadeiro valor das florestas para a economia portuguesa.

Assim, este estudo tem como propósito dois objectivos. O primeiro, demonstrar a importância da Fileira para o panorama nacional, não só a nível da criação de valor e de emprego, mas também ao nível das inúmeras externalidades positivas por ela fornecidas (às quais na maioria das vezes não lhes é possível atribuir valor de mercado, não lhes dando por isso a devida importância). O segundo diz respeito à avaliação de empresas, pelo que através de uma amostra com base nas maiores empresas do sector (Portucel Soporcel, Corticeira Amorim, Altri e Sonae Indústria), irá ser estimado o valor de mercado do total de empresas que operam nas indústrias da Fileira.

Posto isto, este estudo tem como principal objectivo dar resposta às seguintes questões:

- Qual tem sido o contributo da Fileira para a criação de riqueza no país?
- A orientação exportadora característica da indústria tem-se verificado?
- Qual o seu contributo para a sociedade em termos de emprego?
- Contribui a floresta para a melhoria do ecossistema terrestre?
- Qual foi o impacto da crise nas empresas cuja principal actividade esteja ligada às indústrias da Fileira?
- Qual o valor de mercado do total de empresas cuja actividade principal se centra nas indústrias da Fileira?

Numa primeira fase irá proceder-se à revisão da literatura, onde será dada especial ênfase à literatura cujo conteúdo assente em metodologias de avaliação de empresas.

De seguida, irá proceder-se à caracterização macroeconómica da silvicultura em Portugal, complementada com uma análise às tendências verificadas ao longo dos últimos

anos. O indicador do VAB irá ser apresentado, assim como a produção de bens silvícolas e o rendimento empresarial líquido (destacando apenas os mais importantes). No que respeita à produção de bens silvícolas, vai ser analisado detalhadamente cada subsector (cortiça, pinheiro bravo e eucalipto), a fim de perceber o contributo de cada um deles para o agregado.

Caracterizada a Silvicultura, a análise passa a ter como referência a Fileira Florestal como um todo. Vão ser discutidos os principais indicadores macroeconómicos e macro sectoriais, o contributo para o saldo da Balança Comercial, o peso em termos de emprego e remunerações, e por fim as principais políticas públicas de apoio às actividades da indústria e seu peso em relação à I&D.

Não tendo esta análise como objectivo único a caracterização da Fileira apenas do ponto de vista económico-financeiro, irão também ser abordadas as principais externalidades desta, sendo também feita uma abordagem especial ao Mercado do Carbono. O principal objectivo da mesma é dar valor às inúmeras funções ambientais desempenhadas, para a qual não lhes é atribuído o devido valor.

Num ponto posterior, já mais direccionado para as empresas, cuja actividade se encontre directamente ligada à indústria, é feita uma análise económico-financeira às principais, compreendendo o período entre 2006 e 2011, de forma a perceber o impacto que a crise teve nas mesmas. Será também definida a sua situação actual, de modo a perceber se foram causados danos aos quais estas ainda não tenham conseguido recuperar. Pelo que a avaliação destas empresas também se irá realizar neste ponto, assim como a estimativa de valor de mercado para o total das empresas com actividade na Fileira.

Por fim, serão apresentadas as principais conclusões a que se chegou com este estudo, sendo ainda indicados alguns tópicos a serem tratados em investigação futura.

## 2. Revisão da Literatura

O país conta na Fileira Florestal com empresas que são líderes europeias (Portucel Soporcel e Sonae Indústria) e algumas até líderes mundiais (Corticeira Amorim) dos sectores em que exercem actividade (pasta de papel, derivados de madeira e cortiça) (Amaral (Relatório AIFF), 2010).

No seu conjunto, a Fileira contribui de forma muito significativa para a redução do desequilíbrio das contas do país com o exterior, pelo que este é um dos maiores problemas com que a economia portuguesa se debate (Amaral (Relatório AIFF), 2010).

No que diz respeito à avaliação de empresas, a estimativa de um valor de mercado não pressupõe a existência de um comprador nem de um vendedor específico. O avaliador pressupõe a existência das condições gerais de mercado para efectuar a avaliação, o que se traduz na capacidade da empresa de gerar rendimentos (Neves, 2002)

É ainda importante referir que normalmente todos os erros de valorização estão associados a alguma das seguintes perguntas: “O que se está a fazer?”, “Porque se está a fazer a avaliação de determinada maneira?”, “Para quem e porque é que se está a fazer a avaliação?” (Fernandez 2008a; Koller et al., 2010)

Os métodos de avaliação segundo Fernandez (2008a) podem ser classificados em seis grupos: métodos tendo como base o balanço da empresa, métodos tendo como base as demonstrações de resultados, métodos mistos (goodwill), métodos baseados nos fluxos de caixa actualizados, métodos baseados na criação de valor pela empresa e, por último, métodos baseados em opções financeiras. Pelo que apenas aos quatro primeiros grupos é dada especial ênfase.

O primeiro grupo de métodos (com base no balanço da empresa), trata de determinar o valor de mercado da mesma através do valor do seu património. Proporcionando assim o valor com base numa perspectiva estática, que não leva em conta o valor temporal do dinheiro nem a perspectiva futura da empresa. Consideram-se exemplos deste método o valor contabilístico, o valor contabilístico ajustado, o valor de liquidação e o valor substancial.

O segundo grupo de métodos (com base nas demonstrações de resultados), avaliam a empresa com base nos seus benefícios actuais, como é exemplo as vendas. Esta abordagem tem como base no mercado, pelo que se baseia tradicionalmente nos rácios calculados a partir da capitalização bolsista das acções da empresa (pelo que é mais

adequado para empresas cotadas em bolsa). Ainda assim não se restringe apenas a estas, pelo que também podem ser aplicados em empresas não cotadas, através da utilização de indicadores de empresas semelhantes em termos de rendibilidade, risco, dimensão ou de indicadores médios do sector. São exemplos o PER (price earnings ratio), o múltiplo do EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization), o múltiplo do EBIT (earnings before interest and taxes) e o múltiplo das vendas.

O terceiro grupo de métodos (mistos, ou baseados no goodwill), na sua forma mais geral dão-nos o valor da empresa acrescentando ao valor dos seus activos já contabilizados os activos intangíveis que não se encontram expostos nas suas contas. Ou seja, este método pretende representar o valor dos elementos imateriais da empresa que na maioria das vezes não aparecem nos seus balanços, mas que ainda assim lhes permitem criar vantagens no mercado em relação às outras. Como exemplos de activos intangíveis que não são contabilizados, podemos destacar a qualidade da carteira de clientes, as marcas da empresa, as alianças estratégicas, a quota de mercado no sector de actividade, etc..

O quarto grupo de métodos (baseados nos fluxos de caixa actualizados), correspondem à avaliação da empresa através da estimação dos cash-flows gerados por ela no futuro, actualizados para o presente. Pelo que os fluxos de caixa futuros correspondem a diferentes períodos no tempo, temos de encontrar uma taxa apropriada de actualização, a fim de obter o seu valor presente de forma realista. Podemos considerar como exemplo os fluxos de caixa livres (free cash flow), o fluxo de caixa do capital próprio (equity cash flow) e o fluxo de caixa da dívida (debt cash flow).

De todos os métodos, os baseados nos fluxos de caixa actualizados são os mais reconhecidos na análise fundamental (Fernandez, 2008a), uma vez que estes têm a capacidade de explicar detalhadamente a relação risco/retorno e não se encontra limitado pela análise contabilística (que na maioria dos casos se encontra influenciada e não corresponde à verdadeira situação da empresa) (Damodaram, 2005).

### **3. Indicadores Macroeconómicos da Silvicultura**

A floresta portuguesa é responsável por uma ocupação de 39% do território nacional (IFN5 2005-2006), com cerca de 3,45 milhões de hectares plantados (Tomé et al., 2007). Os quatro principais tipos de floresta encontrados são o Pinheiro Bravo (23%), o Eucalipto (23%), o Sobreiro (23%) e a Azinheira (13%) (IFN5 2005-2006).



No que diz respeito aos indicadores económicos, e levando como referência as últimas estatísticas florestais fornecidas pelo INE (Anuário Estatístico 2010), as estimativas ainda provisórias para o ano de 2009 (último ano disponível) indicam um Valor Acrescentado Bruto (VAB) para a Silvicultura de 620,9 milhões de euros, uma redução de 8,4% em relação a 2008 e de 28% em relação a 2000 (ano base). De destacar ainda que desde o ano 2000 até 2009, a tendência tem sido sempre negativa (Tabela 1, anexo I).

No que respeita à produção silvícola as tendências são semelhantes, 888,9 milhões de euros em 2009, uma redução de 6,3% em relação a 2008 e de 22% em relação a 2000 (Tabela 1, anexo I).

No que se refere à Produção de Bens Silvícolas, vai ser dada especial ênfase às três principais subFileiras (Tabela 2, anexo I):

- A produção de Pinheiro Bravo (madeira de resinosas para fins Industriais) é de 111,5 milhões de euros em 2009, uma redução de 7,1% em relação a 2008 e de 42% em relação a 2000;

- A produção de Eucalipto (madeira de folhosas para fins Industriais) é de 193,9 milhões de euros em 2009, uma redução de 8,8% em relação a 2008 e um aumento de 6,1% em relação a 2000;

- A produção de Cortiça (Sobreiro) é de 195,5 milhões de euros em 2009, uma redução de 12,1% em relação a 2008 e de 56% em relação a 2000.

Os Consumos Intermédios em 2009 eram de 268 milhões de euros, uma queda de 1,07% em relação a 2008 e de 1,94% em relação a 2000. Deve-se salientar que o aumento dos custos intermédios significa uma redução prejudicial no VAB, ou seja, dos rendimentos gerados no sector. (Tabela 3, anexo I).

A taxa de incorporação apresentou uma tendência decrescente até 2004 (com um mínimo de 22,3% nesse ano), tendo aumentado progressivamente a partir daí (30,1% em 2009), contribuindo de forma desfavorável para a Produção Silvícola, tendo o aumento das despesas (nomeadamente o preço das plantas, aluguer de máquinas, fertilizantes e preço dos combustíveis) sido bastante superior ao aumento dos preços de produção (Figura 1, anexo I).

O Rendimento Empresarial era em 2009 de 394 milhões de euros, uma diminuição de 13,1% em relação a 2008 e de 48% em relação a 2000 (Figura 2, anexo I).

## **4. Indicadores Macroeconómicos e Macro sectoriais da Indústria da Fileira**

### **4.1. Indicadores Macroeconómicos**

Em primeiro lugar é importante destacar que por termos de disponibilidade estatística, vai ser analisado o período temporal 2004-2009, ainda que a principal incidência da análise recaia sobre o período temporal 2006-2009. Posto isto, segundo as contas nacionais, o volume de negócios da indústria da Fileira em 2009 foi de 6,75 mil milhões de euros, uma quebra de 13,2% em relação a 2008 (Tabela 4, anexo II). As quedas verificadas tanto em 2009 como em 2008 devem-se essencialmente à crise mundial que em 2008 afectou a maioria das economias mundiais, constituindo um forte entrave ao investimento. Levando isso a uma quebra dos fluxos económicos globais, contrariando a tendência de crescimento que se vinha a verificar desde 2004 (30% no período entre 2004 e 2007).

Também o VAB seguiu uma tendência positiva de 13.8% no período entre 2004 e 2007, apresentadas quebras desde aí. (Tabela 4, anexo II). O VAB em 2009 é de 1,763 mil milhões de euros, uma quebra de 19.6% em relação a 2008 e de 27.9% em relação a 2007.

Detalhando este agregado na nossa análise de forma a avaliar o desempenho de cada um dos subsectores (Tabela 5, anexo II), apresenta-se a Indústria da Madeira e Cortiça como a que maior contributo tem no VAB (40,7% em 2008), seguindo-se a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão e a Indústria do Mobiliário (com um peso de 32,1% e 27,2%, respectivamente). Em 2008 a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão foi a que maiores quebras sofreu (16,1%), tendo sido a que mais influenciou a variação negativa verificada no agregado. Pelo contrário, a Indústria do Mobiliário foi a única a apresentar um crescimento positivo de 0,3%, enquanto a Indústria da Madeira e Cortiça apresentou uma quebra de 11,8%.

A FBCF que em 2009 era de 130,7 milhões de euros, apresenta uma quebra de 83% em relação a 2008 (Tabela 6, anexo II).

Note-se assim que se observamos os diferentes agregados da Fileira entre 2004 e 2009, todos eles registaram variações negativas. Sendo isto justificado pela relativa perda de importância das indústrias da Fileira no panorama nacional, assim como pela desaceleração do ritmo de crescimento que se vinha a verificar até 2007 (motivado pela crise financeira mundial), levando a uma diminuição das trocas comerciais mundiais.

## 4.2. Investigação & Desenvolvimento e Apoios ao Investimento

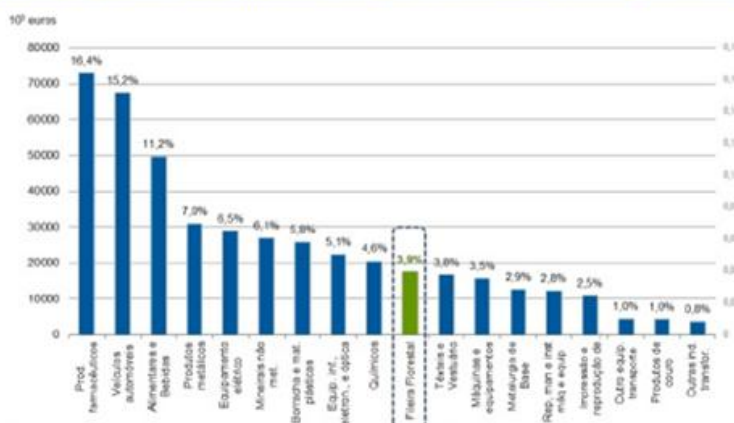
### 4.2.1. Investigação & Desenvolvimento

O valor do investimento em I & D em 2009 foi de 16,22 milhões de euros, uma quebra de 29,4% em relação a 2008 e um aumento de 28% em relação a 2001 (Tabela 7, anexo II). No que diz respeito aos subsectores da Fileira, nota-se que é a Indústria da Madeira e da Cortiça aquela que mais investe nesta área, tendo investido em 2009 cerca de 8,57 milhões de euros (representado cerca de 53% do total do investimento em I&D da Fileira nesse ano), seguindo-se a Indústria do Mobiliário (4,66 milhões de euros) e por último a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão, com um investimento na ordem dos 2,99 milhões de euros. Nota-se ainda que em relação a 2008 o investimento diminuiu em todas as indústrias, tendo a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão sofrido a maior quebra, cerca de 60%.

Para finalizar importa ainda salientar que em 2009 o investimento em I&D da Fileira tinha um peso de 3,9% no investimento da Indústria Transformadora e de 1,2% do total de investimento nacional em I&D. Tendo ainda assim vindo a perder importância em relação a 2008, pelo que nesse ano representava 5,1% e 1,8%, respectivamente.

Situando agora o peso do Investimento da Fileira (3,9%) no total da Indústria Transformadora, nota-se que no seio desta os maiores investimento foram efectuados nomeadamente em três sectores, Produtos Farmacêuticos, Veículos Automóveis e Alimentares e Bebidas, pelo que estes três representam 42,8% do total de investimento em I&D da Indústria Transformadora, enquanto a Fileira Florestal se encontra na 10ª posição. (Figura 3).

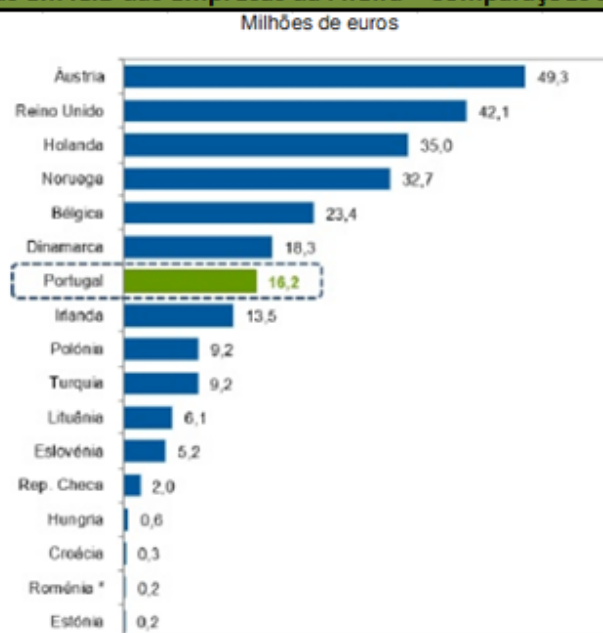
**Figura 3. Repartição das despesas em I&D por actividade económica, Industria Transformadora, 2009.**



Fonte: Boletim Mensal de Economia Portuguesa nº1, Janeiro 2012

Alargando agora a nossa análise a nível internacional (de acordo com os dados do Eurostat para 2009), de entre os 17 países analisados Portugal, encontra-se na 7ª posição em termos de investimento na área (Figura 4). Sendo os países que mais investimentos em I&D fizeram, a Áustria na ordem dos 49,3 milhões de euros, seguindo-se do Reino Unido que investiu cerca de 42,1 milhões de euros. Já no que respeita aos países em que foi realizado um menor esforço de investimento, encontra-se a Croácia, a Roménia e a Estónia. Portugal ainda assim ficou-se muito aquém dos valores praticados pela Áustria.

**Figura 4. Despesas em I&D das empresas da Fileira – Comparações a nível internacional, 2009.**



Fonte: Boletim Mensal de Economia Portuguesa nº1, Janeiro 2012

#### 4.2.2. Apoios ao Desenvolvimento

Já no que respeita aos programas de apoio ao investimento na Fileira no período 2000-2010, nota-se que foram investidos cerca de 1,65 mil milhões de euros, o respeitante a 66% do investimento total aprovado (Tabela 8, anexo II). Pelo que a maior fatia advém do programa de ajudas PRIME, com um investimento total aprovado de 1,136 mil milhões de euros.

No que respeita às subFileiras, nota-se que foi a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão a mais beneficiada (cerca de 700,55 milhões de euros), seguindo-se a Indústria da Madeira e do Mobiliário, com cerca de 496,67 milhões de euros, e por último a Indústria da Cortiça (cerca de 450,76 milhões de euros)

### 4.3. Balança Comercial

A Balança Comercial referente às indústrias da Fileira Florestal apresenta um saldo bastante vantajoso para Portugal, representando em 2010 cerca de 6,8% das exportações portuguesas e 9,8% das exportações de bens. Por seu turno, representam 3% das importações totais portuguesas e 3,5% das importações de bens (Tabela 9, anexo II).

No que respeita ao saldo da balança comercial propriamente dito (exportações – importações), tem-se mantido sempre positivo desde 2005, atingindo o seu valor mais elevado em 2010, cerca de 1690 milhões de euros (Tabela 9, anexo II). No período compreendido entre os anos 2005 e 2010 as exportações da Fileira cresceram em termos relativos cerca de 37,9%, superando a variação das exportações portuguesas (foram de 26,69%). No que respeita às importações da Fileira, cresceram 17,3% (inferior ao crescimento de 19,3% verificado no mesmo período no total das importações portuguesas).

No que respeita à exportação dos produtos, a tendência é semelhante à produção. As exportações em 2008 eram de 3,46 mil milhões de euros (uma quebra de 1,9%), contrariando a tendência positiva de 6,7% verificada em 2007 (Tabela 10, anexo II). Com esta quebra as exportações da Fileira perderam peso na indústria transformadora (9,4% para 9,8% em 2007).

Este agregado foi assim influenciado negativamente pela exportação de produtos de madeira e de cortiça e suas obras, que sofreram uma quebra de 9,1%, ainda assim compensados pelo aumento da exportação de produtos de papel e cartão e seus artigos (1,8%) e pelo considerável aumento da exportação de produtos de mobiliário, cerca de 8,2% (Tabela 10, anexo II).

Como já se viu, este é um sector eminentemente voltado para o exterior (Pestana e Tinoco, 2009; Devy – Vareta, 1985), sendo considerado um dos sectores tradicionais de exportação portugueses (Marques 2010<sup>a</sup> e 2010b; Amaral, 2006; Sarmiento, 2007). É ainda importante constatar que em 2008 a produção exportada era de 45,9%, ou seja, quase metade dos produtos da Fileira têm como destino o exterior (Tabela 11, anexo II)

No que diz respeito ao Ranking Global das Indústrias Florestais, de papel e de embalagem, importa destacar três grandes grupos de origem portuguesa, o Grupo Sonae Indústria, o Grupo Portucel Soporcel e o Grupo Corticeira Amorim que muito tem contribuído para o desempenho do sector. Tanto a nível europeu como a nível mundial estes três grupos encontram-se no ranking das 100 maiores empresas do sector (segundo um

estudo da Pwc, que tem como base o volume de vendas de todas as empresas mundiais que actuam neste sector). Segundo este, no ano de 2009 o Grupo Sonae Indústria era o que encontrava melhor posicionado, em 17º lugar a nível europeu e no 57º lugar a nível mundial, seguindo-se o Grupo Portucel Soporcel e Corticeira Amorim, respectivamente (Tabela 12, anexo II).

Com o intuito de perceber o impacto real das exportações da Fileira Florestal na Balança Comercial, já que as estatísticas do comércio internacional se baseiam em valores brutos de importação e exportação, torna-se bastante pertinente mostrar as estatísticas do Valor Acrescentado Nacional (VAN) para a Fileira Florestal. Este indicador tem como objectivo mostrar o valor das exportações líquidas de produto importado. Assim sendo, é-nos indicado que no ano de 2005 as indústrias da Fileira Florestal tinham um VAN de 71,4%, percentagem bastante superior à média nacional (situava-se nos 59,3% nesse mesmo ano). Querendo isto dizer que este sector tem um impacto maior na Balança de Bens e Serviços do que aquele que é transmitido pelas estatísticas do Comércio Internacional (GEE, BMEP nº3 2011).

Por último, no que respeita a este ponto, é importante referir o destino dos produtos exportados. Em primeiro lugar devemos destacar o papel como o principal produto exportado, assim como a Espanha como o principal destino das exportações de produtos da Fileira.

Detalhando as várias indústrias, e começando pela da Madeira e da Cortiça, Espanha Reino Unido e França caracterizam-se como destino principal dos produtos de madeira, enquanto nos produtos derivados de cortiça, os principais destinos são a França, USA, Espanha, Alemanha e Itália. Avançando para os produtos derivados da Indústria do Mobiliário, estes têm como principal destino França, Espanha e Angola, assim como o Reino Unido e a Austrália, embora em valor mais significativo. Por último, e já no que respeita aos produtos provenientes da Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão, Espanha, França Bélgica, Alemanha e mais recentemente Angola, são os principais destinos dos seus produtos (AICEP, INE 2012).

#### **4.4. Indicadores Macro Sectoriais**

A indústria florestal assume um papel importante tanto no seio da indústria transformadora como a nível nacional. Em 2008 esta foi responsável por 103 mil postos de trabalho directos, representado cerca de 2% do emprego nesse ano (Tabela 13, anexo II). Ainda assim, verificamos que desde 2006 que este valor tem vindo a decrescer, perdendo

nesses dois anos, em termos absolutos, cerca de 7 mil postos de trabalho (em 2006 tinha um peso de 2,2% no emprego nacional, empregando 110 000 trabalhadores). Focando o peso do emprego da Fileira florestal no emprego da indústria transformadora, conclui-se que esta é responsável por 10,4% do mesmo. O seu peso tem vindo a diminuir ao longo dos últimos dois anos, sendo de 12,6% em 2007 e 12,8% em 2006.

Aprofundando aos três sectores que compõem a Fileira, importa referir que em 2009 era a Indústria da Madeira e Cortiça que mais pessoas empregava, cerca de 49.000 (um peso de 47,6% do emprego total da Fileira, seguindo-se a Indústria do Mobiliário empregando 42.000 e por último a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão, empregando cerca de 12.000 pessoas (Tabela 14, anexo II). Em 2007 e 2008 a quebra no emprego verificou-se em todas as Indústrias da Fileira sem excepção, sendo a Indústria da Madeira (perdeu cerca de 4.000 postos de trabalho entre 2006 e 2008) a mais afectada.

**Por fim e no que diz respeito ao emprego, é de extrema importância referir que a floresta de forma indirecta é responsável por um maior número de postos de trabalho, estimando-se poder atingir quatro vezes mais este número. Nomeadamente em termos de proprietários florestais existentes. Sobretudo nas regiões mais desfavorecidas do interior do país, em que esta fonte alternativa de rendimento assume particular importância na aquisição de receitas adicionais (GEE, BMEP n°12, 2011).**

Já no que se refere às remunerações, foram em 2008 de 1,32 mil milhões de euros, uma variação positiva de 0,7% em relação a 2007. Representando neste ano 10,6% das remunerações da Indústria Transformadora e 1,5% do total nacional (Tabela 15, anexo II). Ainda assim esta a perder peso em relação aos outros ramos de actividade, mostrando com isto que os aumentos das remunerações na Fileira têm sido inferiores aos dos outros ramos de actividade (Tabela 15, anexo II).

Repartindo este valor pelas principais Indústrias, não é de estranhar que em 2008 seja a Indústria da Madeira e Cortiça que apresente um montante mais elevado (já que é a que mais pessoas emprega) de 565 milhões de euros, com um peso de 42,7% do total das remunerações da Fileira. Para a Indústria do Mobiliário são canalizados 455 milhões de euros em salários, enquanto a Indústria da Pasta do Papel e do Cartão se fica pelos 304 milhões de euros (Tabela 16, anexo II).

Se dividirmos as remunerações de cada indústria pelo número de trabalhadores da mesma, nota-se que em termos médios os trabalhadores da Indústria da Pasta, do Papel e do

Cartão são aqueles que têm melhores salários, perto dos 25 mil euros anuais. Ao invés dos que trabalham na Indústria da Madeira e do Mobiliário, que em termos médios por trabalhador têm um salário mais baixo (Tabela 17, anexo II).

O nível salarial per capita mais elevado praticado na Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão pode ficar a dever-se ao facto das habilitações literárias dos trabalhadores desta indústria serem superiores aos das outras duas. Pelo que se verifica, nesta indústria a maioria do pessoal ao serviço possui o ensino secundário (cerca de 45%), enquanto 15% possuiu níveis de estudos superiores (Site Celpa, 2012). Enquanto nas Indústrias da Madeira e da Cortiça e do Mobiliário a maioria dos trabalhadores possui níveis de escolaridade baixos (nestas duas indústrias cerca de 78% dos trabalhadores possuem apenas o ensino básico), enquanto apenas 13% tem possui habilitações ao nível do secundário (Site APCOR, AIMMP, 2012).

Em termos de VAB por trabalhador, a média da indústria é de 17.119€, sendo a Indústria da Pasta, do Papel que apresenta um valor mais elevado, cerca de 58.750€. Já a Indústria do Mobiliário é a que apresenta um menor valor, cerca de 14.214€, enquanto na Indústria da Madeira e da Cortiça valor é superior à média, cerca de 18.224€.

Já no que respeita às empresas com actividade inerente à Fileira, é importante referir que no ano de 2009 existiam cerca de 13 199 empresas cuja sua principal actividade se focava nas indústrias da Fileira florestal, sofrendo ainda assim uma queda de 9,2% em relação ao ano de 2008, onde existiam cerca de 14 543 empresas em actividade. Em relação ao rácio das sociedades constituídas / sociedades dissolvidas importa referir que em relação ao ano de 2000 este rácio tem vindo a diminuir cada vez mais, situando-se no ano de 2009 em 0,8, ou seja, em média por cada empresa dissolvida são constituídas 0,8 empresas, contrastando em larga escala com o que se verificava no ano 2000, onde o rácio era de 3,9. No que se refere à dimensão média destas empresas, também se tem verificado uma diminuição do número de trabalhadores das mesmas, situando-se no ano de 2009 nos 6,4 trabalhadores por empresa (em termos médios), enquanto em 2000 o número médio de trabalhadores destas empresas situava-se nos 7,5. (Tabela 18, anexo II).

Detalhando agora o total de empresas pelas principais indústrias acima enumeradas, nota-te que é na Indústria da Madeira e da Cortiça que mais empresas operam, seguindo a Indústria do Mobiliário e por fim a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão. Ainda assim, nota-se que o tecido empresarial das principais indústrias da Fileira concentra-se maioritariamente em micro e pequenas empresas. (Segundo o IAPMEI são consideradas



microempresas aquelas que tenham menos de 10 trabalhadores, como pequenas empresas aquelas que tem entre 10 e 49 trabalhadores, por médias empresas aquelas que possuem entre 50 e 249 trabalhadores e por grandes empresas aquelas que possuem 250 ou mais trabalhadores). Na Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão cerca de 60% das empresas existentes são caracterizadas por microempresas, existindo apenas seis empresas com dimensão superior a 250 trabalhadores. Já na Indústria da Madeira e da Cortiça, apesar do número elevado de empresas, cerca de 76% tem menos de 10 trabalhadores, pelo que existem apenas 9 empresas com mais de 250. Por último, os valores verificados na Indústria do Mobiliário são semelhantes aos da Indústria da Madeira e da Cortiça, pelo que cerca de 72% do total das empresas tem menos de 10 trabalhadores, e apenas sete têm mais de 250 (INE, 2012).

## **5. Externalidades**

### **5.1. Não Mensuráveis**

É importante relembrar o facto de as florestas não terem apenas funções económicas e de fornecimento de matérias-primas para a Indústria Transformadora. Para além de todo o retorno económico que proporcionam, desempenham também um sem número de funções ambientais pelas quais o seu valor de mercado não é quantificável (por serem dificilmente mensuráveis), mas que ainda assim são imprescindíveis para a melhoria do ecossistema terrestre, a fim de melhorar o bem-estar humano. Inúmeros exemplos podem ser destacados, como é o caso da protecção do solo agrícola, protecção dos recursos hídricos, conservação da paisagem e da biodiversidade florestal, melhoria do microclima local, melhoria da qualidade do ar, manutenção da biodiversidade e capacidade de suporte da fauna terrestre (Mendes, 2004).

Ainda assim, este mesmo autor, num paper intitulado de “The Portuguese Forests, Country Lever Report delivered to the EFFE Project – Evaluating Financing on Forestry in Europe (2004)” atribui valor de mercado a algumas das externalidades acima enunciadas. É o caso da protecção do solo agrícola, (49,2 milhões de euros), protecção dos recursos hídricos (28,9 milhões de euros) e conservação da paisagem e da biodiversidade (56,7 milhões de euros), mostrando com isto que se contabilizarmos todos os benefícios que a floresta nos oferece (tanto directos como indirectos), não é de estranhar que esta seja vista de forma diferente, e não de forma bilateral como tem acontecido até então. Como este estudo reporta do ano 2004 é tomada em consideração a actualização dos valores calculados

pelo autor para o ano de 2011, tomando em consideração as taxas de inflação verificadas até então. Pelo que se calcula que para esse ano o valor dado às externalidades é de 154,4 milhões de euros.

Mais à frente neste trabalho, irá ser feita uma avaliação às maiores empresas do sector (Portucel Soporcel, Sonae Indústria, Corticeira Amorim e Altri), assim como se fará uma estimativa do valor de mercado de todas as empresas que tenham nas indústrias da Fileira a sua actividade principal. Pelo que será interessante comparar este valor com os números acima enumerados, a fim de se comparar a valorização económico-financeira das mesmas com o valor das externalidades acima enunciadas.

## **5.2. Caso Especial do Sequestro do Carbono**

Outra importante externalidade das florestas prende-se com o facto de esta poder constituir um sumidouro de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>), tornando-a por isso numa externalidade positiva.

Porém, em sentido contrário um dos grandes problemas a que as florestas se debatem é a questão dos incêndios, que ao longo dos anos tem consumido milhares de hectares de floresta, tanto em Portugal como no resto do mundo (principalmente na Floresta Amazónia). As ocorrências são associadas maioritariamente à acção humana (uso de fogo accidental e incendiarismo), pelo que os incêndios libertam o carbono que estava armazenado na parte lenhosa das árvores, contribuindo assim para o aumento das emissões globais de gases de efeito de estufa (estando assim a emitir dióxido de carbono). Para se ter uma ideia mais realista do problema, os incêndios florestais são responsáveis por aproximadamente 20% das emissões globais de CO<sub>2</sub>, uma percentagem superior à do sector dos transportes a nível mundial.

Em Portugal, e continuando a tomar como base o ano 2000, devemos destacar os anos de 2003 e 2005 como aqueles em que uma maior área florestal foi ardida, cerca de 425 726 hectares e 338 262 hectares, respectivamente. Ao invés disso, 2007 e 2008 foram os anos em que o número de incêndios foi menor. (Tabela 19, anexo III).

Ainda assim, e apesar do vasto número de ocorrências ao longo do período, a floresta tem-se caracterizado como um sumidouro de carbono (através da fotossíntese) desde o ano 2000, com excepção de 2003 e 2005 (tabela 20, anexo III). O sucedido nesses dois anos, e tal como já foi explicado acima, deve-se ao facto da área ardida ter sido muito

vasta, sendo por isso emissor líquido, já que o sequestro de carbono feito pela floresta não compensou as emissões por si derivadas.

Foi no ano de 2009 que a floresta apresentou um valor de sequestro mais elevado, fazendo desaparecer da atmosfera cerca de 14 814 Gg de CO<sub>2</sub>. Pelo contrário, 2003 foi o ano em que mais gases foram injectados, cerca de 4 680 Gg de CO<sub>2</sub> (Tabela 20, anexo III). Desde 2000 até 2010, se somarmos todos os anos em que a floresta foi um sumidouro e subtrairmos os anos em que foi emissora (2003 e 2005), verifica-se que esta foi responsável pelo sequestro de 32 602 Gg de CO<sub>2</sub>, o equivalente a 32 602 000 tCO<sub>2</sub>. Para traduzirmos esta quantidade em valor, e tomando como base o seu valor de mercado em 2009 (5,5€/t), quantificamos o seu valor em 167 900 300€. Se considerarmos apenas o último ano da nossa análise (2009), o seu valor quantifica-se em 76,3 milhões de euros.

## **6. Estudo de Casos**

No âmbito do caso em estudo irá de seguida proceder-se à avaliação das quatro principais empresas das indústrias da Fileira. Irá ser representada a Indústria da Madeira e da Cortiça através das empresas Sonae Indústria e Corticeira Amorim, assim como a Indústria da Pasta, do Papel e Cartão, através da Portucel Soporcel e Altri. Apenas não é considerada nenhuma empresa da Indústria do Mobiliário, pelo que se pode desde já considerar uma limitação a este estudo, visto que não existe nenhuma empresa que se destaque a nível nacional, não me foi possível encontrar dados financeiros de nenhuma delas.

O objectivo primordial deste ponto passa por avaliar estas quatro empresas através de um modelo financeiro de referência, pelo que a análise irá assentar essencialmente no método dos Fluxos de Caixa Descontados, por ser considerado pela grande maioria dos profissionais da área como o método de avaliação mais adequado (Fernandez, 2007a). Ainda assim, e para que a análise não se concentre apenas neste método, vamos considerar também os Múltiplos das Vendas e EBITDA, podendo assim chegar a resultados mais fiáveis.

A análise diz respeito ao ano 2011, pelo que os resultados obtidos dizem respeito ao valor das empresas nesse ano. Vai também ser calculada a Capitalização Bolsista (FAMA, 1990) destas quatro empresas para o mesmo ano, com o intuito de averiguar a forma de como estas foram avaliadas pelo mercado.

### **6.1. Metodologia**

O Fluxo de Caixa Livre (Free Cash Flow, Jensen 1986) baseia-se no método indirecto previsto na Directiva Contabilística nº14 – Demonstração de fluxos de caixa.

No sentido de focalizar os meios financeiros líquidos gerados pelas actividades operacionais, utilizou-se o resultado operacional relativo ao ano 2011 líquido de impostos. Posteriormente, procedeu-se a alguns ajustamentos, concretamente a soma do valor das amortizações e provisões do exercício. O acréscimo das necessidades de fundo de maneo e as variações de investimento em activo fixo também consideradas servem para reflectir as necessidades de financiamento nos fluxos de caixa livres. Portanto, e esquematizando o processo, o Free Cash Flow to Firm é calculado da seguinte forma:

$$\begin{aligned} 1) \quad FCFF &= \text{Resultado Operacional Liquido de Impostos} \\ &+ \text{Amortizações e Provisões do Exercício} \\ &- \text{Investimentos em Activo Fixo} \\ &- \text{Investimentos em Fundo de Maneio} \end{aligned}$$

Nesta próxima etapa expomos a metodologia encontrada para determinar as várias modalidades para ponderar os custos, entre os quais, o custo do capital e o custo da dívida, para que assim seja possível calcular o custo médio ponderado do capital (WACC) que vai servir de base à avaliação.

$$2) \quad WACC = \frac{E}{E + D} K_e + \frac{D}{E + D} K_d(1 - T_c)$$

Em que:

$K_e$  = Custo do Capital Próprio

D/E = Estrutura de Capital Próprio (E) E Dívida (D)

D = Valor da Dívida

E = Valor dos Capitais Próprios

$T_c$  = Taxa de imposto aplicada sobre lucros

$K_d$  = Custo da Dívida

O cálculo do WACC é deveras importante, uma vez que o valor residual da empresa, assumindo o pressuposto da sua continuidade, resulta da actualização dos fluxos de caixa futuros estimada à taxa resultante do diferencial do custo médio de financiamento e a taxa de crescimento na perpetuidade (Koller et al., 2010).

$$3) \quad K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Em que:

$R_f$  = Taxa de juro dos activos sem risco

$\beta$  = Volatilidade do Activo

$R_m$  = Rendibilidade de Mercado

$$4) \quad K_d = \text{Euribor} + \text{Spread}$$

Sendo que todas as empresas são cotadas em bolsa, considera-se a estrutura de capitais efectiva de cada uma das empresas, disponibilizados nos seus balanços.

No que diz respeito à taxa de crescimento constante e perpétua,  $g$ , estima-se que seja de 2,9%. Pois resulta de uma taxa de crescimento real na perpetuidade, que pressupõe de 0,5% com uma taxa de inflação de 2,4% à data de exercício.

$$5) \quad g = (1 + \pi)(1 + r) - 1$$

Em que:

$g$  = Taxa de crescimento dos cash flows na perpetuidade

$\pi$  = Inflação

$r$  = Taxa de crescimento em perpetuidade

Por fim procede-se ao cálculo do valor residual estimado (Enterprise Value), que se processa da seguinte forma:

$$6) \quad \text{Valor Residual} = \frac{FCFn(1 + g)}{(wacc - g)}$$

Os Múltiplos das Vendas e do EBITDA avaliam a empresa através das suas vendas (no primeiro caso) e resultados operacionais (no segundo caso), considerando um multiplicador (que funciona com um factor). São muito utilizados pela sua facilidade de cálculo, visto que o seu valor resulta apenas da multiplicação destes pelo múltiplo que se convencionou.

## 6.2. Pressupostos

Um ponto bastante importante foca-se na definição dos pressupostos utilizados no modelo de avaliação. Dos utilizados, importa salientar nomeadamente:

- Para uma simplificação dos cálculos, e já que todas as empresas apresentam continuidade nos negócios, constata-se para todas elas que a sua evolução já se encontra na perpetuidade, pelo que não irão ser efectuadas projecções das rubricas das demonstrações financeiras;

- No que diz respeito ao activo sem risco, procedemos à utilização de uma obrigação do tesouro alemão, para um período de 10 anos;

- Os Betas das empresas foram retirados do terminal financeiro Bloomberg, seguindo assim as suas estatísticas de cálculo.

- O prémio de risco utilizado nos cálculos segue a evidência histórica para o caso das economias já desenvolvidas (como é o caso de Portugal), pelo que utilizamos um valor próximo dos 9%, fonte do Banco de Portugal.

- Como não faria sentido estarmos na presença de um cenário em que as amortizações superassem o investimento em activo fixo, então este foi corrigido segundo a taxa de crescimento da perpetuidade de 0,5%.

- No que diz respeito à Euribor e ao Spread, tentei encontrar um valor razoável para ambas, ao qual os resultados não saíssem influenciados por isso. Posto isto, decidi utilizar uma taxa de 6,5% (Euribor + Spread).

- Já no que respeita à inflação, foi utilizada a taxa de 2,4%, afim de não influenciar os resultados com taxas de inflação anormais.

- No que diz respeito ao Múltiplo das Vendas, calcula-se que neste sector o seu multiplicado se encontra compreendido entre 1,7 e 2,3.

- Já no que se refere ao Múltiplo do EBITDA o processo de cálculo é idêntico, pelo que neste caso o multiplicador mais adequado para o sector situa-se entre 6 e 9.

- Por fim, no que respeita à Capitalização Bolsista, é considerada a cotação média de cada empresa no ano 2011, multiplicado pelo número de acções emitidas em circulação.

### **6.3. Valor Acrescentado Bruto das Principais Empresas da Fileira**

Segundo a Associação Empresarial de Portugal, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) é calculado a partir da produção, deduzindo-lhe tudo o que não é riqueza gerada pela empresa, ou seja, os seus consumos intermédios (Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas e fornecimento de serviços externos). Pelo que a forma de cálculo adoptada foi a seguinte:

$$7) \quad VAB = (Vendas + Prestações Serviços) - CMVMC - FSE$$

Foi feita uma análise detalhada ao VAB das quatro grandes empresas (Portucel Soporcel, Sonae Indústria, Corticeira Amorim e Altri) desde o ano 2005 até 2011. Pelo que os dados do VAB total da Fileira só se encontram disponíveis até 2009, sendo o seu valor nesse ano de 1,76 mil milhões de euros. A Portucel Soporcel é a empresa que tem um maior peso (cerca de 18,22%) no total do VAB da Fileira, seguindo-se a Sonae Indústria,

Corticeira Amorim e Altri (16,82%, 7,41% e 3,10%, respectivamente). Somando todas, nota-se que no seu total, em 2009 estas quatro empresas juntas tinham um peso de 45,54% no total do VAB da Fileira (Tabela 21, anexo IV).

Pelo que queremos fazer a nossa análise para 2011, e já que não existem dados disponíveis acerca do VAB total da Fileira para esse ano, foi tomado como pressuposto aplicar a média do peso do VAB destas quatro empresas entre os anos 2005 e 2009 para o ano 2011, pelo que se constatou que em média desses anos estas quatro empresas têm um peso de 45,68% no VAB total da Fileira. Assim sendo, e calculando para 2011 o VAB individual de cada uma das empresas (já que os dados para os seus cálculos se encontram disponíveis nos seus relatórios e contas de 2011) verifica-se que o VAB total das quatro empresas foi de 1,15 mil milhões de euros (Tabela 21, anexo IV).

Logo, se estas em 2011 têm um peso expectável de 45,68%, então espera-se que o VAB total da Fileira neste ano seja de 2.523.404.665€.

#### **6.4. Valor de Mercado das Principais Empresas da Fileira**

Para uma melhor compreensão do impacto que a crise teve nestas empresas é importante analisar e perceber o negócio das mesmas, de forma individual, analisando a evolução das rubricas mais importantes das demonstrações financeiras das mesmas. Os rácios económico-financeiros mais importantes também vão ser calculados, de modo a perceber a situação económico-financeira das mesmas.

##### **6.4.1. Portucel Soporcel**

O Grupo Portucel Soporcel caracteriza-se por ter uma presença bastante forte no mundo, exportando em 2011 cerca de 95% da sua produção, o que equivale a 3% da Exportações Nacionais de Bens.

Apresenta-se como líder europeu e 6º a nível mundial na produção de papéis finos de impressão e escrita não revestidos (UWF), conseguindo atingir este patamar desde a construção da nova fábrica de Setúbal. É também o maior produtor europeu e um dos maiores a nível mundial de pasta branqueada de eucalipto. Dispõem de uma capacidade anual instalada de 1,6 milhões de toneladas de papel e de 1,4 milhões de toneladas de pastas (das quais 1,1 milhões integradas em papel). Gere ainda um património florestal de 120 mil hectares, promovendo por isso a valorização e protecção florestal nacional.



Já no que diz respeito às suas marcas próprias, destaca-se a Navigator como a mais importante, líder mundial do segmento premium de papéis de escritório.

Está cotada na NYSE Euronxt Lisboa, integrando o seu índice de referência PSI 20 (Site Portucel Soporcel, 2012).

#### **6.4.1.1. Análise Económico-Financeira**

No que toca às suas vendas devemos constatar que no ano de 2011 o volume de negócios aumentou em cerca de 7,41% em relação a 2008, atingindo os 1,49 mil milhões de euros. Este aumento deve-se essencialmente ao aumento de produção da nova fábrica de Setúbal, construída pela empresa. No que se refere à análise do período, verifica-se que as vendas aumentaram até 2007, atingindo nesse ano os 1,13 mil milhões de euros, um aumento de 5,97% em relação a 2006. Como seria de esperar, em 2008 e 2009 a empresa apresentou quebras nas suas vendas, apesar de não muito significativas em termos percentuais (cerca de 0,87% em 2008 e 3,18% em 2009 para os 1,09 mil milhões de euros). Já em 2010 as vendas aumentaram cerca de 26,6%, fruto da instalação da nova fábrica de Setúbal. No que se refere à margem bruta, esta tem-se mantido bastante elevada, na ordem dos 75,21% em 2011, sofrendo um ligeiro aumento em relação a 2010 (73,64%). Ainda assim, é interessante constatar que a margem mais elevada verificou-se em 2009, cerca de 77,45% (Tabela 22, anexo IV).

No que respeita ao EBITDA, foi em 2011 de 390,6 milhões de euros, verificando-se uma redução de 2,08% em relação a 2010 (devendo-se este resultado ao agravamento dos custos por parte da empresa). Ainda assim, este resultado foi em certa parte compensado pelo crescimento de 63,7% dos resultados da empresa, invertendo a tendência negativa que se verificava desde 2008 (Tabela 22, anexo IV).

Já no que respeita ao EBIT, sofreu em 2011 um decréscimo de 4,2% em relação a 2010, atingindo os 266,16 milhões de euros. Esta quebra deve-se essencialmente ao aumento das amortizações da empresa, não compensado por um aumento do EBIT. Devemos ainda realçar o crescimento positivo verificado até 2007 (alcançando os 260,3 milhões de euros). Já os anos 2008 e 2009 foram de quedas, cerca de 30,4% e 27,1%, respectivamente. Já 2010 foi bastante positivo, com um aumento percentual de 110%, para os 277,8 milhões de euros (Tabela 22, anexo IV).

Por fim, e no que respeita aos resultados líquidos, atingiram os 196,3 milhões de euros em 2011, sofrendo uma quebra de 6,77% em relação a 2010. Analisando o período, verificam-se aumentos bastante interessantes nos resultados da empresa até 2007, atingindo nesse ano os 153,95 milhões de euros. Nos dois anos seguintes o impacto da crise também se fez sentir, com quebras nos resultados de 14,86% e 19,8%, respectivamente. Pelo que o ano de 2010 representou um ponto de viragem, verificando-se um aumento de 100% nos resultados, atingindo os 210,58 milhões de euros (Tabela 22, anexo IV).

Já no que diz respeito aos rácios económico-financeiros (Demarzo, 2007), e começando por me focar no rácio de solvabilidade total, é importante destacar o valor apresentado em 2011, cerca de 110,1%. Querendo isto dizer que os capitais próprios detidos pela empresa cobrem todos os passivos, verificando-se ainda um excedente, pela que fica aqui bem expressa a solidez da empresa. Ainda assim, em todos os anos da nossa análise este rácio apresenta-se bastante elevado, sempre superior a 90%. (Tabela 23, anexo IV).

Já no que respeita ao rácio de autonomia financeira, em 2011 este é de 52,4% (indicando-nos que a empresa não se encontra excessivamente dependente de capitais alheios). Ainda assim, ao longo do período em análise tem-se verificado alguma volatilidade neste rácio, situando-se maioritariamente entre os 49% e os 50%. O valor mais baixo verificou-se em 2005 (cerca de 46,3%), ainda assim bastante aceitável.

Analisando agora os principais rácios de rendibilidade, e começando por olhar de forma mais global para as tendências dos três rácios, devemos destacar as tendências positivas verificadas até 2007, pelo que nos anos de 2008 e 2009 em todos eles se verificaram tendências de diminuição. Enquanto 2010 foi o grande responsável pelo inverter da tendência, tendo-se verificado um grande aumento em todos os rácios, enquanto em 2011 se verificaram novas quebras (Tabela 24, anexo IV).

Fazendo agora uma análise mais detalhada a cada rácio, e começando pelo ROE, verifica-se uma tendência positiva de crescimento até 2007, atingindo os 13,09%. Nos anos seguintes devido à crise os resultados pioraram, afectando assim o rácio de forma negativa para os 10,52% e 8,27% em 2008 e 2009, respectivamente. Em 2010 verificou-se uma inversão da tendência, com o rácio a atingir os 16,16% (o valor mais elevado no período em análise), caindo ainda assim em 2011 para os 13,28% (devendo-se esta oscilação à quebra dos resultados líquidos da empresa, em virtude do aumento dos custos de produção).

No que respeita ao ROA, a tendência verificada é a mesma que nos outros dois rácios, embora não atinja taxas de rendibilidade tão elevadas. A evolução positiva até 2007

ficou patente, atingindo os 6,26%. Já nos anos 2008 e 2009 as rendibilidades diminuíram para 5,35% e 4,10%, respectivamente. Em 2010 as taxas voltaram a aumentar para os 7,9%, (valor em muito influenciado pelo grande aumento nos resultados da empresa nesse ano), tendo ainda assim diminuído em 2011 para os 6,96%, fruto de uma nova queda nos resultados.

Por último, a rendibilidade das vendas (ROS) em 2007 foi de 13,54%, tendo nos dois anos seguintes as rendibilidades caído para os 11,63% e 9,63%, respectivamente. Em 2010 aumentaram para os 15,24% (também devido à melhoria dos resultados da empresa nesse ano), tendo diminuído de novo em 2011 para os 13,23%.

Conclui-se assim que o impacto da crise na actividade da empresa foi moderado, apesar de se verificar em 2011 uma pequena quebra nos resultados, esta apresenta uma solidez anormal. Começou a recuperar da crise em 2010, também fruto da instalação da nova fábrica de Setúbal. Assim sendo, conclui-se que a crise não causou danos irreversíveis à empresa, continuando esta a merecer toda a confiança por parte dos investidores.

#### **6.4.1.2. Avaliação**

No que respeita a este gigante da Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão, segundo o método dos Cash Flows Descontados (Tabela 26, Anexo IV), estima-se que o seu valor de mercado para o ano 2011 é de 2,7 mil milhões de euros, podendo considerar-se a empresa mais valiosa das indústrias da Fileira.

Olhando para os Múltiplos das Vendas e EBITDA, os resultados são idênticos, onde estes avaliam a empresa em cerca de 2,97 e 3,13 milhões de euros, respectivamente (Tabela 26, Anexo IV).

Já em termos de Capitalização Bolsista, o mercado avalia a empresa de forma bastante mais baixa, cerca de 1,65 mil milhões de euros (Tabela 26, Anexo IV). Este valor não é de todo estranho, pelo simples facto dos mercados bolsistas mundiais estarem a avaliar em baixa a maioria das empresas cotadas.

#### **6.4.2. Sonae Indústria**

Foi fundada em 1959. Caracteriza-se por ser uma das maiores empresas industriais do sector de derivados de madeira do mundo. Destacando-se o aglomerado de partículas de madeira, MDF, aglomerado de fibras duro, OSB, e produtos e serviços de valor acrescentado para as indústria do mobiliário, construção, decoração e bricolagem.

Tem cerca de 27 unidades de produção distribuídas por 8 países, empregando directamente, cerca de 4712 pessoas em 2011. Pelo que os países da Europa Central são responsáveis por 38% do seu volume de negócios.

Tem como accionista maioritário a EFANOR, que detém 51% do seu capital está cotada na NYSE Euronxt Lisboa, integrando o seu índice de referência PSI 20 (Site Sonae Indústria, 2012).

#### **6.4.2.1. Análise Económico-financeira**

No que se refere às vendas, devemos destacar que estas atingiram os 1,36 mil milhões de euros em 2011, um aumento de 5,74% em relação ao ano anterior. Ainda assim, e analisando o intervalo temporal em análise verifica-se os anos 2006 como muito positivos, com aumentos nas vendas de 15,95% e 21,5%, respectivamente. A partir de 2007, a crise teve um grande impacto na actividade da empresa, visto que grande parte do seu volume negócios se destina essencialmente à construção (um dos sectores mais afectados pela crise), apresentando em 2008 quebras nas vendas de 14,3%, voltando a cair em 2009 mais 27,5%. O ano de 2010 representou um ponto de viragem em relação as vendas, tendo estas sofrido um pequeno aumento, apesar de brando. Devendo-se essencialmente à melhoria dos preços de mercado e à venda de um maior mix de produtos (Tabela 27, anexo IV).

Já no que respeita ao EBITDA, situa-se em 2011 nos 76,1 milhões de euros, uma melhoria de 9,6% em relação a 2010. Neste indicador mais uma vez se verifica o grande impacto que a crise teve na actividade da empresa, visto que o EBITDA em 2007 era de 321 milhões de euros, significando ainda assim uma melhoria de 54% em relação a 2006, já no ano 2008 as quebras verificadas foram de 69%. Ainda assim, no exercício de 2009 verificou-se uma melhoria do indicador na ordem dos 19,6%, tendo-se em 2010 verificado novas quebras (cerca de 41,9%) (Tabela 27, anexo IV).

Já o EBIT, em 2011 encontra-se negativo em cerca de 7,8 milhões de euros, cenário que se tem vindo a verificar desde 2008. Ainda assim, em termos desde indicador pode-se classificar 2010 como o pior ano (apresentando nesse ano um EBIT negativo de 25,9 milhões de euros). Para se ter a percepção da crise em termos do impacto da crise neste indicador, basta olhar para o ano 2007, onde o EBIT da empresa era de 204 milhões de euros positivos (Tabela 27, anexo IV).

Por fim, e já no que respeita aos resultados líquidos, como seria de esperar a situação é complicada, tendo a empresa em 2011 apresentado prejuízos de 58,5 milhões de

euros (tendo vindo a acumular-se prejuízos líquidos desde 2008), enquanto em 2007 o lucro da empresa era de 88,7 milhões de euros. 2008 foi o ano mais atípico no que diz respeito aos resultados, apresentando prejuízos de 103,8 milhões de euros (Tabela 27, anexo IV).

Analisando agora os rácios económico-financeiros calculados, e começando por me focar na solvabilidade total, como se percebeu pela análise anterior os resultados não são nada animadores. Em 2011 o rácio era de apenas 19,7%, um valor bastante baixo. Outro ponto que não abona a favor da sua saúde financeira é o facto da tendência verificada desde 2009 ter sido decrescente (cerca de 28,4% em 2009, ainda assim uma percentagem bastante baixa). Já em 2007 o rácio era de 40,9%, já a tender para o razoável no que diz respeito à sua solvabilidade (Tabela 28, anexo IV).

No que diz respeito aos rácios de autonomia e dependência financeira, conclui-se que a empresa tem uma elevada dependência de capitais alheios (cerca de 83,5% em 2011), uma situação já por si bastante preocupante, ainda para mais pelo facto das tendências até então não terem sido positivas para inverter esta situação, tendo a empresa nos últimos anos a aumentar a sua dependência por capitais alheios, passando de 71% em 2007 para os 83,5% em 2011.

Analisando agora os rácios de rendibilidade, é de notar que a partir de 2008 todos eles são negativos, como consequência dos resultados líquidos negativos a partir desse ano (Tabela 29, anexo IV).

No que diz respeito ao ROE, apresenta em 2007 uma rendibilidade bastante razoável, cerca de 14,1%. A partir desse ano os resultados são preocupantes, apresentando em 2011 resultados negativos na ordem dos 25%, e com poucos sinais de possíveis melhorias.

Já no que diz respeito ao ROA e ROS, foi decidido analisar os dois em conjunto pelo facto dos resultados verificados terem sido idênticos em ambos ao longo do período da análise. Posto isto, seguiram até 2007 uma tendência positiva, situando-se nesse ano nos 4,1%, aproximadamente. Em 2008 a queda foi bastante acentuada, apresentando rendibilidades negativas na ordem dos 5%, às quais se têm mantido constantes até 2011.

Conclui-se assim que a empresa foi bastante afectada pela crise, ao ponto de não apresentar resultados líquidos positivos desde então, estando a situação a tornar-se preocupante. Com a análise dos rácios económicos a situação não melhora, visto que o rácio de solvabilidade também tem vindo a piorar. Já no que diz respeito à análise dos rácios de

rendibilidade, as conclusões a retirar também não são as melhores, visto que, e apesar de negativos, não se verificam tendências de melhoria em nenhuma deles. Posto isto, conclui-se que o impacto da crise na empresa foi muito significativo. Tendo esta de se reestruturar de uma forma mais eficiente, de modo a inverter o caminho seguido até então.

#### **6.4.2.2. Avaliação**

No que respeita à sua avaliação, e segundo o método dos Cash Flows Descontados, estima-se que o seu valor de mercado no ano 2011 foi de 1,27 mil milhões de euros, podendo considerar-se a segunda empresa com mais valor de mercado no seio das indústrias da Fileira (Tabela 31, Anexo IV).

Olhando para o valor resultante do Múltiplo das Vendas, não é de estranhar que este seja bastante superior ao resultante do método anterior (cerca de 2.72 mil milhões de euros), já que das quatro empresas analisadas esta é a que apresenta um dos maiores volumes de vendas, embora nos últimos anos não as tenha conseguido traduzir em lucros. O que pode ser visto através do Múltiplo do EBITDA, que avalia a empresa em cerca de 608.9 milhões de euros, inferior ao resultante do Múltiplo das Vendas, mostrando isto que a empresa está a produzir pouca rendibilidade a nível operacional (Tabela 31, Anexo IV).

Em termos de Capitalização Bolsista, a cotação média das acções foi de 1,23€, que multiplicado pelo número de acções emitidas nos dá um valor também bastante baixo, de cerca de 172,2 milhões de euros (Tabela 31, Anexo IV).

#### **6.4.3. Corticeira Amorim**

Começou a sua actividade de 1870, com a fundação de uma fábrica para a produção manual de rolhas de vinho do Porto.

Também a Corticeira Amorim é líder mundial nos produtos de cortiça há mais de 130 anos, pelo que se caracteriza como bastante internacional (uma das mais internacionais a nível nacional), operando em dezenas de países de todos os continentes.

É posto isto, líder mundial de todos os produtos por si produzidos (rolhas, revestimentos, aglomerados compósitos e isolamentos).

Está cotada na NYSE Euronext Lisboa, integrando o seu índice de referência PSI 20 (site Corticeira Amorim, 2012).

#### **7.4.3.1. Análise Económico-financeira**

No que se refere às vendas, é de realçar que estas aumentaram até ao ano de 2008, atingindo nesse ano os 468,289 milhões de euros, sofrendo uma quebra de 12,78% no ano de 2009 para os 415,210 milhões. A partir daí, e até 2011 verificaram-se novos aumentos, atingindo nesse ano os 494,842 milhões de euros em vendas, atingindo nesse ano o valor mais elevado do período em análise (2005-2011). No entanto, e no que se refere à margem bruta, esta sofreu um pequeno aumento do ano de 2005 para 2006 (situando-se nos 49,13% nesse ano), sofreu uma pequena queda no ano de 2007, mantendo-se constante no ano de 2008 (47,42%). No ano de 2010 aumentam de forma exponencial, situando-se nesse ano nos 51,85%, sofrendo uma ligeira quebra em 2011, para os 51,53% (Tabela 32, anexo III).

No que respeita aos resultados operacionais apresentados, mais concretamente ao EBITDA (Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization – lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações) sofreu no ano de 2010 o aumento mais acentuado (cerca de 71,35%) para os 66,006 milhões de euros, devendo-se esse resultado essencialmente ao aumento das vendas, assim como ao aumento da margem bruta. A crise mundial também prejudicou a empresa, visto que o EBITDA no ano de 2008 diminuiu cerca de 19,74% em relação ao ano anterior para os 46,654 milhões de euros, acompanhando o ano de 2009 essa tendência negativa, com quebras de 17,43% em relação ao ano de 2008 (Tabela 32, anexo III).

Já no que diz respeito ao EBIT (Earnings before interest and taxes – Lucros antes de juros e impostos) é de realçar que a sua variação negativa nos anos de 2008 e 2009 ainda foi superior à do EBITDA (30,9% e 29,8% respectivamente, para os 17,935 milhões de euros no ano de 2009, devendo-se esta diminuição essencialmente à variação do valor do EBITDA, já que a variação das depreciações de um ano para o outro não foram significativas. No ano de 2010 verificou-se um aumento de cerca de 151,68%, assim como no ano de 2011, um aumento de cerca de 13,8% em relação ao ano anterior, para os 51,378 milhões de euros (Tabela 32, anexo III).

Por fim, e no que interessa especialmente aos accionistas, os resultados líquidos apresentam no ano de 2008 uma grande quebra, cerca de 73,5% para os 6,153 milhões de euros, ficando-se isto a dever essencialmente à grande quebra do EBITDA e do EBIT verificada. Ainda assim, se fizermos uma análise mais pormenorizada à demonstração de resultados, esta grande quebra nos resultados líquidos também se deve ao aumento dos custos financeiros, explicados pelo aumento da taxa de juro observada nesse ano, assim como pelo aumento da carga fiscal (cerca de 270% em relação ao ano anterior, para os 5,502 milhões de euros). No ano de 2010, e como seria de esperar, já se verificou um forte

crescimento dos resultados, cerca de 301,7% em relação ao ano anterior, resultado mais uma vez explicado em grande parte pelo aumento do EBITDA e do EBIT. No ano de 2011 seguiu-se a tendência de crescimento dos resultados, em cerca de 23% para os 25,274 milhões de euros (Tabela 32, anexo III).

De seguida vamos proceder à análise dos rácios económico-financeiros, mais concretamente aos rácios de solvabilidade total, autonomia e dependência financeira (Tabela 33, anexo III).

Começando pelo rácio de solvabilidade total, que nos expressa a capacidade da empresa para satisfazer os seus compromissos com terceiros recorrendo apenas a meios próprios, melhorou de forma significativa ao longo do período em análise, situando-se nos 66,8% em 2005, tendo aumentado em todos os anos sem excepção até 2010, atingindo nesse anos o seu valor máximo (cerca de 91,6%). No ano de 2011, apesar de se verificar uma diminuição do rácio para os 87,5% continua a apresentar um valor bastante aceitável. Importa destacar ainda que a melhoria do rácio ao longo do período se deve fundamentalmente à diminuição das dívidas da empresa, embora que no ano de 2011 a dívida remunerada não corrente tenha aumentado 339% em relação a 2010.

No que respeita à autonomia financeira, este rácio, e a par do rácio de solvabilidade total também melhorou ao longo de todo o período em análise, à excepção do ano de 2011. Situando-se nos 40% em 2005, foi sofrendo melhorias consecutivas até ao ano de 2010 (atingindo os 47,8%), tendo diminuído no ano de 2011 para os 46,7%. É por isso importante destacar que a empresa apesar de não estar excessivamente dependente de capitais alheios, tem melhorado a sua situação ao longo do período em análise (com excepção ao ano de 2011), devendo-se isto portanto, e como já foi escrito acima, à diminuição das suas dívidas.

Importa relembrar por fim que a soma do rácio de autonomia financeira com o rácio de dependência financeira nos dá 1, ou seja, 100% do capital, já que um nos indica a percentagem de capital próprio da empresa, enquanto outro nos indica a percentagem de capital alheio da mesma. Significando isto que o aumento de um se irá traduzir numa diminuição de outro, e vice-versa.

Analisando agora os principais rácios de rendibilidade (rendibilidade do activo, rendibilidade das vendas e rendibilidade do capital próprio) é de destacar, e como seria de esperar estes sofreram uma grande queda nos dois anos que sucederam à crise (2008 e 2009), assistindo-se a partir daí a uma melhoria dos mesmos (Tabela 34, anexo III).



No que diz respeito à rentabilidade do Capital Próprio (ROE) que nos indica a taxa de retorno do capital próprio investido pelo accionista, é de destacar que este cai dos 9,47% em 2007 para os 2,49% em 2008 e 2,05% em 2009. A partir daí assistiu-se a uma melhoria significativa do rácio, atingindo os 7,65% em 2008 e os 8,95% em 2009. De destacar que esta grande oscilação se deve essencialmente à quebra dos resultados líquidos nos dois anos que sucederam a crise, e à sua melhoria nos anos seguintes (2010 e 2011).

Já no que respeita à taxa de rentabilidade líquida do activo total (ROA), este tal como o ROE também diminuiu nos anos que sucederam a grande crise, passando dos 3,90% em 2007 para os 1,07% em 2008 e 0,97% em 2009, significando isto que nestes dois anos os activos da empresa geraram um retorno menor, tendo melhorado nos anos de 2010 e 2011 para os 3,66% e 4,18%, respectivamente. Destaco também para o facto destes resultados se deverem essencialmente à forte queda dos resultados líquidos nos anos de 2008 e 2009, tendo melhorado no ano seguinte.

Por último, e no que respeita à rentabilidade líquida das vendas (ROS), as quebras mantiveram-se nos anos de 2008 e 2009, passando de 5,12% em 2007 para 1,31% em 2008 e 1,23% em 2009. Concluindo-se com isto que nestes dois anos o retorno originado pelas vendas foi muito menor (também derivado à forte queda dos resultados líquidos). Nos anos seguintes também a melhoria já foi significativa, atingindo os 4,50% em 2010 e aumentando para 5,11% em 2011.

Conclui-se assim que, e através da análise evolutiva das rubricas mais importantes das demonstrações financeiras, dos rácios económico-financeiros e de rentabilidade, o impacto da crise na actividade da empresa, apesar da quebra nos resultados, foi moderada. O Balanço não se apresenta negativo, tendo a empresa começado a recuperar no ano de 2010 e seguindo em 2011 a mesma tendência. Demonstrando assim que a crise não causou danos irreversíveis, podendo continuar a merecer toda a confiança por parte dos accionistas.

#### **6.4.3.2. Avaliação**

No que respeita à avaliação desta empresa, segundo o método dos Cash Flows Descontados estima-se que o seu valor de mercado seja de 742,9 milhões de euros, sendo esta a quarta empresa mais valiosa das indústrias da Fileira (Tabela 36, Anexo IV).

Em termos de múltiplos, segundo o Múltiplo das Vendas o valor de mercado da empresa é superior ao valor resultante do método anterior, cerca de 990 milhões de euros. Já em termos de resultados do Múltiplo do EBITDA (580 milhões de euros), e já que este é

bastante inferior ao valor resultante do Múltiplo das Vendas, também aqui se nota que a empresa não está a conseguir traduzir as suas vendas em valor, tal como se verifica na Sonae Indústria (Tabela 36, Anexo IV).

Em termos de Capitalização Bolsista, a cotação média das acções foi de 1,14€, que multiplicado pelo número de acções emitidas nos dá um valor também bastante baixo, de cerca de 151,6 milhões de euros (Tabela 36, Anexo IV).

#### **6.4.4. Altri**

Foi constituída em Março de 2005 fruto de um processo de cisão, sendo neste momento uma empresa europeia de referência na produção de pasta de eucalipto e na gestão florestal, sendo que em termos de produção de pasta de eucalipto branqueada é uma das empresas mais eficientes da Europa.

Tem actualmente três fábricas de produção (Celbi, Caima e Celtejo), com uma capacidade anual de cerca de 900 mil toneladas. A sua actividade principal centra-se na gestão florestal, gerindo cerca de 84 mil hectares de floresta certificada. A prossecução da estratégia Industrial assenta na gestão florestal integrada, visando a optimização da floresta, garantindo por isso um aproveitamento integral de todos os seus componentes.

Entrou em bolsa em Março de 2005, a um preço de 0,55€ por acção, estando cotada na NYSE Euronxt Lisboa, integrando o seu índice de referência PSI 20 (Site Altri, 2012).

##### **6.4.4.1. Análise Económico-Financeira**

No que respeita ao volume de negócios, estes foram em 2011 de 472,3 milhões de euros (ainda assim um decréscimo de 4,54% em relação a 2010). Alargando agora a nossa análise, verificaram-se fortes subidas até 2007, tendo atingido os 403,6 milhões de euros. À Altri também a crise não foi alheia, visto em 2008 terem-se verificado quedas de 37,28%. Ainda assim, e ao contrário da Portucel Soporcel e da Corticeira Amorim, em termos de volume de negócios esta começou a recuperar da crise logo em 2009 (aumento de 7,74%), tendo ainda assim atingido o seu valor mais elevado de facturação em 2010, cerca de 494,8 milhões de euros (Tabela 37, anexo III).

Já no que diz respeito ao EBITDA, foi de 113,1 milhões de euros em 2011, registando uma queda de 29,6% em relação a 2010. Ainda assim, foi em 2008 que se verificou a maior queda do agregado, cerca de 33%, situando-se então nos 68,5 milhões de euros. No que diz respeito a quebras nos resultados, 2009 também não foi excepção,

registando-se uma nova quebra de 24,9%, compensadas em 2010 por um aumento extraordinário de 212% para os 160,8 milhões de euros (Tabela 37, anexo III).

O EBIT em 2011 foi de 60,9 milhões de euros (uma quebra de 44% em relação a 2010), tendo este resultado derivado da quebra do EBITDA, assim como pelo aumento das depreciações verificadas nesse ano. Ainda assim, como seria de esperar foi em 2009 que se verificou a maior queda do agregado (seguindo a tendência negativa de 2008) para os 12,6 milhões de euros. Mais uma vez nos é indicado 2010 como excelente para a empresa, aumentado 766% em relação a 2009 para os 109,1 milhões de euros (Tabela 37, anexo III).

Por fim, e no que se refere aos Resultados Líquidos, verifica-se em 2011 um lucro líquido de 22,6 milhões de euros. Ainda assim, muito aquém dos resultados do ano anterior, que foram de aproximadamente 62 milhões de euros. Importa destacar ainda a melhoria dos resultados melhora até 2007, (atingindo os 35,3 milhões de euros), sofrendo ainda assim em 2008 uma quebra nos resultados na ordem dos 86%. Já 2009 também foi um ano bastante complicado, chegando a apresentar resultados negativos de 11 milhões de euros (Tabela 37, anexo III).

Já no que diz respeito aos rácios económico-financeiros, verifica-se que a empresa pode ter aqui um sério problema. No que respeita ao rácio de solvabilidade total, o valor verificado em 2011 é bastante baixo e até preocupante (cerca de 14,3%), significando que a empresa deve reforçar os seus capitais próprios. Ainda assim este rácio tem vindo a melhorar desde 2009, não atingindo ainda assim os 33% (valor mais razoável) verificados em 2005 (Tabela 38, anexo III).

Já no que diz respeito aos rácios de autonomia e dependência financeira, também se verifica uma excessiva dependência de capitais alheios em 2011, cerca de 87,5%. Ainda assim este é o valor mais baixo desde 2006, tendo atingindo nesse ano um valor máximo de dependência de 94,9%.

Fazendo agora uma análise detalhada aos rácios de rendibilidade, e começando pelo ROE, verifica-se uma grande volatilidade do rácio ao longo do período, atingindo ainda assim em 2011 os 16,03%. (muito aquém da rendibilidade de 2010, cerca de 53,85%). Em 2006 e 2007 verificaram-se rendibilidades elevadas na ordem dos 27%, tendo caído em 2008 para os 5,46%. Já em 2009 a rendibilidade foi negativa, explicado pelo facto do resultado líquido também ter sido negativo (Tabela 39, anexo III).

No que se refere ao ROA, a rentabilidade verificada em 2011 é de 2%, uma queda em relação a 2010 (situava-se nos 5,21%). Ainda assim este rácio foi-se mantendo constante ao longo do período entre 2005 e 2007 na ordem dos 3%, tendo diminuído em 2008 para os 0,42%. Verificando-se ainda em 2009 uma rentabilidade negativa, mais uma vez causada pelos resultados negativos verificados nesse ano.

Por último, e no que respeita ao ROS, a rentabilidade em 2011 foi de 4,78% (verificou-se uma quebra acentuada em relação a 2010, tendo apresentado uma rentabilidade de 12,5% nesse ano). No período entre 2005 e 2007 a rentabilidade foi-se mantendo constante na ordem dos 8%, tendo caído em 2008 para os 1,86%. Como seria de esperar em 2009 a rentabilidade foi negativa, mais uma vez explicada pelos resultados líquidos negativos verificados nesse ano.

Conclui-se assim que em termos de resultados a crise afectou a empresa particularmente no ano de 2009, tendo nesse ano apresentado resultados líquidos negativos. Ainda assim 2010 foi muito positivo para a sua actividade, tendo os seus resultados aumentado de forma exponencial. Em 2011, apesar de um pequeno abrandamento do volume de negócios, continua com bons resultados. Já no que toca aos rácios económicos é aqui que a situação é mais preocupante, tendo a empresa pouca capacidade para cobrir os seus passivos, devendo por isso aumentar os seus capitais próprios. Outro problema verificado é a forte dependência de capitais alheios, devendo resolver o assunto através de um aumento dos activos. Já no que respeita aos rácios de rentabilidade, o ROA e o ROS apresentam valores demasiado baixos, enquanto o ROE já se apresenta bastante razoável. Posto isto, verifica-se que a crise teve um impacto forte, servindo 2010 como um grande ponto de viragem na situação, parecendo que esta finalmente se conseguiu estabelecer. Devendo ainda assim reforçar os seus capitais próprios, esta em 2011 já se encontra estabilizada do ponto de vista financeiro.

#### **6.4.4.2. Avaliação**

Por fim, em termos de avaliação, segundo o Método dos Cash Flows Descontados a Altri é em 2011 a terceira empresa mais valiosa das indústrias da Fileira, com um valor de mercado de 1,14 mil milhões de euros. Esta apresenta um valor de mercado bastante elevado tendo em conta a sua dimensão, em comparação com a Portucel Soporcel e a Sonae Indústria (Tabela 41, Anexo IV).

Passando agora para os múltiplos, o valor resultante destes é bastante mais baixo, avaliando o Múltiplo das Vendas a empresa em 767 milhões de euros, enquanto o Múltiplo do EBITDA a avalia em 794 milhões de euros (Tabela 41, Anexo IV).

Em termos de Capitalização Bolsista, esta em 2011 teve uma cotação média de 1,42€, que multiplicado pelo número de acções emitidas nos dá um valor de 291,3 milhões de euros (Tabela 41, Anexo IV).

### **6.5. Valor de Mercado do total das empresas cuja principal actividade se insere nas indústrias da Fileira**

Pelos cálculos efectuados, conseguimos chegar ao valor do VAB do total das 4 maiores empresas para o ano de 2011, assim como o seu peso no total da Fileira para o mesmo ano. Como se pode verificar na Tabela 21, anexo IV, e como já foi escrito acima, o VAB das quatro maiores empresas é de 1,153 mil milhões de euros, tendo estas um peso de 45,68% no VAB total da Fileira.

Assim, como já conseguimos calcular o valor de mercado destas quatro principais empresas, é importante salientar mais uma vez que vai ser considerado o método dos Cash Flows Descontados como é método base da nossa avaliação, pelo que os resultados que vão ser apresentados de seguida dizem respeito aos resultados obtidos nesse método, tendo utilizado os múltiplos das vendas e EBITDA para termos comparativos. Assim, pode-se verificar na Tabela 42, anexo IV, que no seu somatório as quatro empresas tem um valor de mercado de aproximadamente 5,86 mil milhões de euros, sendo a Portucel Soporcel a empresa mais valiosa.

Assim sendo, e tomando como pressuposto de que tudo se mantém constante, se estas empresas têm um valor de mercado de sensivelmente 5,86 mil milhões de euros, e se no seu conjunto estas empresas representam 45,68% do VAB total da Fileira.

Então o valor de mercado do total das empresas cuja principal actividade se insere nas indústrias da Fileira Florestal (ou seja, os 100% das empresas que compõem o VAB da Fileira) tem um valor de mercado de sensivelmente 12,82 mil milhões de euros.

Note-se que o valor total das externalidades apurado na página 27 (actualizado para o ano 2011), é de apenas 154,4 milhões de euros, cerca de 1% do valor económico acima estimado. Mostrando com isto a pouca valorização que se dá às suas externalidades.

## **7. Conclusões**

### **7.1. Conclusões Gerais**

A floresta nacional tem um grande potencial a nível nacional, ocupando cerca de 39% do território nacional (pelo que predomina o Pinheiro Bravo, o Eucalipto, o Sobreiro e a Azinheira). No que se refere ao VAB e ao Volume de Negócios da Fileira, tem-se verificado uma pequena diminuição motivada pela grande crise económica de 2008 que levou à estagnação de algumas das maiores economias mundiais. Ainda assim, a Indústria da Madeira e da Cortiça é a que maior peso tem no VAB da Indústria.

No que diz respeito à Balança Comercial da Fileira, esta tem sido bastante vantajosa para Portugal, atingindo em 2010 um saldo positivo de 1,69 mil milhões de euros, representando nesse ano 6,8% das exportações totais nacionais de bens e 3% das importações nacionais de bens, sendo a Indústria do Pasta, do Papel e do Cartão a que maior peso tem nas exportações, exportando em 2008 cerca de 60,9% da produção, mostrando por isso o porque de ser um sector essencialmente voltado para o exterior. Não sendo por isso de estranhar Portugal ter três empresas nas 100 maiores do mundo do sector (Sonae Indústria, Portucel Soporcel e Corticeira Amorim).

Também desempenha um importante papel a nível social, empregando directamente em 2008 cerca de 103 mil pessoas, sendo a Indústria da Madeira e da Cortiça a que mais pessoas emprega, cerca de 49.000. As remunerações em 2008 foram de 1,32 mil milhões de euros, pelo que em termos individuais são os trabalhadores da Indústria da Pasta do Papel e do Cartão que auferem de salários mais elevados.

Ainda no que respeita às empresas cuja actividade principal se centra nas indústrias da Fileira, em 2009 havia cerca de 13.199 empresas com actividade activa, um número que tem vindo a diminuir desde o ano 2005. Também a dimensão média das mesmas tem vindo a diminuir, situando-se em 2009 nos 6,4 trabalhadores.

O valor do investimento em I&D em 2009 foi de 16,22 milhões de euros, sendo a Indústria da Madeira e da Cortiça a que mais investe na área. Pelo que em termos de investimento em I&D a Fileira Florestal teve um peso de 3,9% no total dos sectores da Indústria Transformadora.

Já no que diz respeito às Políticas Públicas, no período 2000-2010 foram investidos 1,65 mil milhões de euros, pelo que a maior parte desse valor advém do programa de ajudas

PRIME. Olhando para as indústrias da Fileira, a Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão foi a mais beneficiada.

Existe também um sem número de externalidades positivas ligadas às florestas que desempenham um papel bastante importante, nomeadamente na protecção do solo agrícola, protecção dos recursos hídricos, conservação da paisagem e da biodiversidade florestal, melhoria do microclima local, melhoria da qualidade do ar, manutenção da biodiversidade e capacidade de suporte da fauna terrestre. Apesar de não terem um valor de mercado estipulado, a suas funções são de extrema importância. Existe ainda o caso do carbono, considerando-se que em 2009 a floresta se considera um sumidouro líquido de carbono, pelo que fez desaparecer cerca de 4.680 Gg de CO<sub>2</sub> da atmosfera, o equivalente a 76,3 milhões de euros.

Já no que respeita às quatro principais empresas com actividade centrada nas indústrias da Fileira, verificou-se que a Portucel Soporcel, a Corticeira Amorim e a Altri encontram-se numa situação bastante sólida do ponto de vista económico-financeiro, tendo conseguido recuperarem da crise sem que esta lhes tenha causado danos irreversíveis para a sua actividade. Já a Sonae Indústria, encontra-se numa situação mais delicada do ponto de vista económico-financeiro, e apesar das grandes reestruturações que tem sido feitas na empresa, esta tem vindo a acumular prejuízos desde 2008.

Em termos de valor de mercado, a Portucel Soporcel é a empresa mais valiosa (cerca de 2,7 mil milhões de euros), seguindo-se pela Sonae Indústria (1,27 mil milhões de euros), Altri (1,14 mil milhões de euros) e por último a Corticeira Amorim, avaliada em cerca de 743 milhões de euros.

Já no que se refere ao valor de mercado total das empresas cuja actividade assenta nas indústrias da Fileira, estima-se que atinja os 12,82 mil milhões de euros.

## **7.2. Limitações ao Estudo**

A principal limitação deparada neste trabalho prende-se com a escassez de dados actualizados em relação ao sector, sendo que na maioria dos casos os últimos dados disponíveis datam de 2009, pelo que se fossem disponibilizados dados mais recentes poderiam ser retiradas conclusões mais actualizadas, ou até mais realistas em relação ao estado actual do mesmo.

Outra limitação prende-se na falta de estudos acerca da Fileira, ou mais concretamente, estudos sobre as empresas cuja actividade principal se centra nas indústrias desta, pelo que me foi completamente impossível comparar os resultados obtidos.

Outra das grandes limitações encontradas prende-se no facto de não existir nenhuma empresa de referência na indústria do Imobiliário, pelo que não foi possível encontrar dados financeiros de nenhuma delas, para que me fosse possível avaliar o seu valor me mercado.

O facto de não existir apenas um único método de avaliação de empresas também constitui uma limitação, por existir a dúvida acerca do método mais adequado a utilizar a cada caso, de modo a diminuir a subjectividade.

### **7.3. Linhas de Investigação Futuras**

Ficou por aprofundar neste trabalho a questão do CO<sub>2</sub>, pelo que se deve analisar mais detalhadamente os benefícios do uso da floresta como instrumento de combate ao aquecimento global.

Outro tema que seria importante abordar é o caso das empresas do PSI20, pelo que seria bastante pertinente agrupá-las por cada um dos seus ramos de actividade (construção, telecomunicações, banca, etc), de forma a comparar se o impacto da crise de 2008 nestes sectores foi maior ou menor que no ramo florestal.



## 8. Bibliografia

A, Mendes, The Portuguese Forests, Country Lever Report delivered to the EFFE Project – Evaluating Financing on Forestry in Europe (2004).

AFN, 2010. Relatório de Áreas Ardidas e Ocorrências em 2009 – Relatório, Autoridade Florestal Nacional, Lisboa, Portugal.

AFN, 2010. Relatório Final do 5.º Inventário Florestal Nacional (IFN5), Autoridade Florestal Nacional, Lisboa, Portugal.

AIFF, Relatório de caracterização da Fileira florestal, aditamento (2010).

Altri. Relatório e Contas de 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011.

Associação para a Competitividade da Indústria da Fileira Florestal (2010), “Relatório de caracterização da indústria da Fileira Florestal 2010”.

Associação Portuguesa de Cortiça (APCOR). Anuário 2009.

Associação da Indústria Papeleira (Celpa), Anuário 2009.

Corticeira Amorim. Relatório e Contas de 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011.

Damodaran, A. (2005). The value of control: Implications for control premia, minority discounts and voting share differentials [Working Paper]. Stern School of Business, New York.

Demarzo, J. B. (2007). Corporate Finance - The Core. Pearson International Edition.

Devy-Vareta, Nicole (1985), “Para uma geografia histórica da floresta portuguesa. As matas medievais e a “coutada velha” do rei”, Revista da Faculdade de Letras, Geografia, Volume I, Porto.

Direcção Nacional das Fileiras Florestais (2010), “Observatório para as Fileiras Florestais - Relatório de Síntese”, Ministério da Agricultura, do Desenvolvimento Rural e das Pescas e Autoridade Florestal Nacional.

Dores, Vanda, Sarmiento, Elsa de Morais e Oliveira, Elsa (2011), “Evolução recente da Fileira Florestal: Parte I”, Boletim Mensal de Economia Portuguesa, Ministério do Emprego e Ministério das Finanças, Dezembro de 2011

Eurostat, Base de Dados

Fama, E. F. (1990). Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. American Finance Association.

Fernández, P. (2007a). Company valuation methods: The most common errors in valuation [Working Paper N° 449]. IESE Business School, Madrid.

Fernández, P. (2007b). Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories. Managerial Finance.

Fernández, P. (2008a). Equivalence of ten different methods for valuing companies by cash flow discounting [Working Paper]. IESE Business School, Madrid.

Fernandez, P. (2008b). Cash flow is a fact. Net income is just an option (Working Paper). IESE Business Scholl, Madrid.

GEE/GPEARI, 2010. Boletim Mensal de Economia Portuguesa N° 1| Janeiro 2010. Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia, da Inovação e do Desenvolvimento, e Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças e da Administração Pública.

GEE/GPEARI, 2010. Boletim Mensal de Economia Portuguesa N° 6| 2010. Ensaio: Evolução da Balança Comercial Portuguesa dos Produtos da Fileira Florestal (2005-2009). Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia, da Inovação e do Desenvolvimento, e Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais do Ministério das Finanças e da Administração Pública, Lisboa, Portugal.

INE, 2008. Sistema de Contas Integrado das Empresas, Instituto Nacional de Estatística, Lisboa, Portugal.

INE, 2009. Empresas em Portugal 2009. Instituto Nacional de Estatística, Lisboa, Portugal.

INE, 2010. Contas Económicas da Silvicultura – Base 2006 (1986-2008), Instituto Nacional de Estatística, Lisboa, Portugal.

INE, 2010. Estatística do Comércio Internacional para a Fileira Florestal, Instituto Nacional de Estatística, Lisboa, Portugal.

Jensen, Michael C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers"

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). Valuation: Measuring and managing the value of companies (5.<sup>a</sup> ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.

Neves, J. C. (2002). Avaliação de empresas e negócios. McGraw-Hill.

Pestana Migue Isabel Tinoco (2009), “A Indústria e o Comércio da Cortiça em Portugal Durante o Século XX”, Silva Lusitana Vol. 17(1).

PricewaterhouseCoopers LLP, 2010. Global Forest, Paper & Packaging Industry Survey 2010 Edition – Survey of 2009 Results.

Portucel Soporcel. Relatório e Contas de 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011.

PRIME - Programa de Incentivos à Modernização da Economia (2008), “Relatório de Execução 2007 do Programa de Incentivos à Modernização da Economia”, Gabinete de Gestão do PRIME.

PRODER - Programa de Desenvolvimento Regional (2010), “Relatório Intercalar 1º Semestre 2010” (actualizado a 27 de Outubro de 2010).

QREN - Quadro de Referência Estratégico Nacional (2008), “Programa Operacional Factores de Competitividade”, Junho de 2008.

Reynolds, K. M., M. Twery, M. J. Lexer, H. Vacik, D. Ray, G. Shao e Jose G. Borges (2008), Decision support systems in natural resource management, em F. Burstein e C. Holsapple (eds.) Handbook on Decision Support Systems, Springer, International Handbooks on Information Systems Series, Handbook on Decision Support System

Sonae Indústria. Relatório e Contas de 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011.

TOMÉ, M., BARREIRO, S., CORTIÇADA, A., PAULO, J.A., MEYER, A., RAMOS, T., 2007a. Inventário florestal 2005-2006. Áreas, volumes e biomassas dos povoamentos florestais. Resultados Nacionais e por NUT's II e III. Publicações GIMREF - RT 5/2007. Centro de Estudos Florestais - Instituto Superior de Agronomia - Universidade Técnica de Lisboa. Relatório

# Anexos

## Anexo I (informação relacionada com o Capítulo 3)

**Tabela 1. VAB e produção da Silvicultura (Milhões de Euros)**

Indicadores	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009p
VAB (preços correntes)	862,7	719,3	758,2	716,8	708,6	666,0	685,4	677,4	677,9	620,9
Produção Silvicultura	1.136,0	949,7	975,6	928,4	911,5	895,4	917,7	958,3	948,8	888,9

Fonte: INE (Anuário Estatístico 2010) - Contas Económicas da Silvicultura

**Tabela 2. Produção e bens silvícolas (Milhões de Euros)**

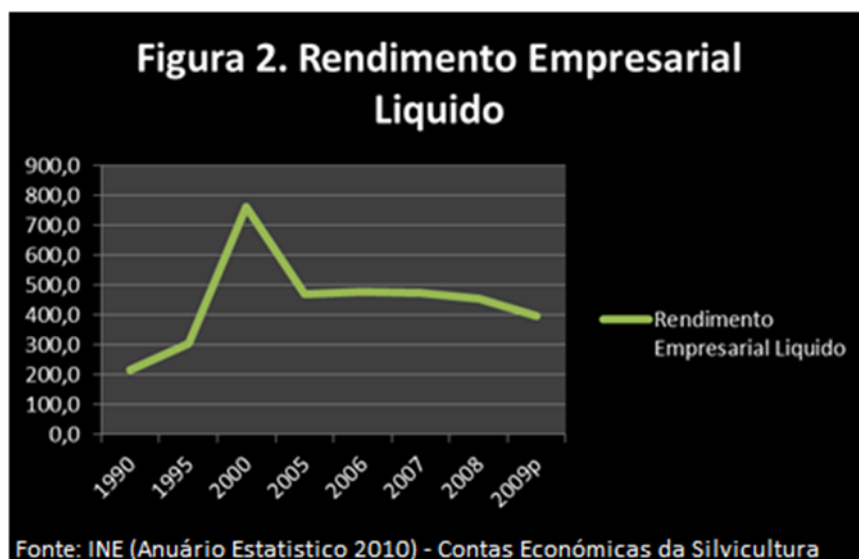
Produção de bens silvícolas	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009p
Madeira de Resinosas para fins industriais	193,0	167,9	124,8	125,5	163,7	141,7	144,7	138,7	120,0	11,5
Madeira de Folhosas para fins industriais	166,8	148,4	154,3	172,7	179,2	166,1	159,4	173,5	193,9	176,9
Cortiça	395,4	360,3	319,9	297,5	255,9	200,5	223,1	210,0	195,5	171,8

Fonte: INE (Anuário Estatístico 2010) - Contas Económicas da Silvicultura

**Tabela 3. Taxa de Incorporação de Inputs/unidade de produção (milhões de euros)**

Indicadores	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009p
Consumos Intermediários	273,3	230,4	217,4	211,6	202,9	229,4	232,3	280,9	270,9	268,0
Produção Silvícola	1.136,0	949,7	975,6	928,4	911,5	895,4	917,7	958,3	948,2	888,9
Consumos Intermediários/Produção	24,1%	24,3%	22,3%	22,8%	22,3%	25,6%	25,3%	29,3%	28,6%	30,1%

Fonte: INE (Anuário Estatístico 2010) - Contas Económicas da Silvicultura



## Anexo II (Informação relacionada com o Capítulo 4)

**Tabela 4. VAB e Volume de Negócios** (milhões de euros)

Indicadores	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*	2006*	2007*	2008*	2009*
VAB	2297	2132	2217	2145	2147	2207	2339	2445	2194	1763
Volume de Negócios	7544	7493	7601	7798	6361	6553	6821	8264	7796	6753

Fonte: INE/Inquérito anual às empresas Harmonizado \* 2000 a 2003; Sistema de Contas Integrado das empresas \* 2004 a 2009

\* Houve uma alteração metodológica a partir deste ano no SCIE, não sendo possível a comparação com os anos anteriores

**Tabela 5. Valor acrescentado bruto de cada subsector da fileira** (milhões de euros)

Indicadores	Preços correntes			% na fileira florestal		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Fileira Florestal	2.339	2.445	2.194			
Indústria da Madeira	932	1.012	893	39,8%	41,4%	40,7%
Indústria da Pasta, do Papel e do Cartão	835	840	705	35,7%	34,4%	32,1%
Indústria do Mobiliário	572	595	597	24,5%	24,3%	27,2%

Fonte: INE, Contas Nacionais Anuais Definitivas (Base 2006)

**Tabela 6. Formação Bruta de Capital Fixo** (milhões de euros)

Indicadores	2005	2006	2007	2008	2009
FBCF	327	381	370	791	131

Fonte: INE/ Sistema de Contas Integrados das empresas \* 2005 a 2009

**Tabela 7- Despesas em I&D pelo sector Empresas por subsector da Fileira Florestal** (milhares de euros)

Indicadores	2.001	2.003	2.005	2.007	2.008	2.009
Fileira Florestal	12.638	8.200	8.687	24.183	22.976	16.218
Industria da Madeira	3.025	3.718	3.664	11.634	10.482	8.570
Industria da Pasta, do Papel e do Cartão	8.870	2.866	2.573	3.982	7.513	2.986
Industria do Mobiliário	743	1.615	2.450	8.567	4.981	4.662
<b>Peso da Fileira no Investimento em I&amp;D na Industria Transformadora (%)</b>	7,9	5,4	4,1	7,2	5,1	3,9
<b>Peso da Fileira no total do investimento em I&amp;D nacional (%)</b>	3,8	2,4	1,9	2,4	1,8	1,2

Fonte: Ministério da Educação e da Ciência, Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais (GPEARl), Inquérito ao Potencial Científico e Tecnológico Nacional (IPCTN), Sumários Estatísticos de 2001, 2003, 2005, 2007, 2008 e 2009.

**Tabela 8. Programas de apoio ao investimento à Indústria da Fileira Florestal (2000-2010)**

	Projectos Aprovados nº	Invest. Total Aprovado milhares de euros	Investimento Privado	Proporção do Investimento aprovado no Inv. Total %
<b>Programa AGRO</b>	<b>n.d.</b>	<b>60.677</b>	<b>n.d.</b>	
Subfileira da Cortiça	23	48.514	n.d.	-
Subfileira da Madeira e Mobiliário	n.d.	12.163	n.d.	-
<b>PRIME</b>	<b>420</b>	<b>1.135.931</b>	<b>860.227</b>	
Subfileira da Pasta e Papel	58	568.525	452.485	79,6%
Subfileira da Cortiça	67	311.725	250.027	80,2%
Subfileira da Madeira e Mobiliário	295	255.681	157.715	61,7%
<b>QREN - compete Qualificação PME</b>	<b>312</b>	<b>451.577</b>	<b>227.277</b>	
Subfileira da Pasta e Papel	17	4.375	2.164	49,5%
Subfileira da Cortiça	28	4.210	2.290	54,4%
Subfileira da Madeira e Mobiliário	127	65.268	35.252	54,0%
<b>Inovação</b>				
Subfileira da Pasta e Papel	22	123.569	66.756	54,0%
Subfileira da Cortiça	6	79.511	38.386	48,3%
Subfileira da Madeira e Mobiliário	73	162.285	77.724	47,9%
<b>I&amp;D</b>				
Subfileira da Pasta e Papel	6	4.275	1.476	34,5%
Subfileira da Cortiça	28	6.804	2.605	38,3%
Subfileira da Madeira e Mobiliário	5	1.280	624	48,8%
<b>TOTAL</b>	<b>732</b>	<b>1.648.186</b>	<b>1.087.504</b>	

Fonte: Boletim Mensal de Economia Portuguesa nº1, Janeiro 2012

**Tabela 9. Balança Comercial (Preços Correntes, milhões de euros)**

Indicadores	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Total Nacional</b>						
Exportações	42.567	48.204	53.431	54.878	46.218	53.464
Exportações de Bens	31.024	34.939	38.012	38.408	31.505	37.018
Importações	55.774	60.971	65.687	70.777	58.645	65.840
Importações de bens	47.407	51.680	55.603	59.778	48.921	55.264
<b>Filiera Florestal</b>						
Exportações	2.647,2	3.308,0	3.529,0	3.463,0	2.935,9	3.636,0
Exportações Filiera Florestal/ Exportações Totais portuguesas (%)	6,2%	6,9%	6,6%	6,3%	6,4%	6,8%
Exportações Filiera Florestal/ Exportações de Bens (%)	8,5%	9,5%	9,3%	9,0%	9,3%	9,8%
Importações	1.666,4	1.746,4	1.960,1	1.941,3	1.644,3	1.946,0
Importações Filiera Florestal/ Importações Totais portuguesas (%)	3,0%	2,9%	3,0%	2,7%	2,8%	3,0%
Importações Filiera Florestal/ Importações de Bens (%)	3,5%	3,4%	3,5%	3,2%	3,4%	3,5%

Fonte: INE (Banco de Portugal)

**Tabela 10. Exportação de produtos da fileira florestal**

Indicadores	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
				% na fileira florestal			% na ind. Transformadora		
Exportações	3308	3529	3463				9,6	9,6	9,3
Madeira e Cortiça e suas obras (...)	1392	1470	1337	42,1	41,7	38,6	4,1	4	3,6
Papel e cartão e seus artigos	1509	1586	1615	45,6	44,9	46,6	4,4	4,3	4,3
Mobiliário	407	473	511	12,3	13,4	14,8	1,2	1,3	1,4

INE: Contas Nacionais Anuais Definitivas (base 2006)

**Tabela 11. Orientação exportadora dos Produtos da Fileira Florestal (%)**

Indicadores	2006	2007	2008
Fileira Florestal	44,5	45,2	45,9
Madeira e Cortiça e suas obras (...)	40,7	40,5	40,5
Papel e cartão e seus artigos	61	61,4	60,9
Mobiliário	26,5	29,7	32

INE: Contas Nacionais Anuais Definitivas (base 2006)

**Tabela 12. Ranking Global das Industrias florestais, de papel e de embalagem**

Empresa/Grupo	Posição no ranking das 100 maiores empresas a nível mundial	Posição no ranking das maiores empresas a nível europeu
Grupo Sonae Indústria, SGPS, S.A.	52	17
Grupo Portucel Suporcel	59	19
Grupo Corticeira Amorim SGPS, S.A.	99	31

Fonte: PricewaterhouseCoopers

**Tabela 13. Emprego, indivíduos (milhares)**

Indicadores	Preços Correntes			% na Ind.Transformadora			% no total nacional		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Emprego	110	107	103	12,8	12,6	12,4	2,2	2,1	2,0

Fonte: INE, Contas Nacionais Anuais Definitivas (Base 2006)

**Tabela 14. Emprego, Indivíduos por Subsector (milhares)**

Indicadores	Preços Correntes			% na Fileira Florestal		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Fileira Florestal	110	107	103			
Industria da Madeira	53	52	49	48	48,3	47,6
Indústria da Pasta, do papel e do cartão	13	13	12	11,8	11,8	11,7
Industria do Mobiliário	44	43	42	40,2	40	40,7

Fonte: INE, Contas Nacionais Anuais Definitivas (Base 2006)

**Tabela 15. Remunerações (milhões de euros)**

Indicadores	Preços Correntes			% na Ind.Transformadora			% no total nacional		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Remunerações	1.301	1.315	1.324	10,8	10,7	10,6	1,6	1,6	1,5

Fonte: INE, Contas Nacionais Anuais Definitivas (Base 2006)

**Tabela 16. Remunerações por indústria da fileira (milhões de euros)**

Indicadores	Preços Correntes			% na Fileira Florestal		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Fileira Florestal	1.301	1.315	1.324			
Industria da Madeira	563	572	565	43,3	43,5	42,7
Indústria da Pasta, do papel e do cartão	314	308	304	24,2	23,4	23
Industria do Mobiliário	424	435	455	32,6	33,1	34,4

Fonte: INE, Contas Nacionais Anuais Definitivas (Base 2006)

**Tabela 17. Remunerações médias individuais 2008 (euros)**

Indicadores	Emprego	Remunerações	Remuneração Média
Fileira Florestal	103.000	1.324.000.000	12.854
Industria da Madeira	49.000	565.000.000	11.531
Indústria da Pasta, do papel e do cartão	12.000	304.000.000	25.333
Industria do Mobiliário	42.000	455.000.000	10.833

Fonte: Própria



**Tabela 18. Variáveis das empresas da Fileira Florestal**

Indicadores	2005	2006	2007	2008	2009
Empresas (nº)	18130	17445	15283	14543	13199
Sociedades Co	236	241	315	316	277
Sociedades Di	288	168	150	641	369
Sociedades Co	0,8	1,4	2,1	0,5	0,8
Dimensão Mé	6,2	6,1	6,3	6,4	6,4

Fonte: INE, estatísticas das empresas

## Anexo III (informação relacionada com o Capítulo 5)

**Tabela 19. Numero de ocorrencias e área ardida (ha)**

Indicadores	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Incendios Florestais	8.802	6.889	6.492	5.309	5.020	8.179	3.455	3.566	2.557	5.776	3.970
Fogachos	25.307	20.073	20.000	20.886	16.950	27.519	16.466	15.166	11.275	20.563	18.056
Total Ocorrencias	34.109	26.962	26.492	26.195	21.970	35.698	19.921	18.732	13.832	26.339	22.026
Povoamentos	68.646	45.609	65.164	286.055	56.109	213.517	36.320	9.638	5.463	24.094	46.079
Matos	90.958	66.557	59.245	139.671	73.430	124.745	39.189	21.812	11.781	61.923	87.011
Área Ardida	159.604	112.166	124.409	425.726	129.539	338.262	75.509	31.450	17.244	86.017	133.090

Fonte: AFN (2010)

**Tabela 20. Balanço Líquido (Emissor/Sumidouro) da Floresta (Gg de CO2eq)**

Floresta	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Floresta que se mantém como floresta	-2.482	-3.732	-3.690	5.257	-1.644	3.793	-2.733	-3.532	-3.837	-12.131
Área convertida em floresta	-577	-577	-577	-577	-577	-577	-577	-577	-577	-2.683
Total	-3.059	-4.308	-4.266	4.680	-2.221	3.217	-3.310	-4.109	-4.414	-14.814

Fonte: APA - Agencia Portuguesa do Ambiente

## Anexo IV (informação relacionada com o Capítulo 6)

**Tabela 21. VAB observado e estimado das principais empresas da Fileira**

VAB	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Portucel Soporcel	382.095.708	422.655.310	438.972.911	347.463.399	321.208.162	531.325.189	549.319.425
Corticeira Amorim	142.790.000	137.462.000	147.325.000	148.114.000	130.640.000	156.693.000	165.117.000
Sonae Indústria	370.162.392	388.471.198	525.540.893	368.215.327	296.553.144	281.137.206	289.613.278
Altri	49.363.206	102.471.488	150.114.032	89.299.465	54.620.595	209.047.216	148.641.548

<b>Total</b>	<b>944.411.306</b>	<b>1.051.059.996</b>	<b>1.261.952.836</b>	<b>953.092.191</b>	<b>803.021.901</b>	<b>1.178.202.611</b>	<b>1.152.691.251</b>
--------------	--------------------	----------------------	----------------------	--------------------	--------------------	----------------------	----------------------

	2005	2006	2007	2008	2009	expectavel	expectavel
Fileira	2.707.000.000	2.265.000.000	2.331.630.000	2.009.050.000	1.763.260.000 €	2.579.252.651	2.523.404.665
% Fileira	34,89%	46,40%	54,12%	47,44%	45,54%	45,68%	45,68%

Medium 45,68%

% total empresas	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Portucel Soporcel	40,46%	40,21%	34,79%	36,46%	40,00%	45,10%	47,66%
Corticeira Amorim	15,12%	13,08%	11,67%	15,54%	16,27%	13,30%	14,32%
Sonae Indústria	39,20%	36,96%	41,65%	38,63%	36,93%	23,86%	25,12%
Altri	5,23%	9,75%	11,90%	9,37%	6,80%	17,74%	12,90%

Fonte: Fonte própria, com base nos relatórios e contas de 2011 das empresas em análise

<b>Tabela 22. Demonstrações de Resultados 2005-2011 Portucel</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Réditos</b>							
Vendas	1.013.202.633	1.072.897.492	1.136.968.629	1.127.082.866	1.091.194.393	1.381.917.937	1.484.263.944
Prestações de serviços	15.883.515	7.761.773	10.425.877	4.853.193	4.114.681	3.537.751	3.620.349
Outros rendimentos e ganhos operacionais							
Ganhos na alienação de activos não correntes	0	9.225.375	2.791.878	3.747.541	2.984.343	3.194.781	75.040
Outros proveitos operacionais	22.358.961	14.277.917	17.860.114	22.524.286	31.757.249	19.664.346	21.407.642
Varição de justo valor nos activos biológicos	2.213.597	-12.943.423	-370.699	-97.703	-4.537.080	-7.787.354	266.690
<b>Gastos e perdas</b>							
Inventários consumidos e vendidos	-351.121.723	-357.839.803	-420.014.970	-502.675.973	-485.155.693	-517.223.456	-580.268.510
Varição da produção	-3.384.371	-1.436.050	2.581.552	27.590.110	1.347.874	-5.635.463	-38.752.817
Materiais e serviços consumidos	-295.868.717	-300.164.152	-288.406.625	-281.796.687	-288.945.219	-336.907.043	-358.296.358
Gastos com o pessoal	-115.954.991	-107.850.396	-113.843.258	-112.046.428	-114.743.918	-127.020.239	-133.713.092
Outros gastos e perdas	-20.385.873	-11.409.746	-7.251.559	-17.462.399	-15.856.762	-13.574.714	-13.529.807
Provisões líquidas	-1.498.515	-26.046.991	-9.945.621	-13.539.786	21.464.011	-1.165.032	5.610.786
<b>Cash Flow operacional corrente (EBITDA corrente)</b>	<b>265.444.516</b>	<b>286.471.996</b>	<b>330.795.318</b>	<b>258.179.020</b>	<b>243.623.879</b>	<b>399.001.514</b>	<b>390.683.867</b>
Depreciações	-132.180.822	-77.160.562	-70.472.286	-77.047.683	-111.544.032	-121.184.784	-124.527.404
<b>Resultados Operacionais Correntes (EBIT corrente)</b>	<b>133.263.694</b>	<b>209.311.434</b>	<b>260.323.032</b>	<b>181.131.337</b>	<b>132.079.847</b>	<b>277.816.730</b>	<b>266.156.463</b>
Resultados apropriados de associados e emp.	-124.182	0	0	0	0	0	593.751
Resultados financeiros	-47.438.571	-26.456.536	-27.541.005	-19.635.390	-7.545.480	-20.079.417	-16.346.454
<b>Resultados Antes de Impostos (RAI)</b>	<b>85.700.941</b>	<b>182.854.898</b>	<b>232.782.027</b>	<b>161.495.947</b>	<b>124.534.367</b>	<b>257.737.313</b>	<b>250.403.760</b>
Impostos sobre os resultados	-22.415.418	-58.184.078	-78.810.964	-30.422.793	-19.461.901	-47.157.088	-54.057.904
<b>Resultados após impostos</b>	<b>63.285.523</b>	<b>124.670.820</b>	<b>153.971.063</b>	<b>131.073.154</b>	<b>105.072.466</b>	<b>210.580.225</b>	<b>196.345.856</b>
Interesses que não controlam	5.737	-18.288	-19.001	1.069	7.094	7.855	-14.467
<b>Resultado Líquido atribuível aos accionistas</b>	<b>63.291.260</b>	<b>124.652.532</b>	<b>153.952.062</b>	<b>131.074.223</b>	<b>105.079.560</b>	<b>210.588.080</b>	<b>196.331.389</b>
<b>Resultado por acção - básico e diluído (euros por acção)</b>	<b>0,082</b>	<b>0,162</b>	<b>0,201</b>	<b>0,171</b>	<b>0,140</b>	<b>0,280</b>	<b>0,26</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa

<b>Tabela 23. Rácios financeiros Portucel</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Solvabilidade total = CP/PASSIVO</b>	0,864	0,961	0,917	1,034	0,984	0,956	1,101
<b>Autonomia financeira = CP/ACTIVO</b>	0,463	0,490	0,478	0,508	0,496	0,489	0,524
<b>Dependência financeira = PASSIVO/ACTIVO</b>	0,537	0,510	0,522	0,492	0,504	0,511	0,476

Fonte: Própria

<b>Tabela 24. Rácios económicos Portucel</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Rendibilidade do capital próprio = RL/CP</b>	6,13%	11,09%	13,09%	10,52%	8,27%	16,16%	13,28%
<b>Rendibilidade líquida do activo total = RL/ACTIVO</b>	2,84%	5,44%	6,26%	5,35%	4,10%	7,90%	6,96%
<b>Rendibilidade líquida das vendas = RL/VENDAS</b>	6,25%	11,62%	13,54%	11,63%	9,63%	15,24%	13,23%

Fonte: Própria

<b>Tabela 25. Balanço Consolidado 2005-2011 Portucel</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Milhares de euros							
<b>Activo</b>							
Goodwill	376.756.384	376.756.384	376.756.384	376.756.384	376.756.384	376.756.384	376.756.384
Outros activos intangíveis	13.243.277	2.205.057	1.419.321	4.601.021	2.341.138	94.486	2.776.759
Activos fixos tangíveis	1.153.312.405	1.087.129.953	1.053.232.076	1.220.047.686	1.626.391.468	1.604.129.728	1.529.709.225
Activos biológicos	136.238.875	123.295.452	122.924.753	122.827.050	118.289.970	110.502.616	110.769.306
Activos financeiros disponíveis para venda	357.526	516.307	130.074	130.074	130.074	126.074	126.031
Investimentos em associadas	0	0	0	0	0	516.173	1.778.657
Activos por impostos diferidos	63.739.216	42.146.310	23.526.190	17.486.496	17.762.957	22.963.945	46.271.758
<b>Activos Não Correntes</b>	<b>1.743.647.683</b>	<b>1.632.049.463</b>	<b>1.577.988.798</b>	<b>1.741.848.711</b>	<b>2.141.671.991</b>	<b>2.115.089.406</b>	<b>2.068.188.120</b>
Inventários	131.112.525	117.555.865	141.834.846	240.317.883	147.268.818	172.899.681	188.690.926
Valores a receber correntes	226.498.001	249.540.631	318.463.062	199.553.225	168.190.561	212.839.536	242.257.094
Estado e outros entes públicos	36.132.119	24.682.793	35.210.898	47.069.862	51.477.448	32.228.030	54.684.123
Caixa e Equivalentes	89.521.261	268.898.911	385.164.849	222.548.686	52.549.252	133.958.910	267.431.715
<b>Activos Correntes</b>	<b>483.263.906</b>	<b>660.678.200</b>	<b>880.673.655</b>	<b>709.489.656</b>	<b>419.486.079</b>	<b>551.926.157</b>	<b>753.063.858</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>2.226.911.589</b>	<b>2.292.727.663</b>	<b>2.458.662.453</b>	<b>2.451.338.367</b>	<b>2.561.158.070</b>	<b>2.667.015.563</b>	<b>2.821.251.978</b>
<b>Capitais Próprios</b>							
Capital Social	767.500.000	767.500.000	767.500.000	767.500.000	767.500.000	767.500.000	767.500.000
Acções Próprias	-53.679	-53.679	-53.679	-24.431.056	-26.787.706	-26.787.706	-42.154.975
Reserva ao justo valor	-1.506.493	5.486.474	7.755.024	5.244.545	-1.456.243	78.040	-523.244
Reserva legal	67.602.274	76.185.581	80.732.063	89.928.852	42.330.224	110.055.845	57.546.582
Reservas de conversão cambial	-77.735	42.634	37.234	261.006	241.567	881.575	-485.916
Resultados líquidos de exercícios anteriores	135.028.647	149.616.532	166.084.377	276.449.376	383.418.964	304.020.378	499.721.012
Resultado líquido exercício	63.291.261	124.652.532	153.952.062	131.074.223	105.079.560	210.588.080	196.331.389
<b>Capital e reservas</b>	<b>1.031.784.275</b>	<b>1.123.430.074</b>	<b>1.176.007.081</b>	<b>1.246.026.946</b>	<b>1.270.326.366</b>	<b>1.303.286.212</b>	<b>1.477.934.848</b>
Interesses não controlados	170.796	181.774	237.401	231.358	230.003	216.755	220.660
<b>Total dos Capitais Próprios</b>	<b>1.031.955.071</b>	<b>1.123.611.848</b>	<b>1.176.244.482</b>	<b>1.246.258.304</b>	<b>1.270.556.369</b>	<b>1.303.502.967</b>	<b>1.478.155.508</b>
<b>Passivos</b>							
Passivos por impostos diferidos	88.003.675	108.226.509	113.214.050	126.837.529	138.441.365	164.998.958	193.236.695
Obrigações com pensões de reforma	36.464.019	34.047.599	16.309.132	24.500.548	19.518.247	13.713.756	16.682.785
Provisões	1.954.010	27.989.053	37.934.675	45.624.461	24.160.450	25.213.377	19.602.592
Passivos remunerados	747.419.828	738.494.880	692.012.410	686.887.139	420.985.054	729.696.907	566.813.031
Outros passivos	32.675.200	21.651.505	20.602.369	17.522.406	28.076.744	24.471.153	18.109.324
<b>Passivos Não Correntes</b>	<b>906.516.732</b>	<b>930.409.546</b>	<b>880.072.636</b>	<b>901.372.083</b>	<b>631.181.860</b>	<b>958.094.151</b>	<b>814.444.427</b>
Passivos remunerados	78.239.599	10.463.576	60.856.190	16.094.889	331.311.677	91.250.000	164.085.292
Valores a pagar correntes	182.463.641	187.858.771	259.882.310	248.701.554	272.530.233	264.839.433	284.893.379
Estado e outros entes públicos	27.736.546	40.383.922	81.606.835	38.911.537	55.577.931	49.329.012	79.673.372
<b>Passivos Correntes</b>	<b>288.439.786</b>	<b>238.706.269</b>	<b>402.345.335</b>	<b>303.707.980</b>	<b>659.419.841</b>	<b>405.418.445</b>	<b>528.652.043</b>
<b>Total do Passivo e Capitais Próprios</b>	<b>2.226.911.589</b>	<b>2.292.727.663</b>	<b>2.458.662.453</b>	<b>2.451.338.367</b>	<b>2.561.158.070</b>	<b>2.667.015.563</b>	<b>2.821.251.978</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa

Tabela 26. Modelo de Avaliação Portucel

2011	
RO-Imposto	195.625.000 €
Amortizações	124.527.404 €
Provisões	0 €
Necessidades Fundo Manco	0 €
Investimentos em Activo Fixo	125.150.041 €
<b>Free Cash Flow</b>	<b>195.002.363 €</b>
Activo sem Risco	5,2%
Prémio de Risco	9,0%
Beta	0,89
<b>Ke</b>	<b>13,21%</b>
Euribor 3m	2,0%
Spread	4,50%
<b>Kd</b>	<b>6,5%</b>
Ke	13,21%
Kd (1-t)	4,55%
E/ (D+E)	66,9%
D/ (D+E)	33,1%
<b>WACC</b>	<b>10,34%</b>
Inflação	2,40%
Crescimento em Perpetuidade	0,50%
<b>g</b>	<b>2,9%</b>
FCF <sub>2011</sub>	195.002.363 €
FCF <sub>2011</sub> (1+g)	200.680.832 €
WACC	10,34%
<b>Valor da empresa</b>	<b>2.699.968.484 €</b>

Fonte: Própria

Múltiplo das Vendas			
Multiplicador	1,7	2	2,3
	2.529.403.298	2.975.768.586	3.422.133.874

Múltiplo do EBITDA			
Multiplicador	7	8	9
	2.734.787.069	3.125.470.936	3.516.154.803

Capitalização Bolsista	
Cotação Média	2,15 €
Numero Acções	767.500.000
Cap. Bolsista	1.650.125.000,00 €

Tabela 27. Demonstrações de Resultados 2005-2011 Sonae Indústria	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Proveitos operacionais</b>							
Vendas	1.459.552.013	1.692.333.903	2.056.119.499	1.761.563.732	1.277.806.148	1.287.002.692	1.360.915.603
Prestações de serviços	5.468.193	6.981.465	10.165.769	7.489.459	5.077.086	5.554.084	3.393.767
Diferenças de consolidação negativas	0	19.565.777	685.753	0	0	0	0
Outros proveitos operacionais	64.041.058	119.474.376	128.937.845	114.340.432	161.786.116	65.983.460	67.301.302
<b>Custos operacionais</b>							
Custo das vendas	702.113.592	847.678.904	1.016.305.254	929.577.834	613.183.007	643.759.219	713.162.702
Varição da produção	-4.653.806	-7.873.782	-17.237.755	25.793.943	24.670.071	1.357.597	-3.194.610
Fornecimentos e serviços externos	392.744.222	463.165.266	524.439.121	471.260.030	373.147.083	367.660.351	361.533.390
Gastos com o pessoal	206.049.227	244.471.593	290.460.537	278.376.483	269.995.432	242.669.402	223.449.642
Provisões e perdas por imparidade	801.737	35.088.175	32.970.366	55.580.961	30.540.776	18.765.069	17.900.177
Outros custos operacionais	21.793.187	27.795.419	27.131.640	22.923.254	13.710.153	14.878.919	42.644.771
<b>Resultados operacionais (EBITDA)</b>	<b>210.213.105</b>	<b>208.464.169</b>	<b>321.153.950</b>	<b>99.881.118</b>	<b>119.422.828</b>	<b>69.449.679</b>	<b>76.114.600</b>
Amortizações e depreciações	-101.827.792	-107.971.033	-116.805.491	-123.035.231	-121.312.007	-95.349.205	-83.931.199
<b>EBIT</b>	<b>108.385.313</b>	<b>100.493.136</b>	<b>204.348.459</b>	<b>-23.154.113</b>	<b>-1.889.179</b>	<b>-25.899.526</b>	<b>-7.816.599</b>
Resultados financeiros	31.836.538	51.525.288	60.585.335	86.618.544	68.873.743	51.593.962	31.899.353
Gastos financeiros	75.961.611	119.302.883	141.126.430	164.591.858	122.976.540	98.653.963	82.273.537
Resultados relativos a empresas associadas	133.356	-5.205	127.321	127.642	-64.597	-101.683	-20.728
Resultados relativos a investimentos	-141.358	72.557	82.274	57.794	98.700	57.810	5.271
<b>Resultado antes de impostos (RAI)</b>	<b>64.252.238</b>	<b>32.782.893</b>	<b>124.016.959</b>	<b>-100.941.991</b>	<b>-55.957.873</b>	<b>-73.003.400</b>	<b>-58.206.240</b>
Imposto sobre o rendimento	27.820.544	18.702.317	35.272.535	2.934.767	3.692.143	2.414.926	307.730
<b>Resultado depois de impostos</b>	<b>36.431.694</b>	<b>14.080.576</b>	<b>88.744.424</b>	<b>-103.876.758</b>	<b>-59.650.016</b>	<b>-75.418.326</b>	<b>-58.513.970</b>
Resultados de operações em descontinuação após impostos							
<b>Resultado Líquido do exercício</b>	<b>36.431.694</b>	<b>14.080.576</b>	<b>88.744.424</b>	<b>-103.876.758</b>	<b>-59.650.016</b>	<b>-75.418.326</b>	<b>-58.513.970</b>
<b>Atribuível a:</b>							
Accionistas da Empresa-Mãe	36.383.591	32.311.969	78.612.713	-108.447.796	-58.782.190	-74.434.785	-57.800.173
Interesses que não controlam	48.103	1.334.384	10.817.464	4.571.038	-867.826	-983.541	-713.797
<b>Resultados por acção</b> excluindo operações em descontinuação	<b>0,2599</b>	<b>0,2308</b>	<b>0,5615</b>	<b>-0,7746</b>	<b>-0,4199</b>	<b>-0,5317</b>	<b>-0,4129</b>
<b>Resultados por acção</b> das operações em descontinuação	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa

Tabela 28. Rácios financeiros Sonae Indústria	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Solvabilidade total = CP/PASSIVO</b>	0,415	0,341	0,409	0,264	0,284	0,252	0,197
<b>Autonomia financeira = CP/ACTIVO</b>	0,293	0,254	0,290	0,209	0,221	0,201	0,165
<b>Dependência financeira = PASSIVO/ACTIVO</b>	0,707	0,746	0,710	0,791	0,779	0,799	0,835

Fonte: Própria

<b>Tabela 29. Rácios económicos Sonae Industria</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Rendibilidade do capital próprio = RL/CP</b>	6,89%	2,57%	14,11%	-25,96%	-16,82%	-25,24%	-24,81%
<b>Rendibilidade líquida do activo total = RL/ACTIVO</b>	2,02%	0,65%	4,09%	-5,41%	-3,72%	-5,08%	-4,09%
<b>Rendibilidade líquida das vendas = RL/VENDAS</b>	2,50%	0,83%	4,32%	-5,90%	-4,67%	-5,86%	-4,30%

Fonte: Própria

<b>Tabela 30. Balanço Consolidado 2005-2011 Sonae Industria</b>							
Milhares de euros	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Activo</b>							
Activo Fixo Tangível	1.127.955.731	1.234.559.373	1.342.821.348	1.202.504.678	1.083.367.412	983.531.105	915.418.700
Diferenças de consolidação	44.492.181	51.105.176	100.086.856	103.811.638	92.175.949	93.999.204	92.620.183
Activo Intangível	896.245	510.166	10.836.148	12.490.658	12.446.257	10.119.422	8.576.779
Propriedades de investimento	8.985.512	8.410.688	8.270.032	8.114.976	6.665.733	1.401.731	1.357.473
Investimentos em associadas e empresas excluídas da consolidação	3.213.222	2.985.727	3.414.225	3.075.688	3.011.096	2.683.341	2.360.890
Investimentos disponíveis para venda	1.372.620	1.409.864	1.602.518	389.763	300.702	1.031.189	1.069.440
Activos por impostos diferidos	52.685.592	60.007.308	48.605.752	53.985.797	33.229.430	40.182.950	37.874.949
Outros activos não correntes	2.007.538	1.284.956	1.632.731	1.751.010	1.357.948	919.720	3.606.230
<b>Activos Não Correntes</b>	<b>1.241.608.641</b>	<b>1.360.273.258</b>	<b>1.517.269.610</b>	<b>1.386.124.208</b>	<b>1.232.554.527</b>	<b>1.133.868.662</b>	<b>1.062.884.644</b>
Existências	163.976.752	213.971.609	257.715.327	192.882.429	133.939.030	129.459.556	137.414.763
Clientes	239.891.538	290.208.628	260.140.025	199.825.603	163.348.206	159.041.460	158.400.706
Outras dívidas de terceiros	16.676.327	23.056.810	21.839.466	15.418.674	12.488.146	14.049.685	13.132.676
Estado e outros entes públicos	15.538.683	18.785.614	30.154.245	30.835.909	14.240.208	9.504.284	13.628.325
Outros activos correntes	4.973.080	55.603.220	14.778.315	27.529.412	11.487.023	11.663.953	21.664.946
Investimentos	3.041.265	4.769.781	0	0	0	0	0
Caixa e equivalentes de caixa	116.842.604	189.289.129	65.883.548	65.750.257	34.328.941	26.915.003	23.570.163
<b>Activos Correntes</b>	<b>560.940.249</b>	<b>795.684.791</b>	<b>650.510.926</b>	<b>532.242.284</b>	<b>369.831.554</b>	<b>350.633.941</b>	<b>367.811.579</b>
Activos não correntes classificados como detidos para venda	0	0	0	0	0	1.092.209	911.164
<b>Total do Activo</b>	<b>1.802.548.891</b>	<b>2.155.958.050</b>	<b>2.167.780.537</b>	<b>1.918.366.493</b>	<b>1.602.386.082</b>	<b>1.485.594.813</b>	<b>1.431.607.388</b>
<b>Capitais Próprios</b>							
Capital social	700.000.000	700.000.000	700.000.000	700.000.000	700.000.000	700.000.000	700.000.000
Reservas Legais	0	59.994	1.340.138	2.399.639	2.737.181	3.131.757	3.131.757
Outras reservas e resultados acumulados	-252.848.817	-212.328.870	-184.863.692	-266.480.489	-326.976.317	-402.853.822	-460.542.177
Outro rendimento integral acumulado	36.383.591	32.311.969	78.612.713	-38.818.836	-22.778.753	-2.609.633	-7.045.530
Total	483.534.774	520.043.093	595.089.159	397.100.314	352.982.111	297.668.302	235.544.050
Interesses que não controlam	44.960.793	28.100.792	33.742.417	3.072.691	1.703.556	1.105.065	332.511
<b>Total dos Capitais Próprios</b>	<b>528.495.567</b>	<b>548.143.885</b>	<b>628.831.576</b>	<b>400.173.005</b>	<b>354.685.667</b>	<b>298.773.367</b>	<b>235.876.561</b>
<b>Passivos</b>							
Empréstimos bancários de longo prazo - líquidos da parcela de curto prazo	176.146.046	134.085.215	187.543.520	268.056.483	215.964.021	132.402.184	155.127.941
Empréstimos obrigacionistas não convertíveis - líquidos da parcela de curto prazo	381.101.414	530.273.929	431.336.457	302.147.961	301.912.691	301.063.535	287.993.050
Credores por locações financeiras - líquidos da parcela de curto prazo	229.326	41.897.417	51.100.454	47.949.761	43.725.783	43.539.714	39.494.029
Outros empréstimos	107.182.288	95.856.073	34.506.252	148.419.100	91.940.590	93.307.071	98.597.712
Benefícios pós-emprego	23.770.510	24.984.515	22.935.627	25.244.259	25.334.414	25.583.340	24.960.203
Outros credores não correntes	106.236.035	111.284.832	124.751.509	118.741.078	65.790.251	62.358.212	77.332.116
Passivos por impostos diferidos	43.136.143	57.635.679	69.968.231	69.902.362	57.367.250	70.589.486	64.258.210
Provisões	17.254.812	35.380.272	40.061.308	37.498.938	22.316.496	9.257.411	14.327.908
<b>Passivos Não Correntes</b>	<b>855.056.574</b>	<b>1.031.397.932</b>	<b>962.203.358</b>	<b>1.017.959.942</b>	<b>824.351.496</b>	<b>738.100.953</b>	<b>762.091.169</b>
Parcela de curto prazo dos empréstimos bancários de longo prazo	56.192.111	39.959.384	38.874.701	31.507.509	103.996.868	144.443.713	111.796.391
Empréstimos bancários de curto prazo	27.347.137	97.996.052	16.730.627	74.070.252	29.679.489	25.583.321	24.554.807
Parcela de curto prazo dos empréstimos obrigacionistas não convertíveis de longo	0	0	100.000.000	80.000.000	0	0	15.000.000
Parcela de curto prazo dos credores por locações financeiras de longo prazo	4.476.336	2.483.759	3.465.063	3.535.578	3.919.801	4.468.308	4.593.444
Outros empréstimos	1.072.734	411.087	504.957	301.760	303.667	79.615	1.477.788
Fornecedores	183.420.752	258.824.535	226.228.686	165.920.462	154.737.066	152.135.488	161.475.903
Estado e outros entes públicos	21.136.608	27.741.983	29.638.918	16.307.234	13.302.885	12.983.549	13.211.850
Outros passivos correntes	120.073.415	141.969.877	155.539.419	116.981.282	101.703.507	102.650.824	101.325.866
Provisões	5.277.656	7.029.555	5.763.231	11.609.467	15.705.635	6.375.674	203.609
<b>Passivos Correntes</b>	<b>148.996.749</b>	<b>576.416.232</b>	<b>576.745.602</b>	<b>500.233.544</b>	<b>423.348.918</b>	<b>448.720.492</b>	<b>433.639.658</b>
<b>Total do Passivo e Capitais Próprios</b>	<b>1.802.548.890</b>	<b>2.155.958.049</b>	<b>2.167.780.536</b>	<b>1.918.366.491</b>	<b>1.602.386.081</b>	<b>1.485.594.812</b>	<b>1.431.607.388</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa

Tabela 31. Modelo de Avaliação Sonae Indústria

2011	
RO-Imposto	55.183.085 €
Amortizações	83.931.199 €
Provisões	17.900.177 €
Necessidades Fundo Maneio	2.277.727 €
Investimentos em Activo Fixo	84.350.855 €
<b>Free Cash Flow</b>	<b>70.385.879 €</b>
Activo sem Risco	5,2%
Prémio de Risco	9,0%
Beta	1,55
<b>Ke</b>	<b>19,15%</b>
Euribor 3m	2,0%
Spread	4,50%
<b>Kd</b>	<b>6,5%</b>
Ke	19,15%
Kd (1-t)	4,71%
E/ ( D+E)	27,0%
D/ (D+E)	73,0%
<b>WACC</b>	<b>8,61%</b>
Inflação	2,40%
Crescimento em Perpetuidade	0,50%
<b>g</b>	<b>2,9%</b>
FCF <sub>2011</sub>	70.385.879 €
FCF <sub>2011</sub> (1+g)	72.435.516 €
WACC	8,61%
<b>Valor da empresa</b>	<b>1.271.920.372 €</b>

Fonte: Própria

Múltiplo das Vendas			
Multiplicador	1,7	2	2,3
	2.313.556.525	2.721.831.206	3.130.105.887

Múltiplo do EBITDA			
Multiplicador	7	8	9
	532.802.200	608.916.800	685.031.400

Capitalização Bolsista	
Cotação Média	1,23 €
Numero Acções	140.000.000
Cap. Bolsista	172.200.000 €

Tabela 32. Demonstrações de Resultados 2005-2011 Corticeira Amorim	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vendas	428.010	442.552	453.770	468.289	415.210	456.790	494.842
CMVMC	215.456	231.307	230.806	241.371	213.492	221.777	243.123
Variação de Produção	-4.805	6.179	-3.588	-5.406	-4.811	1.817	3.288
<b>Margem Bruta</b>	<b>207.749</b>	<b>217.424</b>	<b>219.376</b>	<b>221.512</b>	<b>196.907</b>	<b>236.830</b>	<b>255.007</b>
<b>Margem Bruta (%)</b>	<b>48,54%</b>	<b>49,13%</b>	<b>48,35%</b>	<b>47,30%</b>	<b>47,42%</b>	<b>51,85%</b>	<b>51,53%</b>
Fornecimento e Serviços Externos	69.764	73.783	75.639	78.804	71.078	78.320	86.602
Custos com Pessoal	93.808	91.627	87.806	93.296	88.991	90.712	93.751
Ajustamentos de Imparidades de Activos	936	620	441	2.051	613	2.140	1.872
Outros rendimentos e ganhos	9789	8698	7.936	5.840	7.769	6.860	7.502
Outros gastos e perdas	3.520	4143	5.303	6.547	5.472	6.512	7.846
<b>Cash Flow operacional corrente (EBITDA corrente)</b>	<b>49.510</b>	<b>55.949</b>	<b>58.125</b>	<b>46.654</b>	<b>38.522</b>	<b>66.006</b>	<b>72.437</b>
Depreciações	22.698	21.798	21.139	21.109	20.587	20.867	21.060
<b>Resultados Operacionais Correntes (EBIT corrente)</b>	<b>26.812</b>	<b>34.151</b>	<b>36.986</b>	<b>25.545</b>	<b>17.935</b>	<b>45.139</b>	<b>51.378</b>
Gastos não recorrentes	0	0	0	0	4.515	5.110	5.792
Custos Financeiros Líquidos	-7.429	-9.039	-11.289	-13.376	-5.694	-4.164	-5.515
Ganhos (perdas) em associadas	1	264	269	454	381	350	91
<b>Resultados Antes de Impostos (RAI)</b>	<b>19.384</b>	<b>25.376</b>	<b>25.966</b>	<b>12.623</b>	<b>8.106</b>	<b>36.215</b>	<b>40.162</b>
Impostos sobre os resultados	2.865	3.979	1.487	5.502	2.204	14.461	13.747
<b>Resultados após impostos</b>	<b>16.519</b>	<b>21.397</b>	<b>24.479</b>	<b>7.121</b>	<b>5.902</b>	<b>21.753</b>	<b>26.415</b>
Interesses que não controlam	773	1.293	1.234	968	791	1.218	1.141
<b>Resultado Líquido atribuível aos accionistas</b>	<b>15.747</b>	<b>20.104</b>	<b>23.245</b>	<b>6.153</b>	<b>5.111</b>	<b>20.535</b>	<b>25.274</b>
<b>Resultado por acção - básico e diluído (euros por acção)</b>	<b>0,077</b>	<b>0,154</b>	<b>0,178</b>	<b>0,047</b>	<b>0,039</b>	<b>0,162</b>	<b>0,20</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa

Tabela 33. Rácios financeiros Corticeira Amorim	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Solvabilidade total = CP/PASSIVO	0,668	0,698	0,700	0,752	0,909	0,916	0,875
Autonomia financeira = CP/ACTIVO	0,400	0,411	0,412	0,429	0,476	0,478	0,467
Dependência financeira = PASSIVO/ACTIVO	0,600	0,589	0,588	0,571	0,524	0,522	0,533

Fonte: Própria

Tabela 34. Rácios económicos Corticeira Amorim	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Rendibilidade do capital próprio = RL/CP	7,15%	8,71%	9,47%	2,49%	2,05%	7,65%	8,95%
Rendibilidade líquida do activo total = RL/ACTIVO	2,86%	3,58%	3,90%	1,07%	0,97%	3,66%	4,18%
Rendibilidade líquida das vendas = RL/VENDAS	3,68%	4,54%	5,12%	1,31%	1,23%	4,50%	5,11%

Fonte: Própria

Tabela 35. Balanço Consolidado 2005-2011 Corticeira Amorim

Milhares de euros	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Activo</b>							
Activos Fixos Tangíveis	170.387	175.719	176.130	179.777	174.872	168.430	172.372
Propriedades de Investimento	2.282	2.519	9.709	9.349	9.308	7.733	7.576
Goodwill	13.618	13.253	13.304	13.498	18.704	15.099	11.849
Investimentos Associados	296	2.717	2.906	10.427	5.231	5.362	5.967
Activos Intangíveis	31	1	632	808	685	612	427
Outros Activos Financeiros	937	2.053	2.265	2.490	2.453	1.995	3.573
Impostos Diferidos	12.787	9.719	9.225	8.224	8.100	7.742	6.105
Outros Activos	596	305	0	0	0	0	0
<b>Activos Não Correntes</b>	<b>200.934</b>	<b>206.285</b>	<b>214.171</b>	<b>224.573</b>	<b>219.353</b>	<b>206.973</b>	<b>207.869</b>
Inventários	205.346	212.139	227.415	205.659	174.789	184.798	224.922
Clientes	100.230	104.761	114.132	103.423	98.584	110.311	116.758
Impostos a recuperar	23.550	21.311	20.981	20.322	16.570	16.595	23.662
Outros Activos	11.173	13.094	12.922	16.148	7.693	9.777	10.160
Caixa e Equivalentes	8.666	3.997	6.393	4.596	7.740	33.312	21.681
<b>Activos Correntes</b>	<b>348.965</b>	<b>355.302</b>	<b>381.843</b>	<b>350.149</b>	<b>305.376</b>	<b>354.793</b>	<b>397.183</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>549.899</b>	<b>561.588</b>	<b>596.014</b>	<b>574.722</b>	<b>524.730</b>	<b>561.766</b>	<b>605.053</b>
<b>Capitais Próprios</b>							
Capital Social	133.000	133.000	133.000	133.000	133.000	133.000	133.000
Acções Próprias	-2.402	-2.425	-2.463	-2.501	-2.800	-6.247	-6.247
Reservas e outros componentes do Capital Próprio	62.085	69.433	82.036	100.480	103.851	109.126	117.827
Resultado Líquido do Exercício	15.747	20.104	23.245	6.153	5.111	20.535	25.274
Interesses que não controlam	11.753	10.648	9.573	9.593	10.684	12.131	12.439
<b>Total dos Capitais Próprios</b>	<b>220.183</b>	<b>230.760</b>	<b>245.390</b>	<b>246.724</b>	<b>249.845</b>	<b>268.545</b>	<b>282.292</b>
<b>Passivos</b>							
Dívida Remunerada	122.324	153.115	162.994	118.226	93.472	14.239	62.464
Outros empréstimos obtidos e credores diversos	5.734	3.172	6.521	7.728	2.131	1.160	10.525
Provisões	4.836	4.386	5.202	4.732	4.581	14.557	16.700
Impostos Diferidos	4.532	4.009	4.827	5.002	5.254	5.982	6.103
<b>Passivos Não Correntes</b>	<b>137.426</b>	<b>164.682</b>	<b>179.544</b>	<b>135.728</b>	<b>105.439</b>	<b>35.938</b>	<b>95.792</b>
Dívida Remunerada	105.024	76.213	75.180	109.292	52.881	121.496	76.641
Fornecedores	41.418	43.965	49.155	33.267	74.601	97.787	105.939
Outros empréstimos obtidos e credores diversos	36.373	36.520	36.344	37.955	32.589	26.941	30.565
Estado e outros entes públicos	9.474	9.449	10.402	11.756	9.375	11.059	13.824
<b>Passivos Correntes</b>	<b>192.290</b>	<b>166.147</b>	<b>171.081</b>	<b>192.270</b>	<b>169.446</b>	<b>257.283</b>	<b>226.969</b>
<b>Total do Passivo e Capitais Próprios</b>	<b>549.899</b>	<b>561.588</b>	<b>596.014</b>	<b>574.722</b>	<b>524.730</b>	<b>561.766</b>	<b>605.053</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa

Tabela 36. Modelo de Avaliação Corticeira Amorim

	2011
RO-Imposto	35.964 €
Amortizações	21.060 €
Provisões	0 €
Necessidades Fundo Maneio	0 €
Investimentos em Activo Fixo	21.165 €
<b>Free Cash Flow</b>	<b>35.859 €</b>
Activo sem Risco	5,2%
Prémio de Risco	9,0%
Beta	0,52
<b>Ke</b>	<b>9,88%</b>
Euribor 3m	2,0%
Spread	4,50%
<b>Kd</b>	<b>6,5%</b>
Ke	9,88%
Kd (1-t)	4,55%
E/ (D+E)	62,5%
D/ (D+E)	37,5%
<b>WACC</b>	<b>7,88%</b>
Inflação	2,40%
Crescimento em Perpetuidade	0,50%
<b>g</b>	<b>2,9%</b>
FCF <sub>2011</sub>	35.859 €
FCF <sub>2011</sub> (1+g)	36.903 €
WACC	7,88%
<b>Valor da empresa</b>	<b>742.948 €</b>

Fonte: Própria

## Múltiplo das Vendas

Multiplicador	1,7	2	2,3
	841.231 €	989.684 €	1.138.137 €

## Múltiplo do EBITDA

Multiplicador	7	8	9
	507.059 €	579.496 €	651.933 €

## Capitalização Bolsista

Cotação Média	1,14 €
Numero Acções	133.000.000
Cap. Bolsista	151.620.000 €

<b>Tabela 37. Demonstrações de Resultados 2005-2011 Altri</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Proveitos operacionais</b>							
Vendas	142.875.744	278.605.285	403.612.867	253.154.116	272.739.290	494.813.894	472.337.405
Prestações de serviços	5.429.739	7.086.030	5.873.101	2.325.100	2.911.100	2.476.426	7.007.559
Outros rendimentos e ganhos operacionais	3.228.399	9.844.107	9.849.716	24.694.996	33.958.596	9.623.741	7.257.085
<b>Custos operacionais</b>							
Custo das vendas	59.778.513	108.431.532	154.777.850	79.542.865	112.017.763	166.476.778	201.463.043
Fornecimento de serviços externos	39.163.764	74.788.295	104.594.086	86.636.886	109.012.032	121.766.326	129.240.373
Custos com o pessoal	21.266.616	40.845.703	47.417.599	30.924.372	33.392.309	35.252.619	33.229.321
Provisões e perdas por imparidade	935.797	3.587.346	2.426.988	5.822.688	928.327	55.108	80.294
Outros custos operacionais	1.972.151	4.722.442	7.803.786	8.717.661	2.759.800	22.571.645	9.463.750
<b>Cash Flow operacional corrente (EBITDA corrente)</b>	<b>28.417.041</b>	<b>63.160.104</b>	<b>102.315.375</b>	<b>68.529.740</b>	<b>51.498.755</b>	<b>160.791.585</b>	<b>113.125.268</b>
Depreciações	10.390.493	19.497.642	26.537.622	28.820.774	38.911.128	51.690.906	52.259.768
<b>Resultados Operacionais Correntes (EBIT corrente)</b>	<b>18.026.548</b>	<b>43.662.462</b>	<b>75.777.753</b>	<b>39.708.966</b>	<b>12.587.627</b>	<b>109.100.679</b>	<b>60.865.500</b>
Resultados relativos a activos classificados como detidos para venda	0	0	187.820	-251.693	0	0	0
Resultados relativos a empresas associadas	0	284.368	-429.249	-1.074.707	-242.000	1.386.712	1.178.002
Resultados relativos a outros investimentos	922.037	-2.765.452	619.059	-520.597	109.236	0	0
Custos financeiros	-4.420.688	-16.692.411	-39.085.833	-46.375.356	-29.855.579	-36.156.070	-43.885.027
Proveitos financeiros	265.846	2.172.361	5.245.717	10.775.865	4.669.540	3.848.142	9.447.021
<b>Resultados Antes de Impostos (RAI)</b>	<b>14.793.743</b>	<b>26.661.328</b>	<b>42.315.267</b>	<b>2.262.478</b>	<b>-12.731.176</b>	<b>78.179.463</b>	<b>27.605.496</b>
Impostos sobre os resultados	-4.226.483	-5.552.515	-7.059.232	1.894.609	766.170	-16.643.436	-2.436.669
<b>Resultados após impostos</b>	<b>10.567.260</b>	<b>21.108.813</b>	<b>35.256.035</b>	<b>4.715.858</b>	<b>-10.942.063</b>	<b>62.017.063</b>	<b>22.560.818</b>
Resultado do exercício de unidades operacionais em descontinuação	0	0	0	558.771	1.022.943	481.036	-2.608.009
<b>Atribuível a:</b>							
Detentores de capital próprio da empresa-mãe	10.415.229	20.843.789	35.193.702	4.668.149	-10.910.016	62.014.069	22.567.762
Interesses minoritários	152.031	265.024	62.333	47.709	-32.047	2.994	-6.944
<b>Resultado por acção - básico e diluído (euros por acção)</b>	<b>0,20</b>	<b>0,24</b>	<b>0,34</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,11</b>	<b>0,30</b>	<b>0,11</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa

<b>Tabela 38. Rácios financeiros Altri</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Solvabilidade total = CP/PASSIVO	0,333	0,125	0,126	0,084	0,054	0,107	0,143
Autonomia financeira = CP/ACTIVO	0,250	0,111	0,112	0,077	0,051	0,097	0,125
Dependência financeira = PASSIVO/ACTIVO	0,750	0,889	0,888	0,923	0,949	0,903	0,875

Fonte: Própria

<b>Tabela 39. Rácios económicos Altri</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Rendibilidade do capital próprio = RL/CP	14,57%	24,55%	29,81%	5,46%	-18,94%	53,85%	16,03%
Rendibilidade líquida do activo total = RL/ACTIVO	3,64%	2,73%	3,34%	0,42%	-0,97%	5,21%	2,00%
Rendibilidade líquida das vendas = RL/VENDAS	7,40%	7,58%	8,74%	1,86%	-4,01%	12,53%	4,78%

<b>Tabela 40. Balanço Consolidado 2005-2011 Altri</b>							
Milhares de euros	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Activo</b>							
Activos biológicos	21.673.658	55.324.771	61.757.351	75.879.431	80.486.847	93.551.872	103.339.502
Imobilizações corpóreas	124.744.084	245.092.772	314.751.323	473.140.189	525.137.385	500.486.555	460.118.883
Propriedades de investimento	0	0	0	0	0	214.213	534.226
Diferenças de consolidação	14.339.391	266.875.965	270.523.604	269.323.108	269.401.310	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	269.593.886	265.531.404
Imobilizações incorpóreas	482.183	667.898	967.621	538.237	290.122	523.807	989.355
Investimentos em empresas associadas		7.750.614	11.481.318	17.909.611	10.509.914	10.721.629	7.034.600
Investimentos disponíveis para venda	2.855.017	1.205.072	882.572	780.330	714.354	10.101.484	10.093.935
Impostos diferidos activos	5.931.984	8.992.788	11.925.730	10.983.234	18.063.845	516.976	706.086
Outros activos não correntes	117.767	345.463	117.767	397.414	694.667	14.712.478	13.699.322
<b>Activos Não Correntes</b>	<b>170.144.084</b>	<b>586.255.343</b>	<b>672.407.286</b>	<b>848.951.554</b>	<b>905.298.444</b>	<b>900.422.900</b>	<b>862.047.313</b>
Existências	42.814.930	55.408.732	70.235.470	57.613.288	37.887.922	49.548.856	61.728.889
Clientes	54.137.161	81.381.318	88.593.128	57.819.150	69.602.593	92.068.214	66.672.815
Outras dívidas de terceiros	9.041.543	4.590.509	28.215.022	14.749.641	6.982.879	4.569.242	9.087.406
Estado e outros entes públicos	0	16.599.025	29.362.081	24.418.762	15.643.774	7.733.949	12.100.688
Outros activos correntes	668.639	4.207.931	4.877.667	10.127.859	6.548.231	6.265.601	3.339.769
Instrumentos financeiros derivados	0	0	3.748.671	12.546.735	0	0	0
Investimentos mensurados ao justo valor através de resultados	7.905.963	2.829.120	1.280.512	747.450	602.670	0	0
Caixa e Equivalentes	5.412.270	22.652.129	135.049.790	74.300.279	80.261.966	129.867.635	112.746.939
Activos classificados como detidos para venda	0	0	22.349.034	13.576.029	695.758	0	0
<b>Activos Correntes</b>	<b>119.980.506</b>	<b>187.668.764</b>	<b>383.711.375</b>	<b>265.899.193</b>	<b>218.225.793</b>	<b>290.053.497</b>	<b>265.676.506</b>
<b>Total do Activo</b>	<b>290.124.590</b>	<b>773.924.107</b>	<b>1.056.118.661</b>	<b>1.114.850.747</b>	<b>1.123.524.237</b>	<b>1.190.476.397</b>	<b>1.127.723.819</b>
<b>Capitais Próprios</b>							
Capital Social	25.641.459	25.641.459	25.641.459	25.641.459	25.641.459	25.641.459	25.641.459
Reserva legal	0	182.597	1.527.560	1.630.523	2.862.981	2.862.981	2.862.981
Outras reservas	34.688.170	39.041.091	55.639.142	54.156.623	40.079.391	24.531.445	89.585.006
Resultado líquido consolidado do período	10.415.229	20.843.789	35.193.702	4.668.149	-10.910.016	62.014.069	22.567.762
<b>Total do capital próprio atribuível aos accionistas da Empresa-Mãe</b>	<b>70.744.858</b>	<b>85.708.936</b>	<b>118.001.863</b>	<b>86.096.754</b>	<b>57.673.815</b>	<b>115.049.954</b>	<b>140.657.208</b>
Interesses não controlados	1.778.485	290.356	274.494	283.991	109.371	112.365	105.421
<b>Total dos Capitais Próprios</b>	<b>72.523.343</b>	<b>85.999.292</b>	<b>118.276.357</b>	<b>86.380.745</b>	<b>57.783.186</b>	<b>115.162.319</b>	<b>140.762.629</b>
<b>Passivos</b>							
Empréstimos bancários	57.307.614	426.886.102	207.729.419	150.015.292	149.913.243	139.152.447	11.875.000
Outros empréstimos	12.130.487	35.349.336	327.280.808	521.270.017	612.519.785	548.481.286	538.771.928
Outros credores não correntes	26.074.979	25.298.862	349.073	491.190	339.766	373.396	699.819
Outros passivos não correntes	2.358.877	1.624.859	1.396.405	1.513.306	24.101.086	23.628.430	20.755.952
Impostos diferidos passivos	1.009.067	1.167.417	1.884.051	3.914.691	981.007	777.344	444.167
Provisões	150.637	4.270.534	4.817.457	5.107.335	2.424.509	1.980.728	1.149.668
<b>Passivos Não Correntes</b>	<b>99.031.661</b>	<b>494.597.110</b>	<b>543.457.213</b>	<b>682.311.831</b>	<b>790.279.396</b>	<b>714.393.631</b>	<b>573.696.534</b>
Empréstimos bancários	13.429.544	31.426.012	80.005.517	51.886.464	46.559.986	26.959.384	157.121.714
Outros empréstimos - parcela de curto prazo	47.004.219	57.364.786	134.992.560	110.996.123	109.171.440	154.668.303	136.442.543
Fornecedores	31.398.153	37.058.311	43.289.485	58.901.992	65.999.089	82.686.678	66.608.803
Outras dívidas a terceiros	14.090.940	23.337.653	53.281.583	70.905.701	10.779.891	39.869.439	8.233.010
Estado e outros entes públicos	0	11.992.897	14.781.864	3.062.921	3.806.882	13.606.447	1.736.137
Outros passivos correntes	12.646.730	26.817.538	39.403.914	38.487.310	20.755.541	19.673.418	28.370.465
Instrumentos financeiros derivados	0	5.330.508	4.183.446	6.059.446	18.213.114	23.456.778	14.751.984
Passivos associados a activos classificados como detidos para venda	0	0	24.446.722	5.858.214	175.712	0	0
<b>Passivos Correntes</b>	<b>118.569.586</b>	<b>193.327.705</b>	<b>394.385.091</b>	<b>346.158.171</b>	<b>275.461.655</b>	<b>360.920.447</b>	<b>413.264.656</b>
<b>Total do Passivo e Capitais Próprios</b>	<b>290.124.590</b>	<b>773.924.107</b>	<b>1.056.118.661</b>	<b>1.114.850.747</b>	<b>1.123.524.237</b>	<b>1.190.476.397</b>	<b>1.127.723.819</b>

Fonte: Própria com base nos relatórios e contas disponibilizados pela empresa



<b>Tabela 41. Modelo de Avaliação Altri</b>	
	<b>2011</b>
RO-Imposto	43.811.957 €
Amortizações	39.644.040 €
Provisões	0 €
Necessidades Fundo Maneio	0 €
Investimentos em Activo Fixo	39.842.260 €
<b>Free Cash Flow</b>	<b>43.613.737 €</b>
Activo sem Risco	5,2%
Prémio de Risco	9,0%
Beta	0,23
<b>Ke</b>	<b>7,27%</b>
Euribor 3m	2,0%
Spread	4,50%
<b>Kd</b>	<b>6,5%</b>
Ke	7,27%
Kd (1-t)	4,55%
E/ ( D+E)	84,2%
D/ (D+E)	15,8%
<b>WACC</b>	<b>6,84%</b>
Inflação	2,40%
Crescimento em Perpetuidade	0,50%
<b>g</b>	<b>2,9%</b>
FCF <sub>2011</sub>	43.613.737 €
FCF <sub>2011</sub> (1+g)	44.883.769 €
WACC	6,84%
<b>Valor da empresa</b>	<b>1.142.275.053 €</b>

Fonte: Própria

<b>Múltiplo das Vendas</b>			
Multiplicador	1,7	2	2,3
	651.865.292 €	766.900.343 €	881.935.395 €

<b>Múltiplo do EBITDA</b>			
Multiplicador	7	8	9
	694.765.012 €	794.017.157 €	893.269.301 €

<b>Capitalização Bolsista</b>	
Cotação Média	1,42 €
Numero Acções	205.131.672 €
Cap. Bolsista	291.286.974 €

**Tabela 42. Valor de Mercado das empresas da Fileira**

	<b>2011</b>
<b>Portucel Soporcel</b>	<b>2.699.968.484 €</b>
<b>Corticeira Amorim</b>	<b>742.948.000 €</b>
<b>Sonae Indústria</b>	<b>1.271.920.372 €</b>
<b>Altri</b>	<b>1.142.275.053 €</b>

<b>Total 4 empresas</b>	<b>5.857.111.909 €</b>	<b>45,68%</b>
	<b>12.822.048.838 €</b>	<b>100%</b>

Fonte: Própria