

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Equity research: Corticeira Amorim SGPS, S.A

Discente:

Gonçalo Manuel Soares Jorge

Orientador:

Prof.ª Doutor António Freitas Miguel

Professor Auxiliar:

ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa – Departamento de Finanças

Novembro 2020



Equity research: Corticeira Amorim SGPS, S.A

Discente:

Gonçalo Manuel Soares Jorge

Mestrado em:

Economia Monetária e Financeira

Orientador:

Prof.º Doutor António Freitas Miguel

Professor Auxiliar:

ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa – Departamento de Finanças

Novembro 2020

Agradecimentos

Em primeiro lugar tenho a agradecer ao meu orientador Professor Doutor António Freitas Miguel, pela enorme disponibilidade, flexibilidade e profissionalismo demonstrados contribuindo proactivamente com as suas opiniões e sugestões, que de forma construtiva levaram a que este trabalho fosse conduzido com entusiasmo e, espero, com um resultado final que se apresenta como uma mais valia para o aprofundamento do tema em estudo.

Um abraço ao meu amigo Gonçalo Monteiro, colega de licenciatura e que me apoiou em todos os momentos desde então, sempre com fortes contributos para a minha vida pessoal, académica e profissional.

Agradeço à minha família em particular ao meu irmão Vasco, à minha mãe e ao meu pai que estiveram ao meu lado nos momentos de maior stress e cansaço, incentivando-me a continuar e a fazer mais e melhor.

Por fim deixo um agradecimento muito especial à minha namorada Catarina, mais do que uma companheira foi uma amiga, muitas vezes chamando-me à atenção para os pormenores que me escapavam e sempre me motivando a concluir com o que me comprometia. Sem ti não teria sido possível.

“Look at a day when you are supremely satisfied at the end. It’s not a day when you lounge around doing nothing, it’s a day when you’ve had everything to do and you’ve done it.”

Margaret Thatcher

Resumo

A Corticeira Amorim SGPS apresenta-se atualmente como a líder a nível mundial no mercado da cortiça, demonstrando uma forte componente e um forte investimento na exportação dos seus produtos. A sua diversa oferta pauta-se por elevados padrões de qualidade, investindo bastante na investigação e desenvolvimento, com especial foco na qualidade apresentada. Em 2019 a nível mundial foi possível observar um abrandamento da economia, com relevante impacto no comércio internacional derivado de diversas medidas protecionistas e pela intensa disputa comercial entre a China e os Estados Unidos da América, contudo a Corticeira Amorim tem vindo a descobrir e redescobrir novos mercados de forma a combater o impacto destes fatores.

Esta dissertação tem como objetivo final determinar o justo valor por ação da Corticeira Amorim, recorrendo ao método *Free Cash Flow to Firm*, que, de acordo com a revisão literária realizada, apresenta-se como o método de valorização mais adequado para a firma.

Tendo por base os pressupostos assumidos, o valor da empresa situar-se-á a 31 de dezembro de 2020 nos 8.70€, por ação, o que pressupõe uma desvalorização de 23%, face a 31 de dezembro de 2019, sendo sugerida uma venda do produto financeiro.

Palavras-chave: equity research, valorização e Corticeira Amorim.

Abstract

The Corticeira Amorim SGPS currently presents itself as the world leader in the cork market, showing a strong component and a strong investment in the export of its products. Its diverse supply is guided by high quality standards, investing heavily in research and development, with a special focus on the quality presented. In 2019 worldwide it was possible to observe a slowdown in the economy, with a relevant impact on international trade due to several protectionist measures and the intense trade dispute between China and the United States of America, however Corticeira Amorim has been discovering and rediscovering new markets in order to combat the impact of these factors.

This dissertation has the final objective of determining the fair value per share of Corticeira Amorim, using the Free Cash Flow to Firm method, which, according to the literary review carried out, presents itself as the most appropriate valuation method for the firm.

Based on the assumptions made, the company's value will stand at 8.70€ per share on December 31st 2020, which implies a depreciation of 23%, when compared to December 31 2019 suggesting a sale of the financial product.

Keywords: equity research, valuation and Corticeira Amorim.

Índice

Agradecimentos.....	iv
Resumo	v
Abstract.....	vii
Índice.....	ix
I. Introdução.....	1
II. Enquadramento teórico e revisão literária.....	3
a. Estrutura	3
b. Modelos de valorização.....	3
i. Fluxos de caixa atualizados	4
ii. Valorização relativa	4
iii. Análise de sensibilidade	4
III. Análise do setor da cortiça em Portugal.....	5
IV. Corticeira Amorim	7
a. História.....	7
b. Localização	7
c. Áreas de negócio.....	7
d. Principais indicadores financeiros.....	7
V. Metodologia.....	11
a. Perspetivas de evolução das áreas de negócio.....	11
i. Matérias-primas.....	11
ii. Rolhas.....	11
iii. Revestimentos	12
iv. Aglomerados compósitos	12
v. Isolamentos.....	12
b. Valorização final	12
i. Pressupostos assumidos.....	12
ii. Valorização da Corticeira Amorim	12
iii. Valorização relativa	13
iv. Análise de sensibilidade	13
v. Análise de cenários	13
VI. Conclusão	15
VII. Referências.....	17
VIII. Anexos.....	19

I. Introdução

A tese que se segue tem como intuito avaliar a empresa Corticeira Amorim SGPS, tornando possível desenvolver uma estimativa de valorização do valor intrínseco por ação com referência a 31 de dezembro de 2020.

No desenvolvimento da análise, pretende-se aconselhar uma opção de investimento através de uma sugestão de compra ou venda, consoante o valor registado em bolsa e o valor alcançado pela tese.

Não obstante é necessário ter em consideração que esta tese foi realizada com base em pressupostos endógenos e exógenos, micro e macroeconómicos que poderão não ocorrer. Como tal, de forma a mitigar os riscos associados aos mesmos, foi desenvolvida uma análise de sensibilidade.

A Corticeira Amorim apresenta-se atualmente como líder global no setor da cortiça, pautando-se por produtos e técnicas únicas e de alta qualidade, conseguidas através de elevados investimentos em investigação e desenvolvimento. A firma está subdividida em cinco áreas de negócio distintas, porém interligadas: matérias-primas, rolhas, revestimentos, aglomerados compósitos e isolamentos.

Este estudo é iniciado através de um enquadramento teórico das metodologias mais comuns e que irão ser utilizadas, seguido de um enquadramento do setor e da firma a nível nacional e internacional. A valorização da Corticeira Amorim é realizada na penúltima parte da tese, sendo que a nossa opinião é transmitida ao investidor na conclusão do trabalho.

II. Enquadramento teórico e revisão literária

a. Estrutura

Tendo como objetivo explicar os pilares onde assentam uma *equity research*, é necessária uma abordagem teórica inicial, de forma a entender o que se entende a definição de valor de uma firma e qual o propósito de determinar o valor intrínseco da mesma.

De acordo com o economista Henry George em *The Science of Political Economy* (1897) "*The value of a thing in any given time and place is the largest amount of exertion that anyone will render in exchange for it. But as men always seek to gratify their desires with the least exertion this is the lowest amount for which a similar thing can otherwise be obtained.*". O valor intrínseco de uma firma deve ser determinado pela sua performance financeira passada, presente e futura, sendo que para cenários futuros devem ser tidos em consideração vários cenários de alteração a vários fatores endógenos e exógenos que simultaneamente, devem ser atualizados. Contudo, o valor intrínseco futuro de uma empresa não deve ser assumido como uma verdade incontestável.

b. Modelos de valorização

Em momentos que se pretende realizar uma valorização de um bem, serviço ou empresa é necessário e crucial identificar o método de valorização mais adequado. Atualmente, não existe nenhuma abordagem que permita identificar com detalhe o método mais adequado, sendo imperativo analisar as especificidades do setor e da firma em questão e executar uma comparação com os seus *peers* de mercado.

Em termos mais amplos existem três abordagens comuns de valorização: fluxos de caixa atualizados, valorização relativa e a valorização absoluta.

Com base nas características da Corticeira Amorim e nos dados disponíveis para a realização de uma *equity research*, verifica-se que o método dos fluxos de caixa atualizados apresenta-se como o mais adequado. De acordo com Jerald Pinto em *Equity Asset Valuation* (2010), este método tem em conta pressupostos exógenos e endógenos, o impacto de estratégias operacionais e a possibilidade de ser realizada uma valorização a vários negócios incluídos numa só firma. Importa salientar que este método deverá ser complementado com uma valorização relativa, de modo a que seja possível obter uma perspetiva mais global sobre os resultados da valorização.

i. Fluxos de caixa atualizados

Este método de valorização assenta em *cash flows* futuros que são atualizados a uma taxa de acordo com o seu risco. Apesar de ser a metodologia mais adotada em termos de valorização de empresas, existem dúvidas da sua capacidade de determinar com precisão o valor futuro, visto que não existem garantias de que os fluxos de caixa futuros estejam corretamente calculados, podendo variações residuais impactar materialmente uma valorização.

No desenvolvimento desta *equity research* irá ser aplicado um modelo de *Free Cash Flow to Firm* para apurar o valor intrínseco da Corticeira Amorim.

Este modelo atualiza os *cash flows* já líquidos de impostos gerados pela atividade operacional da empresa, tendo em consideração o custo ponderado do capital. Destaca-se o facto das depreciações, amortizações e a variação do valor de provisões não serem subtraídos, mas sim somados, visto que são custos da empresa que não resultam em *outflows*.

ii. Valorização relativa

Tim Koller em *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* refere que a aplicação do método dos múltiplos permite a uma empresa comparar a sua performance *financeira com os seus peers* de mercado. Na bibliografia supramencionada também é alertado o facto de que é comum duas empresas do mesmo setor de atividade apresentarem o rácio de *price-to-earnings* diferente, dado que podem ter taxas de crescimento, rácios de retorno e estruturas de capital diferentes.

iii. Análise de sensibilidade

Vários autores realçam a importância de ter em consideração vários e possíveis valores intrínsecos, surgindo a necessidade de realizar análises de sensibilidade para quaisquer alterações que os *inputs* possam, e irão sofrer. Quando é desenvolvida uma valorização de qualquer bem ou serviço, são sempre assumidos pressupostos micro e macroeconómicos, que podem não acontecer rigorosamente como delineados, sendo que é o mais provável que aconteça. Como tal, é imprescindível realizar uma análise de sensibilidade de modo a tentar prever cenários alternativos.

III. Análise do setor da cortiça em Portugal

A cortiça é a matéria-prima subjacente do setor em análise e é extraída da árvore do sobreiro, com substancial presença na região Mediterrânica, em particular na Península Ibérica (Portugal e Espanha). Atualmente, Portugal é o maior produtor e transformador de cortiça relativamente a produtos com elevado valor acrescentado, resultante da evolução da indústria deste setor. Como principais atividades do setor destacam-se a extração, a transformação e a comercialização da cortiça.

O setor da cortiça em Portugal destaca-se em termos de exportação, cooperando para o desenvolvimento e para a competitividade da economia nacional. Atualmente, Portugal apresenta-se como o maior exportador de cortiça a nível mundial, detendo uma quota de aproximadamente 62%, seguido de Espanha e de França com 18% e 5%, respetivamente. Assim sendo, Portugal há mais de 20 anos que assegura a liderança das exportações de cortiça e de produtos originários da mesma.

Os principais países importadores da cortiça portuguesa são França (18,7%), Estados Unidos da América (17,1%) e Espanha (13,4%), destacando-se fortes incrementos na variação, em termos homólogos, para a Austrália (43,5%) e Espanha (18,2%) Por outro lado, as mais elevadas quebras não apresentam um peso significativo como a China (-3,4%) e o Chile (-3%).

Na indústria da cortiça existem três códigos de atividade económica que estão diretamente associados à mesma, sendo estes códigos definidos pelo Instituto Nacional de Estatística:

- 16293 – Indústria de preparação da cortiça;
- 16294 – Fabricação de rolhas;
- 16295 – Fabricação de outros produtos da cortiça.

O setor é composto maioritariamente por Pequenas e Médias Empresas, tendo maior incidência, a nível nacional, na zona norte do país, mais especificamente na área do Porto.

Em termos de estrutura do setor, é assumido com grande peso global a fabricação de rolhas, sendo que esta atividade é assumida por sensivelmente 55% das empresas constituintes do setor. Esta atividade apresenta os valores mais significativos em termos de número de colaboradores, de Valor Acrescentado Bruto e de Volume de Negócios.

Entre 2008 e 2017 é notório o crescimento no valor das exportações portuguesas de cortiça sendo que, desde 2014 tem vindo a apresentar um crescimento de 4% anualmente. Em 2017 o setor atingiu um volume de exportações de 988 milhões de euros com impacto direto na balança comercial, com um excedente de 812 milhões de euros e com uma taxa de cobertura das importações pelas exportações fortemente positiva de 562%. O valor das exportações deste setor da indústria faz referência a 1,8% do total das exportações de mercadorias e 1,2% do total de bens e serviços exportados.

O crescimento consistente resulta, maioritariamente, da rolha de cortiça no setor do vinho, embora seja também cada vez mais sustentado pelo setor da construção civil, do calçado, têxtil e decoração.

Com base no exposto, é notório o benefício que o setor analisado tem vindo a ganhar, impulsionado sobretudo pelos setores do vinho e da silvicultura a nível internacional, aos quais está associado o principal produto extraído desta matéria-prima –a rolha de cortiça. Porém, existem diversos produtos que provêm da cortiça e que são direcionados para outros setores permitindo potenciar Portugal como o maior produtor e transformador de cortiça.

Conclui-se que a colaboração é fortemente positiva nas várias vertentes analisadas e estudadas, sendo como tal, algo que Portugal deverá manter e fortificar a sua aposta.

IV. Corticeira Amorim

a. História

A Corticeira Amorim foi criada em 1870, tendo sido inicialmente uma pequena loja de produção de rolhas de cortiça em Vila Nova de Gaia, no distrito do Porto, Portugal. Em 1922 a firma Amorim e Irmãos foi criada com o objetivo de se dedicar à exportação de rolhas de cortiça. A marca oficial da Corticeira Amorim foi assim criada em 1962 com o propósito de alcançar o mercado internacional.

b. Localização

No século XX a localização da empresa no município de Santa Maria da Feira demonstrou ser um fator de elevada importância no crescimento da mesma. Numa época altamente caracterizada por pequenas empresas de produtores familiares, estas providenciavam à Corticeira Amorim recursos humanos especializados e de baixo custo, potenciando um ambiente de simbiose entre as várias empresas familiares.

c. Áreas de negócio

A Corticeira Amorim subdivide-se e especializa-se em cinco áreas de negócio: matérias-primas, rolhas, revestimentos, aglomerados compósitos e isolamentos. Em 2020 apresenta mais de 27.000 clientes, 10 *joint ventures*, 10 unidades industriais de matéria-prima, 19 unidades industriais e 51 empresas de distribuição, a nível global.

d. Principais indicadores financeiros

A Corticeira Amorim apresenta-se como uma empresa com uma alta performance global, sendo que em 2019 apenas 10% das vendas foram realizadas no mercado nacional português.

Torna-se imperativo realizar uma análise dos rácios da empresa e a evolução dos mesmos nos últimos 3 anos.

Em termos de rácios de liquidez e equilíbrio financeiro de curto prazo:

- o rácio de liquidez geral em 2019 apresenta o valor de 2,01 sendo fortemente positivo, indicando que todas as disponibilidades, inventários e contas a receber fazem face duas vezes ao passivo de curto prazo;
- o rácio de liquidez reduzida em 2019 apresenta o valor de 0,76, sendo um valor bastante robusto indicando que a empresa consegue cumprir com 76% das suas responsabilidades de curto prazo recorrendo apenas às suas disponibilidades e às contas a receber;

- o rácio de liquidez imediata em 2019 apresenta o valor de 0,07, sendo um valor comum para as empresas, normalmente rondando os 10%, visto que a maioria das empresas reinvestem os excessos de tesouraria em diversos ativos financeiros a prazo.

Em termos de rácios de endividamentos:

- o rácio de autonomia financeira em 2019 apresenta o valor de 0,54, indicando que o valor de dependência de capital alheio da firma é de aproximadamente 45%, demonstrando alguma robustez financeira;
- o rácio de solvabilidade em 2019 apresenta o valor de 1,19, traduzindo-se numa forte capacidade de a Corticeira Amorim ser capaz de cumprir com as suas responsabilidades de médio e longo prazo;
- o rácio de *debt to equity* em 2019 apresenta o valor de 0,84, indicando a capacidade de a empresa solicitar financiamento de médio e longo prazo e cumprir com essa responsabilidade, tendo por base o investimento realizado pelos *shareholders*.

Em termos de rácios de funcionamento e eficiência:

- o rácio de rotação do ativo total em 2019 apresenta o valor de 0,79, permitindo entender que a Corticeira Amorim está a ser bastante eficiente em termos de utilização do seu ativo, sendo que quanto maior o rácio maior a eficiência da empresa da empresa a aumentar as suas vendas;
- o rácio de rotação de inventários em 2019 apresenta o valor de 1,96, sendo um valor elevado o que sugere uma elevada eficiência na gestão dos seus inventários;
- o rácio de prazo médio de pagamentos apresenta o valor de 92 em 2019, indicando que a empresa tem uma forte capacidade de negociar prazos e adiar e/ou prolongar os pagamentos aos seus fornecedores;
- o rácio de prazo médio de recebimentos apresenta o valor de 77 em 2019, demonstrando que em média costuma receber os valores pendentes de clientes num prazo inferior a 3 meses, sendo inferior quando comparado com o rácio anterior, permitindo uma gestão de liquidez estável.

Em termos de rácios de rendibilidade:

- o rácio de rendibilidade operacional do ativo apresenta o valor de 0,13 em 2019, sendo um valor algo reduzido e demonstrando que a capacidade da empresa em melhorar a sua performance operacional tem espaço para melhorias;
- o rácio de *return on equity* apresenta o valor de 0,23 em 2019, apresentando uma positiva eficácia e capacidade de remuneração dos capitais investidos pelos *shareholders*, sendo que por cada euro investido existe um retorno de 23 cêntimos;

- o rácio de rentabilidade operacional das vendas apresenta o valor de 0,16 em 2019, transparecendo que após os custos de exploração, incluindo as amortizações e as provisões, sobram 16% do valor das vendas;
- o rácio de margem bruta apresenta o valor de 0,33 em 2019, podendo-se concluir que a margem bruta das vendas é de 33%, tendo em conta os custos das mercadorias vendidas e das matérias consumidas e o fornecimento e serviços externos.

Em termos de rácio de análise de risco:

- o rácio do grau de alavancagem financeira apresenta o valor de 0,25 em 2019, indicando que a empresa tem um reduzido nível de endividamento permitindo uma maximização do retorno do capital investido;
- o rácio do grau de alavancagem operacional apresenta o valor de 0,03 em 2018 e de 4,78 em 2019, sendo que quanto maior for este valor, mais próxima está a empresa de atingir o ponto de equilíbrio, notando-se uma variação fortemente positiva;
- o rácio do grau de alavancagem combinado apresenta o valor de 0,01 em 2018 e de 1,2 em 2019, apresentado um robusto grau de alavancagem visto que, demonstra uma forte capacidade em recorrer a custos fixos (quer operacionais quer financeiros) para aumentar o efeito de variação das vendas, refletido nos resultados por ação.

Em termos de rácios de equilíbrio financeiro de curto prazo:

- o rácio do fundo de maneio apresenta o valor de 320.934€ em 2019, indicando um resultado sólido para alguma eventualidade como por exemplo atrasos nos pagamentos por parte de alguns clientes e antecipação de pagamentos exigidos por alguns fornecedores;
- o rácio de necessidades de fundo de maneio apresenta o valor de 431.238€ em 2019, significando que a Corticeira Amorim tem uma liquidez imediata estável para alguma situação em que seja necessário manter o ciclo operacional da empresa a fluir de forma natural;
- o rácio de fornecedores pelo total do passivo apresenta o valor de 0,29 em 2019, demonstrando que os fornecedores têm um peso de aproximadamente 30% do total do ativo da Corticeira Amorim;
- o rácio de financiamentos obtidos correntes apresenta o valor de 0,67 em 2019, sendo possível constatar que 67% dos financiamentos obtidos são referentes a operações de curto prazo.

É possível concluir que dados os vários rácios calculados no ano de 2019 a Corticeira Amorim apresenta uma estrutura estável e com crescimentos constantes e positivos, com elevada liquidez e capaz de cumprir com o seu serviço de dívida (ver o anexo 6).

V. Metodologia

A valorização da firma será realizada pelo método de *Free Cash Flow to Firm*, dado que este método é mais adequado com estruturas financeiras constantes e sólidas, algo suportado pelo facto de que a estrutura acionista tem um rácio de 50.1% há vários anos. A previsão é efetuada para 3 anos, assumindo que a taxa de crescimento se irá manter estável após esse período.

De modo a ser desenvolvida outro tipo de análise, para que a valorização final da Corticeira Amorim permita um maior conforto, será realizada uma valorização relativa com base num múltiplo: o rácio de *price-to-earnings*.

Este trabalho além do seu principal objetivo de determinar o valor intrínseco da Corticeira Amorim, procura paralelamente enquadrar o setor da cortiça em Portugal e os seus traços únicos, a história da Corticeira Amorim em termos de performance e quais as suas perspetivas e projeções, tendo sempre em conta a realidade macroeconómica dos dias de hoje.

A abordagem inicial passa por uma análise à evolução de cada área de negócio da Corticeira Amorim nos últimos dois anos (ver o anexo 10).

a. Perspetivas de evolução das áreas de negócio

i. Matérias-primas

Nesta área de negócio é possível identificar que grande parte das vendas é efetuada a outras empresas do Grupo Amorim, sendo que no último ano tiveram um peso de 20%. Desta forma, prevendo-se um crescimento constante e estável, assume-se que a taxa de crescimento será a média ponderada dos últimos três anos para os três anos de projeção.

Apesar do valor reduzido que estas vendas têm nas contas consolidadas do grupo é possível afirmar que são de extrema importância para as outras áreas de negócio e para as diversas empresas do Grupo Amorim. Com um elevado investimento em investigação e desenvolvimento técnico e tecnológico, esta área de negócio compromete-se imperativamente a detetar problemas que existam com a composição da cortiça e a modernização das técnicas de cultivo do sobreiro, tendo como objetivo um produto com maior qualidade e um processo de produção mais eficiente.

ii. Rolhas

O peso desta área de negócio na Corticeira Amorim é de aproximadamente 56% das vendas totais, tornando-se assim o foco principal da Corticeira Amorim em termos de tomadas de decisão estratégicas e planeamentos. Esta área de negócio desenvolve-se muito em linha com o

desenvolvimento do setor vinícola e de toda a indústria associada ao mesmo, verificando-se para este setor crescimentos anuais entre os 1,8% e os 2,3%. Face ao crescimento sustentável e estável da indústria do vinho, prevê-se que esta área de negócio seja capaz de crescer na mesma proporção.

iii. Revestimentos

Esta área de negócio destina-se, maioritariamente, ao revestimento de chão e paredes, apresentando-se atualmente como a segunda maior impulsionadora das vendas da Corticeira Amorim. A recuperação do setor da construção civil apresentando um crescimento constante, em particular após a crise do *Subprime*, potencia o crescimento seguro desta área de negócios. Além disso, as características da cortiça fazem deste material uma excelente alternativa sustentável em termos ambientais e de aproveitamento de recursos face a outros materiais do setor da construção.

iv. Aglomerados compósitos

Tal como as outras áreas de negócio, esta apresenta também uma recuperação constante e sustentável após a crise de 2009-2012, com elevada dependência de outros setores e indústrias como a construção, a vinícola e a aeroespacial/marítima. A Corticeira Amorim acredita que com o elevado investimento em Investigação e Desenvolvimento esta área de negócio irá expandir-se substancialmente, apesar do reduzido crescimento, na ordem dos 2% em 2019 face a 2018.

v. Isolamentos

Esta área de negócio é efetivamente a que apresenta menor peso nas vendas totais, sendo a que apresenta também uma evolução menos constante, porém mais progressiva, com uma variação nas vendas totais entre 2019 e 2018 de 27%. A Corticeira Amorim tem vindo a apostar fortemente no mercado Asiático e do Médio Oriente, dadas as diversas vantagens aplicáveis a esses mercados.

b. Valorização final

i. Pressupostos assumidos

No âmbito da valorização da Corticeira Amorim foram assumidos vários pressupostos que impactam no valor intrínseco final da mesma (ver o anexo 9).

ii. Valorização da Corticeira Amorim

Inicia-se o cálculo do *Unlevered FCF*, através da soma do valor EBIT subtraindo o imposto do período, as depreciações e as amortizações, o CAPEX e a variação de caixa e os seus equivalentes.

Posteriormente é calculado o *Discounted Unlevered FCF*, recorrendo ao *Weighted Average Cost of Capital* e à taxa de crescimento média calculados. O somatório dos *Discounted Unlevered FCF* de 2020, 2021, 2022 e 2025 à perpetuidade permite-nos obter o *Value of operations*, ao qual se soma o valor de investimentos em associadas e empresas conjuntas, atingindo-se o *Enterprise Value*. Realizando-se a soma da dívida remunerada e dos outros passivos financeiros, correntes e não correntes, e subtraindo-se o valor de caixa e equivalentes, obtém-se o *Net Debt*.

O *Equity Value* será a diferença entre o *Enterprise Value* e o *Net Debt*. Por fim, dividindo o *Equity Value* pelo número de ações é possível chegar ao *share price*. Com a aplicação desta metodologia, a perspetiva do valor intrínseco por ação é de 8.70€, o que permite uma desvalorização face ao valor registado em bolsa a 31 de dezembro de 2019 de 23%. É importante referir que esta valorização pode não ocorrer, dado que foram assumidos pressupostos em relação à empresa e em relação ao mercado que podem não ocorrer (ver o anexo 8).

iii. Valorização relativa

De modo a ser apresentada uma alternativa à valorização previamente apresentada, é necessário e com relevante importância uma valorização relativa. Com base num modelo de múltiplos: através do *price-to-earnings ratio*.

Este modelo de múltiplos foca-se exclusivamente no valor da ação, sendo diretamente afetado pela estrutura de capital e pelo resultado líquido. Tendo em consideração o mercado no qual a Corticeira Amorim se insere, verifica-se que o seu concorrente mais direto, cotado também na bolsa, é a OENEO. Apesar da valorização relativa ser menos aprofundada por apenas se considerar uma outra empresa, acredita-se que é preferível ter como comparável uma empresa cotada em bolsa e não empresas meramente privadas (ver o anexo 8).

iv. Análise de sensibilidade

Foi realizada uma análise de sensibilidade, que assume variações nos dois valores que maior impacto tem no cálculo do valor intrínseco da Corticeira Amorim: o *Weighted Average Cost of Capital* e a taxa de crescimento esperada.

Com variações de meio ponto percentual em cada um dos valores é possível identificar quais os possíveis valores que o *share price* pode atingir (ver o anexo 8).

v. Análise de cenários

Foi desenvolvida adicionalmente uma análise de cenários, tendo um cenário base com uma probabilidade de 70%, um cenário pessimista com uma probabilidade de 15% e um cenário otimista

com uma probabilidade de 15%. O Expected Value per Share resultante destes cenários é de 8.70€ (ver o anexo 5).

VI. Conclusão

A Corticeira Amorim tem vindo a apresentar valores robustos e bastante sólidos nos últimos anos, com um crescimento sustentável e constante. Porém após a valorização efetuada verifica-se uma sobrevalorização do valor registado em bolsa, sendo que a 31 de dezembro de 2020 prevê-se um valor de 8.70€ por ação, o que pressupõe uma desvalorização de aproximadamente 23% face a 31 de dezembro de 2019.

Através da valorização pelos múltiplos com recursos ao *price-to-earnings ratio* a 31 de dezembro de 2019 o valor é de 20.05€ por ação o que não permite obter muito conforto no rácio calculado. Como tal foi desenvolvida uma análise de cenários que no cenário base, com uma probabilidade de 70%, sendo que o *share price* atingindo foi também de 8.70€.

Neste sentido, e tendo por base todos os pressupostos assumidos no desenvolvimento desta valorização, sugere-se uma venda das ações detidas, dado que se determinou uma sobrevalorização da Corticeira Amorim.

VII. Referências

Relativamente a referências bibliográficas utilizaram-se os livros e *papers* seguintes:

- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset;
- George, H. (2006). The Science of Political Economy;
- Pinto, J.E., Henry, E., Robinson, T.R. & Stowe, J.D. (2010). Equity Asset Valuation;
- Koller, T., Goedhard, M. & Wessels, D. (2010). Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.

Em termos de *database*, recorreram-se às seguintes:

- *Bloomberg (acedido entre janeiro e setembro de 2020);*
- *Yahoo Finance (acedido entre janeiro e setembro de 2020);*
- *IMF – World Economic Outlook Database (acedido entre agosto e setembro de 2020);*
- *Reuters (acedido em junho de 2020);*
- <https://www.globalfinancialdata.com/300-years-of-the-equity-risk-premium/#:~:text=Historically%2C%20the%20equity%20risk%20premium,over%20the%20past%2080%20years> (acedido em 31 de outubro de 2020);
- *Damodaran Academic Website (acedido entre fevereiro e maio de 2020).*

Os relatórios e reportes utilizados são:

- Relatórios e Contas entre 2017 e 2019 da Corticeira Amorim – Individuais e Consolidados;
- Corticeira Amorim Website – disponível em: <http://www.amorim.com/> (acedido entre janeiro e outubro de 2020);
- BPI *Equity Research* (2014). *Report of Corticeira Amorim SGPS SA* – disponível em: <https://www.bpiequity.bpi.pt/others/PDF.aspx?id=65081>;
- APCOR (2018). APCOR Anuário – disponível em: <https://www.apcor.pt/portfolio-posts/anuario-1819/> (acedido entre janeiro e fevereiro de 2020);
- APCOR (2015). APCOR Estudo de Caracterização Setorial – disponível em: <https://www.apcor.pt/portfolio-posts/estudo-caracterizacao-sectorial-e-prospectivo-2015/> (acedido entre janeiro e fevereiro de 2020);

- Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais e Gabinete de Estratégias e Estudos (2019). Boletim Mensal de Economia Portuguesa – disponível em: <http://www.gpeari.gov.pt/analise-economica/publicacoes/ficheiros-do-bmep/2019/janeiro/em-analise/Setor-da-Cortica.pdf>;
- Banco de Portugal (2018). Análise das empresas dos setores da madeira, da cortiça e do papel 2012-2016 – disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/documentos-relacionados/nie_estudo_24_2016.pdf;
- OENEO Website – disponível em: <https://oeneo.com/en/> (*acedido em agosto de 2020*).

VIII. Anexos

Equity Research's Model
Gonalo Manuel JorgeISCTE Business School
2020

Demonstrao de Resultados Consolidada

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
<i>(Valores em milhares de €)</i>						
Vendas	701,609	763,117	781,060	788,303	795,612	802,990
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	(333,030)	(408,780)	(398,334)	(402,028)	(405,756)	(409,518)
Variacão de produo	4,932	32,119	4,652	4,695	4,739	4,783
Fornecimento e servios externos	(116,524)	(124,140)	(124,753)	(125,910)	(127,077)	(128,256)
Gastos com pessoal	(125,630)	(134,239)	(139,902)	(141,199)	(142,509)	(143,830)
Ajustamentos de imparidade de ativos	(2,290)	73	(1,194)	(1,205)	(1,216)	(1,228)
Outros rendimentos e ganhos	12,348	11,599	10,046	10,139	10,233	10,328
Outros gastos e perdas	(7,822)	(5,765)	(6,851)	(6,915)	(6,979)	(7,043)
Cash Flow operacional corrente (EBITDA corrente)	133,593	133,984	124,724	125,881	127,048	128,226
Depreciao/Amortizao	(29,599)	(31,279)	(35,177)	(35,503)	(35,832)	(36,165)
Resultados operacionais correntes (EBIT corrente)	103,994	102,705	89,547	90,377	91,215	92,061
Resultados não recorrentes	(2,913)	57	(1,620)	(1,635)	(1,650)	(1,665)
Gastos financeiros	(1,471)	(3,547)	(2,177)	(2,197)	(2,218)	(2,238)
Rendimentos financeiros	191	95	81	82	83	83
Ganhos (perdas) em associadas e emp. conjuntos	1,039	2,691	5,581	5,633	5,685	5,738
Resultados antes de impostos	100,840	102,001	91,412	92,260	93,115	93,979
Imposto sobre os resultados	(24,263)	(19,393)	(11,951)	(12,062)	(12,174)	(12,287)
Resultado líquido	76,577	82,608	79,461	80,198	80,941	81,692
Interesses que não controlam	(3,551)	(5,220)	(4,514)	(4,556)	(4,598)	(4,641)
Resultado líquido atribuível aos acionistas da Corticeira Amorim	73,026	77,388	74,947	75,642	76,343	77,051
Resultado por ao - básico e diluído (euros por ao)	0.549	0.582	0.564	0.569	0.574	0.579

N de aoes emitidas 133,000,000

Anexo 1 - Demonstrao de resultados

Fonte: Própria

Equity Research's Model
Gonalo Manuel JorgeISCTE Business School
2020

Balanc Consolidado

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
<i>(Valores em milhares de €)</i>						
Ativo						
Ativo Não Corrente						
Ativos fixos tangíveis	227,905	259,433	278,600	281,183	283,791	286,422
Ativos intangíveis	4,077	7,585	10,852	10,953	11,054	11,157
Direito de uso	-	-	6,037	6,093	6,149	6,207
Goodwill	9,848	13,987	13,744	13,871	14,000	14,130
Ativos biológicos	-	240	-	-	-	-
Propriedades de investimento	5,678	5,481	5,387	5,437	5,487	5,538
Investimentos em associadas e emp. conjuntos	11,006	9,537	22,366	22,573	22,783	22,994
Outros ativos financeiros	2,520	1,632	1,550	1,564	1,579	1,594
Impostos diferidos	13,146	13,346	14,396	14,529	14,664	14,800
Outros devedores	-	4,844	3,906	3,942	3,979	4,016
Total de Ativo Não Corrente	274,180	316,085	356,838	360,147	363,486	366,857
Ativo Corrente						
Inventários	359,141	406,090	397,840	401,529	405,252	409,010
Clientes	167,604	174,483	165,484	167,018	168,567	170,130
Imposto sobre o rendimento	13,297	8,915	11,773	11,882	11,992	12,104
Outros devedores	35,398	35,704	36,967	37,310	37,656	38,005
Outros ativos	2,782	3,103	3,108	3,137	3,166	3,195
Caixa e equivalentes	17,004	21,694	22,142	22,347	22,555	22,764
Total de Ativo Corrente	595,226	649,989	637,314	643,224	649,188	655,208
Total de Ativo	869,406	966,074	994,152	1,003,371	1,012,674	1,022,065
Passivo e Capital Próprio						
Capital Próprio						
Capital social	133,000	133,000	133,000	134,233	135,478	136,734
Reservas e outras componentes do capital próprio	224,439	255,974	301,515	304,311	307,133	309,981
Resultado líquido do exercício	73,027	77,389	74,947	75,642	76,343	77,051
Interesses que não controlam	29,524	31,871	30,081	30,360	30,641	30,926
Total de Capital Próprio	459,990	498,234	539,543	544,546	549,595	554,692
Passivo No Corrente						
Dvida remunerada	48,094	39,503	59,126	59,674	60,228	60,786
Outros passivos financeiros	36,179	30,263	23,269	23,485	23,703	23,922
Provisão	40,940	43,081	3,777	3,812	3,847	3,883
Benefícios pós-emprego	975	1,621	1,687	1,703	1,718	1,734
Impostos diferidos	7,187	7,737	50,370	50,837	51,308	51,784
Total de Passivo No Corrente	133,375	122,205	138,229	139,511	140,804	142,110
Passivo Corrente						
Dvida remunerada	61,695	121,200	124,108	125,259	126,420	127,593
Fornecedores	157,096	165,008	132,086	133,311	134,547	135,795
Outros passivos financeiros	33,498	41,039	43,040	43,439	43,842	44,248
Outros passivos	21,521	16,464	15,235	15,376	15,519	15,663
Imposto sobre o rendimento	2,231	1,924	1,911	1,929	1,947	1,965
Total de Passivo Corrente	276,041	345,635	316,380	319,314	322,275	325,263
Total de Passivo	409,416	467,840	454,609	458,824	463,079	467,373
Total de Passivo e Capital Próprio	869,406	966,074	994,152	1,003,371	1,012,674	1,022,065

Anexo 2 – Balanc

Fonte: Própria

Equity research: Corticeira Amorim SGPS, S.A

Equity Research's Model
Gonçalo Manuel Jorge

ISCTE Business School
2020

Mapa de Fluxos de Caixa Consolidado

(Valores em milhares de €)	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Atividades Operacionais						
Recebimentos de clientes	705,476	767,722	816,503	824,074	831,716	839,428
Pagamentos a fornecedores	(539,882)	(599,191)	(625,717)	(631,519)	(637,375)	(643,285)
Pagamentos ao Pessoal	(121,914)	(136,780)	(139,541)	(140,835)	(142,141)	(143,459)
Fluxo gerado pela operações	43,680	31,751	51,245	51,720	52,200	52,684
Pagamento / recebimento do imposto sobre o rendimento	(24,608)	(9,854)	(13,361)	(13,485)	(13,610)	(13,736)
Outros recebimentos / pagamentos relativos à atividade operacional	55,778	37,605	48,885	49,338	49,796	50,258
Fluxo das atividades operacionais	74,850	59,502	86,769	87,574	88,386	89,205
Atividades de investimento						
Recebimentos provenientes de:						
Ativos fixos tangíveis	1,990	934	1,081	1,091	1,101	1,111
Ativos intangíveis	-	-	-	-	-	-
Investimentos financeiros	145	872	2,589	2,613	2,637	2,662
Outros ativos	576	206	235	237	239	242
Juros e proveitos relacionados	431	169	369	372	376	379
Dividendos	500	500	500	505	509	514
Pagamentos respeitantes a:						
Ativos fixos tangíveis	(42,758)	(53,718)	(53,048)	(53,540)	(54,036)	(54,537)
Direitos de uso	-	-	(1,816)	(1,833)	(1,850)	(1,867)
Investimentos financeiros	(31,421)	(14,437)	(12,085)	(12,197)	(12,310)	(12,424)
Ativos intangíveis	(1,508)	(3,587)	(4,143)	(4,181)	(4,220)	(4,259)
Fluxo das atividades de financiamento	(72,045)	(69,061)	(66,318)	(66,933)	(67,554)	(68,180)
Atividades de financiamento						
Recebimentos provenientes de:						
Empréstimos obtidos	5,250	35,000	40,000	40,371	40,745	41,123
Subsídios de investimento	12,004	2,423	2,682	2,707	2,732	2,757
Outros	3,534	3,943	2,931	2,958	2,986	3,013
Pagamentos respeitantes a:						
Empréstimos obtidos	(24,483)	(22,167)	(1,128)	(1,138)	(1,149)	(1,160)
Juros e gastos similares	(2,263)	(1,657)	(1,940)	(1,958)	(1,976)	(1,994)
Transações com Interesses que não controlam	-	-	(5,042)	(5,089)	(5,136)	(5,184)
Dividendos pagos aos acionistas da Corticeira Amorim	(35,366)	(35,910)	(35,910)	(36,243)	(36,579)	(36,918)
Dividendos pagos aos Interesses que não controlam	-	(2,445)	(2,182)	(2,202)	(2,223)	(2,243)
Subsídios de investimento	(995)	(2,340)	(5,031)	(5,078)	(5,125)	(5,172)
Outros	(469)	(586)	(446)	(450)	(454)	(459)
Fluxo das atividades de financiamento	(42,788)	(23,739)	(6,066)	(6,122)	(6,179)	(6,236)
Variação de caixa e seus equivalentes	(39,983)	(33,298)	14,385	14,518	14,653	14,789
Efeito das diferenças de câmbio	(3,065)	(310)	6	6	6	6
Variação de perímetro	2,317	216	361	364	368	371
Caixa e seus equivalentes no início do período	35,383	(5,348)	(38,740)	(39,099)	(39,462)	(39,828)
Caixa e seus equivalentes no fim do período	(5,348)	(38,740)	(23,988)	(24,210)	(24,435)	(24,662)

Anexo 3 - Mapa de fluxos de caixa

Fonte: Própria

Equity Research's Model
Gonçalo Manuel Jorge

ISCTE Business School
2020

Taxa de crescimento económico anual - PIB	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Portugal	1.70%	-1.70%	-4.10%	-0.90%	0.80%	1.80%	2.00%	3.50%	2.60%	2.20%	-10.00%	6.50%	4.80%	2.90%	2.00%	1.70%
France	1.90%	2.20%	0.30%	0.60%	1.00%	1.10%	1.10%	2.30%	1.80%	1.50%	-9.80%	6.00%	2.90%	2.30%	1.90%	1.70%
Europe	2.50%	2.40%	0.40%	0.60%	1.50%	1.60%	1.80%	2.70%	2.30%	1.60%	-7.20%	4.70%	3.10%	2.40%	2.00%	1.70%
World	5.40%	4.30%	3.50%	3.50%	3.50%	3.40%	3.30%	3.80%	3.50%	2.80%	-4.40%	5.20%	4.20%	3.80%	3.60%	3.50%
Crescimento médio 2010/2020		Portugal	França	Europa	Mundo											
Cinco melhores anos		-0.19%	0.36%	0.93%	2.96%											
Cinco piores anos		-3.18%	-1.36%	-0.62%	1.72%											

Anexo 4 - Taxas de crescimento médio

Fonte: Própria

Análise de Cenários

Evolução da Economia

	Pessimista	Base	Otimista
	-0.02%		0.09%
Enterprise Value (milhares de euros)	1,384,179	1,384,436	1,385,715
Net Debt (milhares de euros)	227,359	227,401	227,611
Equity Value (milhares de euros)	1,156,820	1,157,035	1,158,104
# of Outstanding Shares	133,000	133,000	133,000
Price per Share (€)	8.70	8.70	8.71
Probability (%)	15%	70%	15%
Expected Value per Share (€)		8.70	

Anexo 5 - Análise de cenários

Fonte: Própria

Principais rácios

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022
Rácios de Liquidez e Equilíbrio Financeiro de Curto Prazo						
Liquidez Geral	2.16	1.88	2.01	2.01	2.01	2.01
Liquidez Reduzida	0.86	0.71	0.76	0.76	0.76	0.76
Liquidez Imediata	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07
Rácios de Endividamento e Estrutura de Capital						
Autonomia Financeira	0.53	0.52	0.54	0.54	0.54	0.54
Solvabilidade	1.12	1.06	1.19	1.19	1.19	1.19
Debt to equity	0.89	0.94	0.84	0.84	0.84	0.84
Rácios de Funcionamento e Eficiência						
Rotação do Ativo Total	0.81	0.79	0.79	0.79	0.79	0.79
Rotação de Inventários	1.95	1.88	1.96	1.96	1.96	1.96
Duração Líquida do Ciclo de Exploração (DLCE)	(38)	(28)	(13)	(13)	(13)	(13)
Prazo médio de pagamento	128	113	92	92	92	92
Prazo médio de recebimento	87	83	77	77	77	77
Rácios de Rendibilidade						
Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA)	0.15	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13
Return on Equity (ROE)	0.29	0.27	0.23	0.23	0.23	0.23
Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV)	0.19	0.18	0.16	0.16	0.16	0.16
Margem Bruta (%)	0.36	0.30	0.33	0.33	0.33	0.33
Rácios de Análise de Risco						
Grau de Alavancagem Financeira (GAF)	0.21	0.24	0.25	0.25	0.25	0.25
Grau de Alavancagem Operacional (GAO)	-	0.03	4.78	1.00	1.00	1.00
Grau de Alavancagem Combinado (GAC)	-	0.01	1.20	0.25	0.25	0.25
Rácios de Equilíbrio Financeiro de Curto prazo						
Fundo de Maneio	319,185	304,354	320,934	323,910	326,913	329,945
NFM	369,649	415,565	431,238	435,237	439,273	443,346
Tesouraria	(50,464)	(111,211)	(110,304)	(111,327)	(112,359)	(113,401)
Fornecedores / Passivo Total	0.38	0.35	0.29	0.29	0.29	0.29
Financiamentos obtidos correntes (% financiamentos)	0.53	0.70	0.67	0.67	0.67	0.67

Anexo 6 - Análise de rácios

Fonte: Própria

Equity research: Corticeira Amorim SGPS, S.A

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
β_u	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
β_l	2.90	2.97	2.84	2.84	2.84	2.84
Rf	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%
Rm-Rf	2.37%	2.37%	2.37%	2.37%	2.37%	2.37%
D/E	0.89	0.94	0.84	0.84	0.84	0.84
Re	6.25%	6.41%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%
D	409,416	467,840	454,609	458,824	463,079	467,373
E	459,990	498,234	544,546	549,595	554,692	554,692
Rd	1.34%	2.21%	1.19%	1.18%	1.18%	1.19%
WACC	7.52%	7.67%	7.73%	7.73%	7.73%	7.67%

IRC	21%
-----	-----

Anexo 8 - Weighted Average Cost of Capital

Fonte: Própria

Equity Research's Model
 Gonçalo Manuel Jorge
ISCTE Business School
 2020

Método dos múltiplos						
@ 31/12/2019	Stock price	# of Outstanding	Price to earnings ratio			
			2016	2017	2018	2019
OENE0	13.78	61,589	19.59	23.13	24.69	23.48
Corticeira Amorim	11.30	133,000	10.86	18.76	15.47	20.05

Discounted Cash Flows (DCF) Model				
	2020	2021	2022	2025 - perpetuidade
Unlevered FCF	86,031	86,830	87,635	
@ WACC	7.73%	7.73%	7.67%	7.73%
Growth Rate	0.93%			8.03%
Discounted Unlevered FCF	86,031	80,599	75,594	1,119,846
Value of Operations	1,362,070			
Value of Non-Operating Assets	22,366			
Enterprise Value	1,384,436			
Net Debt	227,401			
Equity Value	1,157,035			
Outstanding Shares	133,000			
Share Price	8.70			

Sensitivity Analysis													
WACC vs Growth Rate													
		WACC											
		8.70	5.23%	5.73%	6.23%	6.73%	7.23%	7.73%	8.23%	8.73%	9.23%	9.73%	10.23%
Growth Rate	-2.07%	9.10	8.34	7.68	7.10	6.58	6.12	5.71	5.34	5.01	4.71	4.43	
	-1.07%	10.50	9.53	8.69	7.97	7.34	6.79	6.30	5.86	5.47	5.12	4.80	
	-0.07%	12.43	11.12	10.03	9.10	8.31	7.62	7.02	6.49	6.02	5.61	5.24	
	0.93%	15.25	13.38	11.87	10.62	9.58	8.70	7.94	7.29	6.72	6.21	5.77	
	1.93%	19.79	16.83	14.56	12.78	11.34	10.15	9.16	8.32	7.60	6.98	6.43	
	2.93%	28.27	22.74	18.89	16.07	13.91	12.21	10.84	9.71	8.76	7.96	7.27	
	3.93%	49.81	35.21	26.98	21.70	18.04	15.35	13.29	11.67	10.36	9.28	8.38	

Anexo 7 – Avaliação

Fonte: Própria

Equity research: Corticeira Amorim SGPS, S.A

Equity Research's Model
Gonçalo Manuel Jorge

ISCTE Business School
2020

Pressupostos assumidos	
Título	Descrição
Taxa de crescimento média	Dado o contexto micro e macroeconómico no qual a Corticeira Amorim se insere, assumiu-se uma taxa de crescimento para todas as linhas das demonstrações financeiras constante de 0.93%. Sendo que essa mesma taxa de crescimento é a média de crescimento do PIB na Europa na última década. Teve-se em conta quatro possíveis taxas de crescimento, Portugal (dado ser o país onde a empresa se encontra), França (dado ser onde o seu principal concorrente se encontra), Europa (dado ser o seu maior mercado exportador) e Mundo (dado se pretender ter uma visão mais global do crescimento).
Taxa de risk free	Foi utilizada como taxa de risk free as <i>germany bonds</i> a 10 anos, sendo que é o mercado mais apropriado a considerar dada a empresa em análise e tendo uma robustez e uma segurança superior a outras obrigações.
Taxa de risk premium	A taxa de <i>risk premium</i> assumida foi de 3%, sendo que em termos históricos esse é o valor mais comum nos Estados Unidos da América e no Reino Unido, tal como se pode ver no seguinte link: https://www.globalfinancialdata.com/300-years-of-the-equity-risk-premium/#:~:text=Historically%2C%20the%20equity%20risk%20premium,over%20the%20past%2080%20years
Taxa de cenário otimista	A taxa utilizada no cenário otimista foi calculada com base na média dos cinco melhores anos, de crescimento na Europa, entre 2010 e 2025, capitalizada a 3 anos dado ser o período projetado.
Taxa de cenário pessimista	A taxa utilizada no cenário pessimista foi calculada com base na média dos cinco piores anos, de crescimento na Europa, entre 2010 e 2025, capitalizada a 3 anos dado ser o período projetado.

Anexo 9 - Pressupostos assumidos

Fonte: Própria

milhares de euros								
2019	Matérias-Primas	Rolhas	Revestimentos	Aglomerados Compósitos	Isolamentos	Holding	Ajustamentos	Consolidado
Vendas Clientes Exterior	14 798	549 196	106 025	99 241	11 753	47	0	781 060
Vendas Outros Segmentos	189 993	9 891	2 606	5 244	2 401	4 360	-214 495	-
Vendas Totais	204 791	559 087	108 631	104 484	14 154	4 407	-214 495	781 060
EBITDA corrente	18 109	101 056	-2 515	12 389	222	-3 023	-1 514	124 724
Ativo não corrente	37 410	198 534	38 021	45 649	4 180	1 553	31 488	356 836
Ativo corrente	188 400	331 926	61 904	55 844	9 832	183	-10 773	637 316
Passivo	44 398	159 814	42 698	35 274	2 264	9 431	160 729	454 609
Investimento Tangível e Intangível	8 847	33 529	4 873	10 910	451	143	0	58 752
Depreciações	-3 795	-21 257	-6 207	-3 259	-544	-115	0	-35 177
Ganhos (perdas) em associadas	0	2 551	2 874	166	0	-10	0	5 581

2018	Matérias-Primas	Rolhas	Revestimentos	Aglomerados Compósitos	Isolamentos	Holding	Ajustamentos	Consolidado
Vendas Clientes Exterior	20 479	526 179	108 654	97 383	10 318	103	0	763 117
Vendas Outros Segmentos	165 966	7 801	3 525	4 788	1 661	4 318	-188 060	-
Vendas Totais	186 446	533 980	112 179	102 171	11 979	4 422	-188 060	763 117
EBITDA corrente	30 464	92 755	2 965	10 319	642	-3 397	236	133 984
Ativo não corrente	31 936	170 547	38 496	36 854	4 242	711	33 298	316 084
Ativo corrente	207 445	333 080	62 986	51 736	10 225	966	-16 449	649 990
Passivo	50 539	190 439	43 795	38 970	2 526	8 547	133 024	467 840
Investimento Tangível e Intangível	5 802	40 898	3 805	6 543	735	67	0	57 851
Depreciações	-3 208	-18 548	-5 671	-2 978	-532	-342	0	-31 279
Ganhos (perdas) em associadas	0	1 897	817	0	0	-22	0	2 691

Anexo 10 - Evolução das áreas de negócio 2018 e 2019

Fonte: Relatório e Contas de 2019