

INVESTIR EM ACÇÕES SEGUNDO WARREN BUFFETT:  
CASO PORTUGUÊS

Ricardo Humberto Dias Jorge

Tese de Mestrado em Finanças

Orientador:

Prof. Doutor Luís Alberto F. de Oliveira, Prof. Auxiliar, ISCTE *Business School*,

Departamento de Finanças

Maio 2010

## RESUMO

Warren Buffett é um dos investidores mais bem sucedidos nos mercados de capitais dos últimos 50 anos. Segundo o último estudo da revista norte-americana *Forbes* (2008), Buffett é considerado o segundo homem mais rico do Mundo, com um património acumulado de aproximadamente 38 mil milhões USD.

Este estudo tentará replicar o modelo de investimento utilizado por Warren Buffett no Índice PSI-20. Para tal, são comparadas três carteiras de investimentos representativas de diferentes estratégias de investimento, incluindo a estratégia *buffettiana*.

Os resultados apontam para a estratégia de investimento *buffettiana* como o estilo de investimento com melhor relação retorno / risco durante o período de investimento traçado (2000-2008).

Destaque ainda para a demonstração das vantagens comparativas da Gestão Activa (e *Market Timing*) e *Security Selection* (análise fundamental e qualitativa) em relação à Gestão Passiva e Diversificação, respectivamente.

**Palavras-Chave:** Carteiras de Investimentos; *Value Investing*; *Passive Screening*; *Security Selection*; *Market Timing*; *Modern Theory of Portfolio*; CAPM; HEM; Gestão Activa; Gestão Passiva e Indicadores de *Performance*.

**Classificação JEL:** G11; G12; G14.

## **ABSTRACT**

Warren Buffett is one of the most successful investors in capital markets over the last 50 years. According to the latest study by U.S. magazine Forbes (2008), Buffett is considered the second richest man in the world, with an accumulated wealth of nearly 38 billion USD.

This study attempts to reproduce the investment model used by Warren Buffett in the PSI-20 Index. For that, we compared three portfolios representing different investment strategies, including Buffett's strategy.

The results appoint to the investment Buffett's strategy as the investment style with the best risk / return relation during the investment period (2000-2008).

Also emphasize the demonstration of the comparative advantages of Active Management (and Market Timing) and Security Selection (fundamental analysis and qualitative) relative to Passive Management and Diversification, respectively.

**Keywords:** Investment Portfolios, Value Investing, Passive Screening, Security Selection, Market Timing; Modern Theory of Portfolio, CAPM, EMH, Active Management, Passive Management and Performance Indicators.

**JEL Classification:** G11, G12, G14.

## SUMÁRIO EXECUTIVO

Warren Buffett é um dos investidores mais bem sucedidos nos mercados de capitais dos últimos 50 anos. Segundo o último estudo da revista norte-americana *Forbes* (2008), Buffett é considerado o segundo homem mais rico do Mundo, com um património acumulado de aproximadamente 38 mil milhões USD.

Este estudo tentará replicar o modelo de investimento utilizado por Warren Buffett no Índice PSI-20. Para tal, são comparadas três carteiras de investimentos representativas de diferentes estratégias de investimento, incluindo a estratégia *buffettiana*.

De acordo com Damodaran (2003), o investidor Warren Buffett utiliza, essencialmente, a filosofia de investimento *Value Investing*. No presente estudo, explorou-se a estratégia de investimento “*Value*” mais utilizada - *Passive Screening*.

Os resultados da análise fundamental e qualitativa sobre as maiores empresas cotadas portuguesas apontam para um grupo de treze empresas dotadas de bons indicadores fundamentais. Dentro do grupo de empresas seleccionadas, apenas as empresas que garantiram uma margem de segurança do investimento a realizar, integraram a Carteira Warren Buffett. Este grupo selectivo de empresas cotadas portuguesas é constituído por: BES; Brisa; PT; Semapa; Novabase; Pararede; Ibersol e REN.

Os resultados da avaliação da *performance* apontam para a estratégia de investimento *buffettiana* como o estilo de investimento com melhor relação retorno / risco durante o período de investimento traçado (2000-2008). De resto, a única carteira maximizadora de valor é, sem dúvida, a carteira réplica de Warren Buffett, ultrapassando por larga margem as carteiras concorrentes.

Destaque ainda para a demonstração das vantagens comparativas da Gestão Activa (e *Market Timing*) e *Security Selection* (análise fundamental e qualitativa) em relação à Gestão Passiva e Diversificação, respectivamente.

Por fim, o estilo de investimento concentrado apenas em algumas acções – interpretado neste estudo, pela Carteira Warren Buffett e pela *Carteira Buy & Hold* - consegue obter rendibilidades superiores ao mercado (carteira diversificada), com um nível de risco global inferior. Tal evidência refuta as premissas assumidas nos modelos teóricos da Moderna Teoria da Carteira de Investimentos (MTCI).

## ÍNDICE DE MATÉRIAS

<b>CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO</b> .....	VII
<b>CAPÍTULO 2. PERCURSO DE WARREN BUFFETT</b> .....	1
2.1 Formação de Warren Buffett.....	1
2.2 Criação da Berkshire Hathaway .....	3
2.3 Evolução da rentabilidade da Berkshire Hathaway .....	4
<b>CAPÍTULO 3. FILOSOFIAS DE INVESTIMENTO EM ACCÇÕES</b> .....	7
3.1 Enquadramento teórico .....	7
3.1.1 <i>Características pessoais</i> .....	7
3.1.2 <i>Características financeiras</i> .....	8
3.1.3 <i>Visão sobre os mercados</i> .....	9
3.2 Tipo de Filosofias de Investimento .....	9
3.3 A Filosofia de Investimento Certa .....	13
3.4 Estratégias de Investimento eleitas por Warren Buffett .....	13
3.4.1 <i>Value Investing</i> .....	14
3.5 Adaptações ao modelo por Warren Buffett .....	17
3.6 Breves conclusões .....	19
<b>CAPÍTULO 4. GESTÃO DA CARTEIRA DE INVESTIMENTOS</b> .....	21
4.1 Gestão da Carteira de Investimentos Concentrada.....	21
4.2 Warren Buffett e a Moderna Teoria da Carteira de Investimentos .....	22
4.2.1 <i>Modelo de Markowitz: Média e Variância</i> .....	23
4.2.2 <i>Capital Asset Pricing Model (CAPM)</i> .....	29
4.2.3 <i>Hipótese de Eficiência dos Mercados (HEM)</i> .....	31
4.2.4 <i>A opinião de Warren Buffett sobre o Risco</i> .....	34
4.2.5 <i>A opinião de Warren Buffett sobre a Diversificação</i> .....	35
4.2.6 <i>A opinião de Warren Buffett sobre a HEM</i> .....	35
<b>CAPÍTULO 5. WARREN BUFFETT COMO INVESTIDOR</b> .....	36
5.1 Processo do Investimento Financeiro Buffettiano .....	36
5.1.1 <i>Constituição da Carteira de Investimentos</i> .....	37
5.1.2 <i>Avaliação do desempenho da Carteira</i> .....	38
<b>CAPÍTULO 6. APLICAÇÃO DA FILOSOFIA DE INVESTIMENTO NO MERCADO PORTUGUÊS</b> .....	39
6.1 Metodologia .....	39

6.1.1 Recolha de Dados .....	41
6.1.2 Análise fundamental e qualitativa das empresas cotadas no PSI-20 .....	41
6.1.3 Indicadores fundamentais utilizados por Warren Buffett .....	42
6.1.4 Critérios de classificação de desempenho das acções .....	42
6.1.5 Limitações da análise quantitativa e qualitativa .....	45
6.2 Apresentação dos resultados .....	46
6.2.1 Selecção das acções para a carteira ideal buffettiana .....	47
6.2.3 Gestão Activa da Carteira de Investimentos réplica do modelo WB .....	56
6.2.4 Mercado Português .....	61
6.2.5 Apresentação das Carteiras de Investimento .....	64
6.2.6 Desempenho das Carteiras de Investimento .....	66
6.2.7 Apresentação dos Indicadores de Avaliação da Performance baseados na Teoria da Carteira .....	70
<b>CAPÍTULO 7. CONCLUSÃO .....</b>	<b>76</b>
<b>CAPÍTULO 8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>78</b>
<b>CAPÍTULO 9. ANEXOS .....</b>	<b>81</b>

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2:1 Desempenho empresarial da Berkshire Hathaway vs. Índice S&P 500 .....	5
Tabela 3:1 Categorias das Filosofias de Investimento .....	12
Tabela 6:1 Indicadores de classificação das acções, segundo WB .....	44
Tabela 6:2 Classificação das acções por indicadores em 2000 .....	48
Tabela 6:3 Quadro síntese das acções seleccionadas para a Carteira WB .....	50
Tabela 6:4 Stock Selection Global .....	51
Tabela 6:5 Cálculo do Valor Intrínseco .....	54
Tabela 6:6 Número de recomendações de compra .....	56
Tabela 6:7 Evolução da Gestão Activa na Carteira WB .....	58
Tabela 6:8 Histórico das transacções efectuadas na Carteira WB .....	59
Tabela 6:9 Número de anos de investimento na Carteira WB .....	61
Tabela 6:10 Evolução recente dos índices das principais bolsas internacionais .....	62
Tabela 6:11 Dados macroeconómicos de Portugal .....	63
Tabela 6:12 Sumário das Carteiras de Investimento .....	68
Tabela 6:13 Avaliação das Carteiras com base nos Indicadores de Performance .....	74
Tabela 9:1 Indicadores fundamentais utilizados por Warren Buffett .....	81
Tabela 9:2 Composição Dinâmica do PSI-20 .....	82
Tabela 9:3 Resultados Líquidos para o período 1999-1995 .....	84
Tabela 9:4 EPS para o período 1999-1995 .....	84

<i>Tabela 9:5 PER para o período 1999-1995</i> .....	84
<i>Tabela 9:6 ROE para o período 1999-1995</i> .....	84
<i>Tabela 9:7 ROA para o período 1999-1999</i> .....	85
<i>Tabela 9:8 Price to Book Value Ratio para o período 1999-1995</i> .....	85
<i>Tabela 9:9 FCFPS para o período 1999-1995</i> .....	85
<i>Tabela 9:10 Margem Operacional para o período 1999-1995</i> .....	85
<i>Tabela 9:11 Crescimento Real das Vendas para o período 1999-1995</i> .....	86
<i>Tabela 9:12 Debt to Equity Ratio para o período 1999-1995</i> .....	86
<i>Tabela 9:13 Resultados Líquidos para o período 2000-1996</i> .....	87
<i>Tabela 9:14 EPS para o período 2000-1996</i> .....	87
<i>Tabela 9:15 PER para o período 2000-1996</i> .....	87
<i>Tabela 9:16 ROE para o período 2000-1996</i> .....	87
<i>Tabela 9:17 ROA para o período 2000-1996</i> .....	88
<i>Tabela 9:18 Price to Book Value Ratio para o período 2000-1996</i> .....	88
<i>Tabela 9:19 FCFPS para o período 2000-1996</i> .....	88
<i>Tabela 9:20 Margem Operacional para o período 2000-1996</i> .....	88
<i>Tabela 9:21 Crescimento Real das Vendas para o período 2000-1996</i> .....	89
<i>Tabela 9:22 Debt to Equity Ratio para o período 2000-1996</i> .....	89
<i>Tabela 9:23 Classificação das acções por indicadores em 2001</i> .....	89
<i>Tabela 9:24 Resultados Líquidos para o período 2001-1997</i> .....	90
<i>Tabela 9:25 EPS para o período 2001-1997</i> .....	90
<i>Tabela 9:26 PER para o período 2001-1997</i> .....	90
<i>Tabela 9:27 ROE para o período 2001-1997</i> .....	90
<i>Tabela 9:28 ROA para o período 2001-1997</i> .....	91
<i>Tabela 9:29 Price to Book Value Ratio para o período 2001-1997</i> .....	91
<i>Tabela 9:30 FCFPS para o período 2001-1997</i> .....	91
<i>Tabela 9:31 Margem Operacional para o período 2001-1997</i> .....	91
<i>Tabela 9:32 Crescimento Real das Vendas para o período 2001-1997</i> .....	92
<i>Tabela 9:33 Debt to Equity Ratio para o período 2001-1997</i> .....	92
<i>Tabela 9:34 Classificação das acções por indicadores em 2002</i> .....	92
<i>Tabela 9:35 Resultados Líquidos para o período 2002-1998</i> .....	93
<i>Tabela 9:36 EPS para o período 2002-1998</i> .....	93
<i>Tabela 9:37 PER para o período 2002-1998</i> .....	93
<i>Tabela 9:38 ROE para o período 2002-1998</i> .....	93
<i>Tabela 9:39 ROA para o período 2002-1998</i> .....	94
<i>Tabela 9:40 Price to Book Ratio para o período 2002-1998</i> .....	94
<i>Tabela 9:41 FCFPS para o período 2002-1998</i> .....	94
<i>Tabela 9:42 Margem Operacional para o período 2002-1998</i> .....	94
<i>Tabela 9:43 Crescimento Real das Vendas para o período 2002-1998</i> .....	95
<i>Tabela 9:44 Debt to Equity Ratio para o período 2002-1998</i> .....	95
<i>Tabela 9:45 Classificação das acções por indicadores em 2003</i> .....	95
<i>Tabela 9:46 Resultados Líquidos para o período 2003-1999</i> .....	96
<i>Tabela 9:47 EPS para o período 2003-1999</i> .....	96
<i>Tabela 9:48 PER para o período 2003-1999</i> .....	96
<i>Tabela 9:49 ROE para o período 2003-1999</i> .....	96
<i>Tabela 9:50 ROA para o período 2003-1999</i> .....	97
<i>Tabela 9:51 Price to Book Value Ratio para o período 2003-1999</i> .....	97

<i>Tabela 9:52 FCFPS para o período 2003-1999</i>	97
<i>Tabela 9:53 Margem Operacional para o período 2003-1999</i>	97
<i>Tabela 9:54 Crescimento Real das Vendas para o período 2003-1999</i>	98
<i>Tabela 9:55 Debt to Equity Ratio para o período 2003-1999</i>	98
<i>Tabela 9:56 Classificação das acções por indicadores em 2004</i>	98
<i>Tabela 9:57 Resultados Líquidos para o período 2004-2000</i>	99
<i>Tabela 9:58 EPS para o período 2004-2000</i>	99
<i>Tabela 9:59 PER para o período 2004-2000</i>	99
<i>Tabela 9:60 ROE para o período 2004-2000</i>	99
<i>Tabela 9:61 ROA para o período 2004-2000</i>	100
<i>Tabela 9:62 Price to Book Value Ratio para o período 2004-2000</i>	100
<i>Tabela 9:63 FCFPS para o período 2004-2000</i>	100
<i>Tabela 9:64 Margem Operacional para o período 2004-2000</i>	100
<i>Tabela 9:65 Crescimento Real das Vendas para o período 2004-2000</i>	101
<i>Tabela 9:66 Debt to Equity Ratio para o período 2004-2000</i>	101
<i>Tabela 9:67 Classificação das acções por indicadores em 2005</i>	101
<i>Tabela 9:68 Resultados Líquidos para o período 2005-2001</i>	102
<i>Tabela 9:69 EPS para o período 2005-2001</i>	102
<i>Tabela 9:70 PER para o período 2005-2001</i>	102
<i>Tabela 9:71 ROE para o período 2005-2001</i>	102
<i>Tabela 9:72 ROA para o período 2005-2001</i>	103
<i>Tabela 9:73 Price to Book Value Ratio para o período 2005-2001</i>	103
<i>Tabela 9:74 FCFPS para o período 2005-2001</i>	103
<i>Tabela 9:75 Margem Operacional para o período 2005-2001</i>	103
<i>Tabela 9:76 Crescimento Real das Vendas para o período 2005-2001</i>	104
<i>Tabela 9:77 Debt to Equity Ratio para o período 2005-2001</i>	104
<i>Tabela 9:78 Classificação das acções por indicadores em 2006</i>	104
<i>Tabela 9:79 Resultados Líquidos para o período 2006-2002</i>	105
<i>Tabela 9:80 EPS para o período 2006-2002</i>	105
<i>Tabela 9:81 PER para o período 2006-2002</i>	105
<i>Tabela 9:82 ROE para o período 2006-2002</i>	105
<i>Tabela 9:83 ROA para o período 2006-2002</i>	106
<i>Tabela 9:84 Price to Book Value Ratio para o período 2006-2002</i>	106
<i>Tabela 9:85 FCFPS para o período 2006-2002</i>	106
<i>Tabela 9:86 Margem Operacional para o período 2006-2002</i>	106
<i>Tabela 9:87 Crescimento Real das Vendas para o período 2006-2002</i>	107
<i>Tabela 9:88 Debt to Equity Ratio para o período 2006-2002</i>	107
<i>Tabela 9:89 Classificação das acções por indicadores em 2007</i>	107
<i>Tabela 9:90 Resultados Líquidos para o período 2007-2003</i>	108
<i>Tabela 9:91 EPS para o período 2007-2003</i>	108
<i>Tabela 9:92 PER para o período 2007-2003</i>	108
<i>Tabela 9:93 ROE para o período 2007-2003</i>	108
<i>Tabela 9:94 ROA para o período 2007-2003</i>	109
<i>Tabela 9:95 Price to Book Value Ratio para o período 2007-2003</i>	109
<i>Tabela 9:96 FCFPS para o período 2007-2003</i>	109
<i>Tabela 9:97 Margem Operacional para o período 2007-2003</i>	109
<i>Tabela 9:98 Crescimento Real das Vendas para o período 2007-2003</i>	110
<i>Tabela 9:99 Debt to Equity Ratio para o período 2007-2003</i>	110



<i>Tabela 9:100 Classificação das acções por indicadores em 2007</i> .....	110
<i>Tabela 9:101 Evolução da Carteira WB</i> .....	111
<i>Tabela 9:102 Evolução da Carteira Buy &amp; Hold</i> .....	113
<i>Tabela 9:103 Evolução da Carteira Índice</i> .....	115

## ÍNDICE DE FIGURAS

<i>Figura 2:1 Evolução da taxa de rendibilidade da Berkshire e do S&amp;P 500</i> .....	5
<i>Figura 2:2: Evolução da taxa de rendibilidade relativa entre a BK e o S&amp;P 500</i> .....	6
<i>Figura 4:1 Conjunto de Possibilidades de Investimento</i> .....	23
<i>Figura 4:2 Fronteira Eficiente segundo Markowitz</i> .....	24
<i>Figura 4:3 Mapa de Curvas de Indiferença</i> .....	25
<i>Figura 4:4 Carteira Óptima segundo Markowitz</i> .....	26
<i>Figura 4:5 Curva do Desvio Padrão da Carteira</i> .....	26
<i>Figura 4:6 Carteira Óptima segundo Tobin</i> .....	28
<i>Figura 4:7 Representação da Capital Market Line (CML)</i> .....	30
<i>Figura 4:8 Representação da Security Market Line (SML)</i> .....	30
<i>Figura 4:9: Subconjuntos de informação disponível para um dado activo</i> .....	32
<i>Figura 5:1 Actuação de WB como investidor</i> .....	36
<i>Figura 5:2 Processo de Investimento Financeiro de WB</i> .....	38
<i>Figura 6:1 Processo de Investimento em acções segundo WB</i> .....	40
<i>Figura 6:2 Índice de Preços do PSI-20 e dos seus congéneres internacionais</i> .....	62
<i>Figura 6:3 Variações anuais do PSI-20 e OCZ 1Y</i> .....	63
<i>Figura 6:4 Valorização da Carteira ideal de Warren Buffett</i> .....	66
<i>Figura 6:5 Evolução da Taxa de Rendibilidade da Carteira Warren Buffett</i> .....	67
<i>Figura 6:6 Valorização das carteiras de investimento</i> .....	69
<i>Figura 6:7 Evolução da taxa de rendibilidades das carteiras</i> .....	70
<i>Figura 9:1 Desvalorização da Carteira Buy &amp; Hold</i> .....	114
<i>Figura 9:2 Evolução da taxa de Rendibilidade da Carteira Buy &amp; Hold</i> .....	114
<i>Figura 9:3 Desvalorização da Carteira Índice</i> .....	115
<i>Figura 9:4 Evolução da taxa de Rendibilidade da Carteira Índice</i> .....	115

## SIMBOLOGIA E NOTAÇÕES

BCP	Banco Comercial Português
BES	Banco Espírito Santo
BK	Berkshire Hathaway
CAC 40	Índice de referência das maiores empresas cotadas na Bolsa de Paris
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CF	Cash Flows
CI	Carteira de Investimentos
CML	Capital Market Line
D/E	Debt to Equity Ratio
DAX 30	Índice de referência das maiores empresas cotadas na Bolsa de Frankfurt
DOW JONES IND	Índice de referência das maiores empresas industriais cotadas norte-americanas
EPS	Earnings per Share
EURO STOXX 50	Índice de referência das maiores empresas cotadas nos mercados europeus
FCFPS	Free Cash Flows per Share
FTSE MIB	Índice de referência das maiores empresas cotadas na Bolsa de Londres
GA	Gestão Activa
GP	Gestão Passiva
HEM	Hipótese de Eficiência dos Mercados
IBEX 35	Índice de referência das maiores empresas cotadas na Bolsa de Madrid
IS	Índice de Sharpe
IT	Índice de Treynor

MIB 30	Índice de referência das maiores empresas cotadas na Bolsa de Milão
MTCI	Moderna Teoria da Carteira de Investimentos
NIKKEI 225	Índice de referência das maiores empresas cotadas na Bolsa de Tóquio
P/BV	Price to Book Value Ratio
PER	Price Earnings Ratio
PSI-20	Índice de referência das maiores empresas cotadas na Bolsa de Lisboa
PT	Portugal Telecom
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
S&P 500	Índice norte-americano Standard and Poor's 500
SML	Security Market Line
USD	Dólar norte-americano
VI	Valor Intrínseco
VM	Valor de Mercado
VOD	Vodafone Telecel
WB	Warren Buffett

## CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO

Warren Buffett (doravante, WB) é um dos investidores mais bem sucedidos nos mercados de capitais dos últimos 50 anos. Segundo o último estudo da revista norte-americana *Forbes* (2008), WB é considerado o segundo homem mais rico do Mundo, com um património acumulado de aproximadamente 38 mil milhões USD.

Este estudo tentará replicar o modelo de investimento, em termos gerais, desenvolvido por WB, no mercado accionista de referência português – PSI-20. Para tal, é conveniente compreender o percurso do investidor sob análise, o tipo de estratégias de investimento adoptadas e a sua materialização.

O objectivo deste estudo passa, essencialmente, por testar a capacidade do investidor WB em aumentar o valor patrimonial de determinada Carteira de Investimentos (doravante, CI) e consequentemente, a capacidade de aumentar o valor acima do verificado pelo mercado, procedendo, deste modo, segundo os seus parâmetros e técnicas muito singulares. Para melhor aferir esta capacidade, considerou-se uma CI *Buy & Hold* e uma CI Cópia do Mercado, além da CI réplica do modelo *buffettiano*.

O que se poderá afigurar como diferenciador, em termos de investigação, neste estudo será o teste de *Market Timing* a cada acção integrada na CI WB, de acordo com o conceito de Valor Intrínseco (doravante, VI) da empresa e sua comparação com o Valor de Mercado (doravante, VM) verificado, formulado por Williams (1938).

De resto, as estratégias de investimento utilizadas recorrem a vários modelos teóricos que, se propõem explorar neste estudo, designadamente o *Passive Screening* (análise fundamental com base num quadro de indicadores); o *Security Selection* (selecção de acções com base nos resultados da análise fundamental e qualitativa); a *Asset Allocation* (alocação de activos na carteira); a Gestão Activa (doravante, GA) e Passiva (GP) da CI; e por fim, a avaliação da *performance* das CI com base nos indicadores fundamentais da Moderna Teoria da Carteira de Investimentos (doravante, MTCI) – *Índice de Sharpe*, *Índice de Treynor*, *Alpha de Jensen*, *Appraisal Ratio* e *M-Squared*.

A amostra do estudo consiste em todas as constituintes do PSI-20 ao longo do período em análise – 1995-2008 – e período de Investimento – 2000-2008 - no caso, um grupo de trinta e nove acções. Em representação do PSI-20 e activo sem risco, ter-se-á o PSI-20 e as

obrigações do Tesouro Alemão com maturidade de um ano, respectivamente. O horizonte temporal escolhido foi o possível para um estudo académico deste género, dada a escassez de informação para um período temporal mais amplo.

Inicia-se assim, no **capítulo 2**, por uma breve descrição do percurso do Investidor WB, tanto ao nível da sua formação como ao nível da sua experiência profissional, seguindo-se, no **capítulo 3**, a enumeração das principais filosofias de investimento em acções e dentro deste grupo de filosofias, as adoptadas por WB.

Na sequência, apresenta-se o estilo de Gestão da CI enveredado por WB, em contraste com os paradigmas da MTCI, no **capítulo 4**. No **capítulo seguinte**, desenvolve-se uma breve caracterização do investidor WB.

E finalmente no **capítulo 6**, proceder-se-á à aplicação prática da política de investimento *buffettiana*, com a apresentação da metodologia adoptada, do processo de análise definido e dos resultados obtidos para as três CI.

## CAPÍTULO 2. PERCURSO DE WARREN BUFFETT

Nesta secção começar-se-á por abordar as influências que alguns pensadores e/ou profissionais de Finanças tiveram para com WB, ao longo da sua vida. De seguida, explorar-se-á a criação da Sociedade de Investimentos que tornou WB tão conhecido – Berkshire Hathaway (daqui para a frente, BK) – e proceder-se-á a uma análise do seu desempenho até aos dias de hoje.

### 2.1 Formação de Warren Buffett

Segundo Hagstrom (2005), os montantes investidos em capitais por parte de WB são elevadíssimos e com tendência consistente de crescimento. Ao longo de quatro décadas de altos e baixos dos mercados financeiros, conseguiu manter um percurso estável com sucesso.

Como é que WB arquitectou a sua filosofia de investimento? Quem influenciou a seu pensamento e de que forma integrou todos os ensinamentos?

A resposta a estas questões centrais permite aferir a razão pela qual WB enveredou por um investimento em acções tão forte.

A abordagem de investimento desenvolvida por WB é o resultado de uma mistura de paradigmas teóricos oriundos de quatro figuras consagradas em Finanças: Benjamin Graham, Philip Fisher, John Burr Williams e Charles Munger.

Graham é considerado o fundador da Análise Financeira. A sua obra mais reconhecida - *Security Analysis* (1934) – enfatiza que uma CI diversificada e composta por acções com bons indicadores fundamentais, a preços razoáveis, poderá constituir um investimento consistente.

Segundo Kilpatrick (2004), existem duas regras basilares na política de investimento segundo Graham. A primeira regra passa por *não perder*. A segunda regra consiste em *não esquecer a número um*. Esta filosofia de *não perder* levou Graham a duas abordagens de *Security Selection* (selecção de acções) que, quando aplicadas na íntegra, possam cumprir a *margem de segurança*<sup>1</sup> requerida. A primeira premissa consiste em comprar uma empresa por menos de 2/3 do Valor Líquido do Activo. A segunda resume-se à preferência por acções com o rácio *Price Earnings Ratio* (PER) baixo.

---

<sup>1</sup> diferença positiva entre o valor intrínseco apurado para um activo e o seu preço de mercado

Philip Fisher foi detentor de uma empresa de consultoria de investimentos e conquistou reputação com os seus conselhos financeiros a empresários e investidores após a Grande Depressão de 1929. Com base na experiência profissional e pessoal, Fisher chegou à conclusão de que os investidores podiam obter reais mais-valias, se investissem em empresas com potencial acima da média e aliando-se a uma administração extremamente competente (Train, 1981).

A maioria dos investidores não está disposta a investir o tempo que Fisher considerava necessário para compreender uma empresa. O desenvolvimento de técnicas de investigação e pesquisa (entrevistas, opinião pública) requer muito tempo. Assim, Fisher encontrou uma forma de reduzir a sua carga de trabalho que passa, simplesmente, pela redução do número de empresas em que investia, introduzindo o conceito de *Investimento Concentrado* (Fisher, 1958).

John Burr Williams debruçou-se sobre o VI de uma acção por sugestão de Joseph Schumpeter<sup>2</sup>, que mais tarde viria a resultar numa obra conceituada apelidada de *The Theory of Investment Value* (1938).

A teoria de Williams (1938) apresenta uma forma de atribuir um valor a uma acção ou obrigação. Este modelo pode ser reduzido a uma interpretação simples – para se saber qual o valor actual de uma acção, é necessário calcular toda a liquidez que irá render ao longo da sua vida útil e, em seguida, converter esse resultado, novamente, para um valor actualizado à data. É esta metodologia subjacente que WB utiliza para avaliar empresas e, conseqüentemente, acções.

Segundo Kilpatrick (2004), Charles Munger, por sua iniciativa, formou uma sociedade de investimento muito semelhante à de WB, partilhando a mesma abordagem de investimento: comprar com desconto em relação ao valor subjacente.

Munger trouxe uma filosofia de investimento algo diferente de WB. Enquanto WB procurava somente oportunidades a preços reduzidos, Munger acredita que se deve, igualmente, pagar um preço justo por empresas de qualidade. Esta “nova” perspectiva de investimento mistura influências de várias ciências sociais, antecedentes de Direito e conhecimentos financeiros (Hagstrom, 2000).

---

<sup>2</sup> famoso economista austríaco, autor da teoria de Destruição Criativa

Em suma, Graham facultou a WB a base intelectual para investir em mercados de capitais – a *margem de segurança* – e auxiliou WB a controlar as suas emoções de modo a tirar proveito das flutuações dos mercados. Fisher transmitiu a WB uma metodologia actualizada e viável, que lhe permitiu identificar bons investimentos e gerir uma carteira de acções numa perspectiva de longo prazo, além de lhe ter ensinado a importância de se concentrar num número reduzido de empresas. Williams, por seu lado, forneceu-lhe um modelo matemático capaz de calcular o valor real das acções. Por fim, Munger mostrou as vantagens da capitalização do investimento, por vários anos, em empresas de alta qualidade (Davis, 1990).

“*Não basta ter uma grande inteligência... o mais importante é aplicá-la correctamente*”, escreveu em tempos, *Descartes*. E acaba por ser a capacidade de colocar em prática que, separa WB de outros gestores profissionais de carteiras compostas, maioritariamente, de acções. Não obstante as competências dos restantes gestores de carteiras, WB destaca-se devido à sua aptidão para integrar as estratégias de quatro especialistas em Finanças numa única abordagem consistente (Hagstrom, 2005).

## 2.2 Criação da Berkshire Hathaway

A BK é uma *holding* norte-americana que supervisiona e gere um conjunto de subsidiárias. A *performance* histórica das participações tomadas por intermédio da empresa BK é um excelente exemplo da capacidade de WB para incrementar valor (Hagstrom, 2005).

Em 1965, quando assumiu o controlo da BK, o preço das acções tinha caído imenso e muitos especialistas já alertavam para uma falência eminente da empresa, dado que a BK não passava de uma empresa medíocre do sector têxtil a atravessar sérias dificuldades financeiras (Buffett, 1984).

Porém, de acordo com Loomis (1988), este quadro de crise começou a ser revertido com a entrada de WB na administração da empresa e a resultante mudança de estratégia. No seguimento de uma análise aos vários negócios da empresa, ficou claro para WB, que a venda de seguros estava em ascensão.

A mudança da estrutura de negócios da BK seguia o seu rumo e com a incorporação, em 1978, de uma grande companhia seguradora norte-americana – Wesco Financial Institutional – deu-se um passo importante nesse sentido e em virtude dos lucros (retidos) avultados



decorrentes da actividade seguradora, a *holding* acabou por servir de veículo para o investimento financeiro noutras sociedades.

Ao longo das últimas quatro décadas, a CI financeiros da BK tem tido participações em variados sectores (Buffett e Clark, 2008). Os mais representativos são o sector dos seguros e entidades financeiras, ramo alimentar, construção, logística, média, vestuário, mobiliário e bens de luxo. Com excepção do sector da construção e mobiliário, todos se enquadram nos sectores dito estáveis. Ao contrário de grande parte do segmento de bens transaccionáveis, este tipo de sector está menos exposto aos ciclos económicos, em média, e normalmente é aconselhado, pelos especialistas, em tempos de *Bear Market*. Tal deve-se ao facto de este tipo de negócio não ser tão afectado com as retracções em cadeia das contas nacionais agregadas, como o Produto Interno Bruto (PIB), Consumo Global, Investimento, ou mesmo perca de confiança na Economia. A título de exemplo, mesmo em tempos de crise económica as pessoas não deixam de comprar bens alimentares.

### 2.3 Evolução da rendibilidade da Berkshire Hathaway

Neste ponto, far-se-á uma apreciação sobre a valorização da empresa gerida por WB (desde que existem dados disponíveis) e uma análise comparativa com o mercado accionista de referência norte-americano – Índice *S&P 500* -, cuja composição reúne as 500 maiores empresas norte-americanas.

De acordo com os dados constantes na Tabela 2:1, a taxa de rendibilidade anualizada da BK supera os 20%, ou seja, o valor do património da empresa cresceu, ao longo de 44 anos, a ritmo na ordem dos 20% ao ano. Quanto aos dados retirados para o mercado norte-americano, a taxa de remuneração do capital não atingiu os 9% ao ano. Disto resulta, um incremento médio patrimonial (anual) face ao respectivo mercado acima dos 11%.

Ora, o grande objectivo de WB, à partida, está plenamente alcançado, inclusivamente, o *S&P 500* foi superado na totalidade dos cinco subperíodos.

Em termos práticos, se tivesse adquirido uma participação de 100 USD na BK, no início de 1965, a mesma participação valeria no final de 2008, 462,32 USD (em termos patrimoniais). E se, por outro lado, tivesse adquirido o mesmo valor no índice *S&P 500*, no início 1965, teria em carteira no final de 2008, apenas 104,28 USD, constituindo assim, uma diferença absoluta de 358 USD.

Tabela 2:1 Desempenho empresarial da Berkshire Hathaway vs. Índice S&amp;P 500

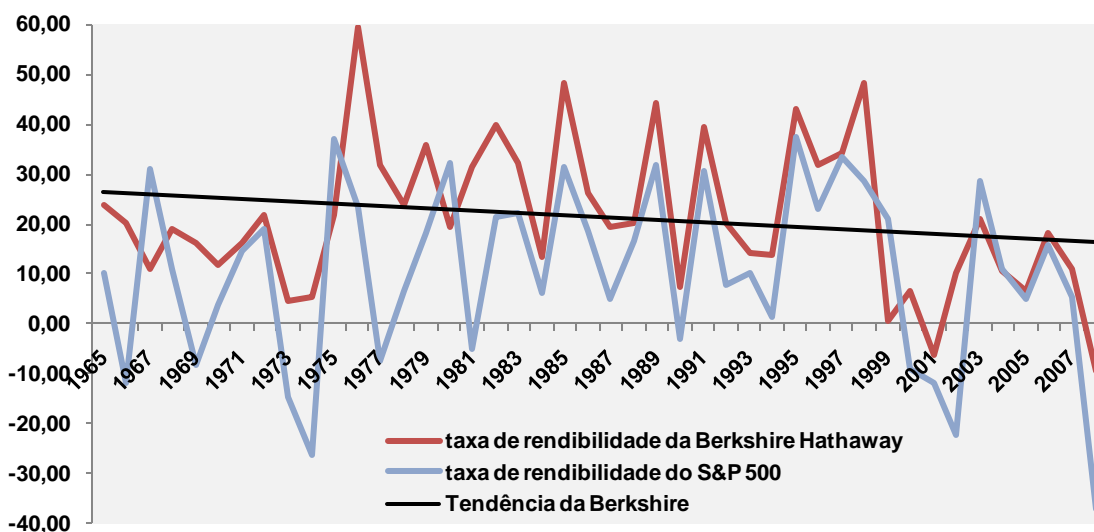
Período	(1)	(2)	(1) - (2)
1965-1974	15,06	2,80	12,26
1975-1984	30,94	15,52	15,42
1985-1994	25,38	15,00	10,38
1995-2004	19,96	14,01	5,95
2004-2008	7,34	0,02	7,32
<b>taxa de rendibilidade global anualizada 1965-2008</b>	<b>20,30</b>	<b>8,90</b>	<b>11,40</b>
<b>taxa de rendibilidade global 1964-2008</b>	<b>362,32</b>	<b>4,28</b>	

Fonte: dados retirados do Relatório e Contas anual (2008) da Berkshire Hathaway

Legenda: (1) representa a taxa média de rendibilidade do Valor patrimonial da BK para cada período, (2) interpreta a taxa média de rendibilidade anual do índice S&P 500 (incluindo dividendos) e, por último, (1) - (2) representa a taxa de rendibilidade anual relativa entre a BK e o S&P 500; valores em percentagem.

O que realmente é impressionante nesta comparação é a constatação de 11 anos negativos para o índice S&P 500, alguns deles acima dos dois dígitos, enquanto que a BK obteve valorizações significativas, em iguais períodos temporais, tornando a diferença de valores mais dilatada. De realçar, o registo de dois anos negativos, também, para a BK, caracterizados pela instabilidade dos mercados de capitais internacionais, em especial norte-americanos, fruto dos efeitos negativos do *Boom* das empresas tecnológicas de 2001 e da crise do *subprime* em 2008.

Figura 2:1 Evolução da taxa de rendibilidade da Berkshire e do S&amp;P 500

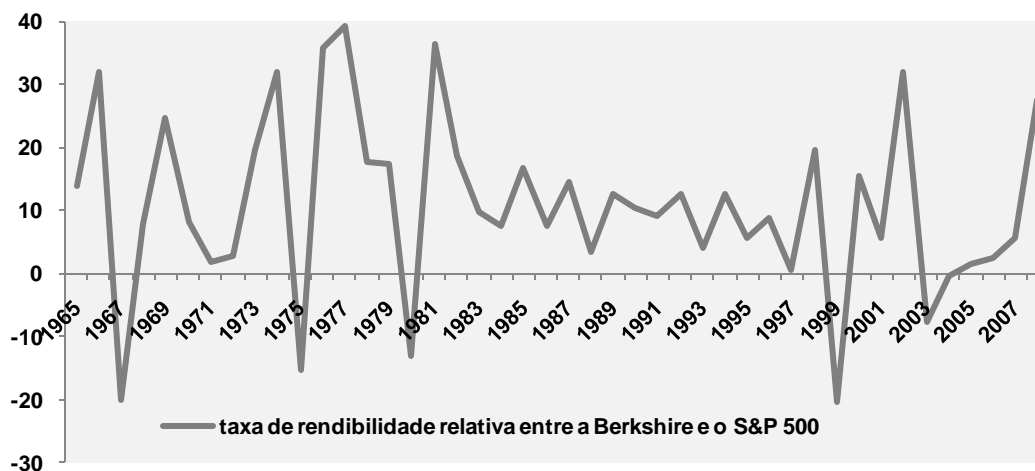


\*valores em percentagem

Fonte: dados retirados do Relatório e Contas anual (2008) da Berkshire Hathaway

Com recurso à figura 2:2, apenas em 6 anos a BK obteve *performances* abaixo do índice S&P 500, tendo, por isso ultrapassado a *performance* bolsista do índice nos restantes 36 exercícios. Em média, desde que o veículo de investimento de WB entrou em actividade, alcançou uma rendibilidade global anualizada acima do *benchmark* na ordem dos 11,4%. Em 1977, um ano negativo para o índice das maiores empresas cotadas nas bolsas norte-americanas, alcançou uma rendibilidade adicional ao mercado máxima na ordem dos 39% e, pelo contrário, em 1999, auferiu uma *performance* de 20,5% aquém do índice.

Figura 2:2: Evolução da taxa de rendibilidade relativa entre a BK e o S&P 500



\*valores em percentagem

Fonte: dados retirados do Relatório e Contas anual (2008) da Berkshire Hathaway

Estes resultados acima dos verificados pelo mercado de referência, só são possíveis devido aos investimentos directos – compra de acções - efectuados em empresas acima da média. Tais resultados premeiam o estilo de investimento focado e adverso a três correntes teóricas clássicas de Finanças: a MTCI (1952), o Modelo de Equilíbrio CAPM (1966) e a Hipótese de Eficiência dos Mercados (daqui para a frente HEM, 1970).

Em termos de evolução bolsista, o desempenho da empresa BK foi ainda mais favorável. Em parte, deve-se ao mediatismo de que a empresa foi alvo nos últimos 10 anos, levando ao aparecimento de aquisições de acções em massa, puramente especulativas, da empresa, provocando, assim, o aumento exponencial do seu preço de mercado.

## CAPÍTULO 3. FILOSOFIAS DE INVESTIMENTO EM ACÇÕES

Um investimento em acções não é a mesma coisa que ir ao casino, ou seja, a compra de acções baseada num palpite ou num golpe de sorte estará condenada, à partida, ao fracasso, dado que os mercados accionistas comportam-se, fundamentalmente, de forma racional (Sharpe, 1964).

Portanto, “*um gestor precisa de uma filosofia de investimento*” Damodaran (2003), capaz de tornar o investimento uma decisão o mais racional possível, tendo em conta que “*uma filosofia de Investimento é uma maneira coerente de pensar como os mercados funcionam (ou não)*” Damodaran (2003), ou seja, é um mecanismo que permite adaptar cada tipo de investimento ao mercado subjacente.

### 3.1 Enquadramento teórico

Segundo Damodaran (2003), não existe uma estratégia de investimento para todos os investidores, pois cada investidor tem as suas expectativas, motivações e idiosincrasias próprias.

A filosofia de investimento é determinada através de três aspectos distintos – características pessoais, características financeiras e visão sobre os mercados.

#### 3.1.1 Características pessoais

Como existem filosofias de investimento mais arriscadas que outras ou mais curtas que outras, torna-se fundamental definir o perfil de cada investidor por via de cinco traços de personalidade. Entre estes, temos:

- Paciência: algumas estratégias de investimento requerem perseverança. Deve ter-se a plena consciência de que algumas estratégias de investimento podem demorar vários anos até recompensar o investimento. Se o investidor for pouco paciente, deve adoptar estratégias de investimento que providenciem rendimentos de curto prazo;
- Nível de aversão ao risco: a capacidade do investidor em suportar risco terá um papel fundamental na filosofia ou estratégia de investimento a adoptar. Se o investidor tem grande aversão ao risco e adopta uma estratégia arriscada – *trading* com base em apresentações de resultados – não terá grande viabilidade no longo prazo;

- Individualidade / seguidor: algumas estratégias de investimento seguem os movimentos das massas (e dos especialistas de finanças); outras, actuam de forma precisamente oposta. A estratégia indicada para cada investidor está relacionada com a vontade de seguir os procedimentos convencionais ou, pelo contrário, seguir uma política de investimento alternativa;
- Tempo concedido no investimento: algumas estratégias de investimento carecem de mais tempo e recursos do que outras. Na generalidade, estratégias de curto prazo baseadas em avaliações contínuas do VM (ou em *trading* com base em apresentações de resultados) são mais exigentes em termos de tempo e informação do que estratégias *buy & hold* de longo prazo;
- Idade: se o investidor agir individualmente, a sua idade fará a diferença na escolha da estratégia de investimento, ou seja, filosofias de investimento que poderia considerar atractivas numa idade mais jovem, podem tornar-se inapropriadas passados uns anos, devido à experiência acumulada e a objectivos diferentes.

### **3.1.2 Características financeiras**

A escolha da filosofia de investimento também é influenciada pela capacidade financeira do investidor – capacidade de gerar lucros, quantidade de fundos para investir, necessidades de liquidez ou planeamento fiscal.

- Capacidade de gerar lucros: se o investidor espera obter rendimentos capazes de superar substancialmente as despesas, terá criado as condições para alargar o leque de estratégias de investimento possíveis. Neste caso, poderia considerar uma estratégia pouco rentável no curto prazo, mas que prenuncia grandes recompensas no longo prazo;
- Quantidade de fundos para investir: o leque de estratégias de investimento aumenta em linha com o acréscimo da quantidade de fundos disponíveis;
- Necessidades de liquidez: quanto mais curta for a previsão de necessidade de capital, menor será o horizonte temporal do investimento, o que obrigará a tomar estratégias de curto prazo. Se não houver necessidades de capital no curto prazo, poderá enveredar por estratégias de investimento mais longas;

- Planeamento fiscal: investidores que se defrontem com taxas de imposto elevadas sobre as mais-valias, irão optar por estratégias de investimento que minimizem as taxas sobre os ganhos financeiros (ou que difiram as taxas por vários períodos) – estratégias “longas”.

### **3.1.3 Visão sobre os mercados**

Esta componente é provavelmente a mais difícil de categorizar em cada investidor, por duas razões essenciais. A primeira está associada ao conhecimento sobre os mercados, adquirido por vias menos profissionais – por intermédio de amigos, familiares ou por depoimentos de especialistas na área. Em segundo lugar, a visão sobre o comportamento dos mercados e sobre o desempenho das próprias estratégias de investimento tenderá a mudar com o tempo; porém, todas as decisões tomadas em cada momento baseiam-se no conhecimento vigente.

## **3.2 Tipo de Filosofias de Investimento**

Actualmente, existe um conjunto alargado de estratégias de investimento. Iremos abordar apenas algumas delas, categorizando-as em três tipos distintos – horizonte temporal, visão sobre os mercados e necessidades de liquidez. No entanto, algumas destas categorizações são imprecisas, isto é, uma estratégia pode ser mais de médio prazo do que de longo prazo ou pode ser mais oportunista do que contrária. Ainda assim, não deixam de ser úteis para tentar enquadrar o investidor (Damodaran, 2003).

### Horizonte Temporal

O horizonte temporal necessário para ter sucesso numa filosofia de investimento está relacionado com próprios objectivos da mesma. Existem as estratégias de longo prazo, segundo uma delas, passa por investir em empresas com má reputação (acções com descidas nos últimos seis meses ou último ano). Este tipo de estratégias impõem que se invista em cinco ou mais anos e o sucesso do investimento não está garantido à partida.

Por outro lado, temos as estratégias em que o horizonte temporal é medido em horas ou dias, onde sobressai o *trading* sobre potenciais ganhos após anúncios ou as estratégias de pura arbitragem sobressaem. Na parte intermédia, surgem as estratégias que necessitam de vários meses para se manifestarem – comprar acções com robustez relativa é um claro exemplo –, podendo chegar a anos.

### Necessidades de liquidez

Os recursos necessários para investir em mercados de capitais também variam em função das estratégias adoptadas. Algumas estratégias requerem montantes de investimento elevados para que os benefícios que delas derivam – baixos custos de transacção, grandes posições em empresas específicas e alguma diversificação – se possam fazer sentir. Isto acontece, por exemplo, com as estratégias activas de *Value* e *Growth Invest*.

Outras estratégias podem ser viáveis mesmo para investidores com carteiras pequenas – adoptando um estilo mais flexível, onde se passa mais facilmente de uma estratégia de *Value Investing* para outra estratégia de *Growth* e vice-versa, dependendo das expectativas de crescimento dos lucros no futuro.

Finalmente, existem algumas estratégias que requerem CI com alguma dimensão, capazes de obter baixos custos de transacção e fácil acesso ao crédito, mas não tão grandes ao ponto de, cada vez que se transaccionar, poder ter impacto sobre os preços. Um exemplo a tomar é o caso das estratégias de pseudo-arbitragem ou arbitragem adjacente.

### Visão sobre os mercados

Poder-se-á classificar as estratégias de investimento em três grupos, de acordo com as expectativas sobre o mercado subjacente. O primeiro conjunto de estratégias pode ser classificado como estratégias de *momentum* (dinâmicas) – baseiam-se na hipótese de que o que aconteceu no passado recente tende a continuar no futuro. Aqui, deve-se incluir a maioria dos indicadores técnicos de *momentum*, tais como linhas de tendência e robustez relativa, assim como o Investimento em Crescimento baseado no *momentum* impulsionado pelo crescimento dos lucros anunciado por empresas.

O segundo conjunto de estratégias é apelidado de *contrarian* (estratégias contrárias), onde se assume que existe a tendência para que todos os aspectos que estão por detrás do desempenho da empresa - crescimento dos resultados, rentabilidade do capital próprio e os múltiplos (*Price Earnings Ratio*, *Earnings per Share*) – possam influenciar a retoma de valores próximos das médias históricas.

O terceiro conjunto é dado pelas estratégias oportunistas, onde se assume que os mercados cometem erros, que podem levar, por vezes, a variações dos preços altíssimas (sem indicadores fundamentais que o expliquem – estratégia *contrarian*), podendo, noutras vezes,

levar a variações dos preços curtíssimas (sem indicadores fundamentais que o expliquem – investidores de *Momentum*). A maioria das estratégias de arbitragem – e algumas baseadas em análise técnica (padrões de preços e ciclos) – podem ser classificadas neste grupo.

De notar que ainda existe um quarto grupo que não é retratado, explicitamente, na tabela seguinte. Se assumirmos que os mercados são eficientes, os erros são aleatórios e os dois sentidos dos mercados (ascendente e descendente) não são susceptíveis de ser previstos por investidores ou especialistas. A estratégia adequada é a indexação (CI cópia do Índice).

Na Tabela 3:1 encontram-se representadas as estratégias de investimento mais utilizadas em mercados de capitais, assentes no horizonte temporal e nas crenças de mercado de cada investidor. Há que destacar, também, as estratégias que não são muito viáveis para os pequenos investidores – carecem de grandes quantidades de capital (em itálico).



Tabela 3:1 Categorias das Filosofias de Investimento

	<i>Momentum</i>	<i>Contrarian</i>	<i>Oportunista</i>
Curto prazo (dias até algumas semanas)	<p><u>Análise técnica – Momentum</u>: comprar acções baseando-se nas tendências e volume de transacções elevado.</p> <p><u>Negociação em eventos</u>: comprar após surgir notícias positivas (apresentação de resultados e dividendos ou apresentação de aquisições)</p>	<p><u>Análise técnica – Contrária</u>: praticado por <i>hedge funds</i> e por particulares, através de derivados e vendas a descoberto.</p>	<p><u>Arbitragem pura em derivados e mercados de taxa fixa</u>.</p> <p><u>Análise técnica pura</u>: procurar padrões técnicos na evolução dos preços – “cabeça” e “ombros”.</p>
Médio prazo (alguns meses até 1 / 2 anos)	<p><u>Robustez relativa</u>: comprar acções que têm subido nos últimos meses.</p> <p><u>Negociação em eventos</u>: comprar acções small cap<sup>3</sup> após compras de investidores com informação privilegiada na(s) empresa(s).</p>	<p><u>Market timing</u>: baseado em P/L normais ou por taxas de juro a níveis normais.</p> <p><u>Negociação em eventos</u>: comprar após notícias negativas (comprar na semana seguinte à saída de maus resultados e vender passados uns meses).</p>	<p><u>Oportunidades de arbitragem adjacentes</u>: comprar com desconto no fecho de fundos.</p> <p><u>Oportunidades de arbitragem especulativas</u>: comprar curta e longa de acções ou arbitragem em fusões.</p>
Longo prazo (alguns anos)	<p><u>Growth investing</u>: comprar acções onde o potencial crescimento é vendido a um preço razoável (PEG ratios)</p>	<p><b><u>Value Investing (Passive Screening)</u></b>: comprar acções com PER, P/BV e P/Vendas baixos.</p> <p><b><u>Contrarian Value Invest</u></b>: comprar empresas com má reputação ou que tenham sido alvo de notícias depreciativas.</p>	<p><b><u>Activist Growth Invest</u></b>: assumir grandes participações em empresas pequenas e/ou em fase de crescimento (<i>private equity</i> e investimento em <i>venture capital</i>).</p> <p><b><u>Activist Value Invest</u></b>: tomar participações substanciais em empresas mal geridas para poder imprimir mudanças na gestão.</p>

Legenda: em *itálico*, temos as estratégias pouco viáveis para pequenos investidores e em **negrito**, temos as estratégias utilizadas por WB.

<sup>3</sup> Acções com baixa capitalização bolsista

### 3.3 A Filosofia de Investimento Certa

Quando o investidor sabe o que pretende do investimento, definindo as suas preferências e necessidades pessoais (ou colectivas), a eleição da filosofia de investimento mais adequada deverá ser um exercício fácil. Porém, existem dois caminhos:

- Melhor estratégia única: o investidor escolhe a estratégia que melhor se enquadra nas suas ambições;
- Combinação de estratégias: pode-se enveredar por uma combinação de estratégias maximizadoras da rentabilidade da carteira. Neste caso, deve ter-se o cuidado de não misturar estratégias que tenham pressupostos contraditórios acerca do comportamento dos mercados para o mesmo período de investimento (por exemplo: a estratégia de robustez relativa não é compatível com a estratégia de compra após anúncios de resultados negativos, uma vez que a primeira considera que os mercados reagem devagar, enquanto a segunda, aposta na euforia dos mercados).

### 3.4 Estratégias de Investimento eleitas por Warren Buffett

Como pudemos verificar a negrito na tabela anteriormente apresentada, Buffett é categorizado como um investidor a longo prazo, oportunista e contrário às “massas”. Como tal, adopta um grupo de três estratégias *Value Investing* (Investimento em Valor): *Passive Screening* (Análise Fundamental selectiva), *Activist Value Invest* (Investimento Activo em Valor) e *Contrarian Value Invest* (Investimento “Contrário” em Valor).

Segundo Damodaran (2003), o sucesso de WB é fruto da sua visão de longo prazo para as empresas e à sua disciplina – manutenção da filosofia de investimento mesmo quando estava perante fracassos a curto prazo.

A sua gestão da CI é claramente activa. Esta acompanha as tendências do mercado – *Bear*<sup>4</sup> e *Bull Market*<sup>5</sup> – e as más avaliações que o mercado faz acerca dos activos constituintes ao longo do tempo. O seu objectivo passa por maximizar a CI e, conseqüentemente, bater o mercado. Quando as bolsas atingem valores mínimos históricos, WB investe fortemente.

---

<sup>4</sup> estado depressivo dos mercados, provocando incerteza e insegurança nos agentes económicos

<sup>5</sup> estado de euforia dos mercados, provocando grande confiança e entrada maciça nos mercados

No entanto, WB, ao contrário da maioria dos investidores, não dá demasiada importância aos ciclos económicos até porque, normalmente, as alterações fazem sentir-se antes nas praças financeiras internacionais.

Regra geral, WB só investe quando o VM está abaixo do seu VI estimado para a acção, de acordo com os princípios da teoria de Graham (1934). Portanto, o processo de *Market Timing* tem um peso muito importante na decisão de tomar posições compradoras e vendedoras. Em termos comparativos, este método de avaliação detêm mais importância que a situação verificada pelos mercados financeiros no momento, isto é, se estão em estado *Bear Market* ou em estado *Bull Market*.

### 3.4.1 Value Investing

*Value Investing* (Investimento em Valor) é uma estratégia de investimento que procura empresas que estejam “baratas” para o nível de resultados e valores contabilísticos que apresentam. Como pretende apostar em activos subavaliados pelo mercado – *Security Selection* - é uma estratégia gerida de forma activa e com um forte suporte empírico. O grande mentor desta estratégia de investimento é o Benjamim Graham. (Fama e French, 1998)

Segundo French (1998), o *Growth Investing* (Investimento em crescimento), ao contrário do *Value Investing*, procura acções cujo potencial de crescimento está subavaliado pelo mercado. Uma *growth security* é uma acção que está a crescer mais que o mercado.

Em termos práticos, um investidor em valor preocupa-se com o que paga, pois o valor de compra influenciará o nível / prazo de retorno do investimento. Por outro lado, um investidor em crescimento interessa-se somente no potencial do investimento, ou seja, na sua forte capacidade de criar riqueza.

Um investidor “*Value*” procura empresas com rácios financeiros, na óptica do mercado, acima da média, que possibilitem investir em condições extremamente favoráveis. No ponto 6.1.2 *Análise fundamental e qualitativa das empresas cotadas no PSI-20* iremos analisar os rácios em pormenor.

As vertentes do modelo *Value Investing*, seguidas por WB, são as seguintes: *Passive Screening* (quadro comparativo com indicadores), *The Contrarian Value Invest* (Investimento em Valor Contrário) e *Activist Value Invest* (Investimento em Valor Maioritário).

### 3.4.1.1 *Passive Screening*

Um estudo feito por Oppenheimer (1984), para o período compreendido entre 1974 e 1981, concluiu que as CI baseadas nos resultados do *Passive Screening* obtiveram rendibilidades acima do mercado.

Um investidor “*Value*” procura acções com bons indicadores fundamentais, designadamente resultados ou dividendos elevados e que, simultaneamente, se encontrem em negociação bolsista por um preço sensivelmente abaixo do seu nível de qualidade (PER reduzido).

Neste caso, os investidores acreditam que activos com determinadas características - boa administração, baixo nível de risco e negócio de qualidade - conseguem superar outros activos, pelo que a chave para o sucesso do investimento passa por identificar essas mesmas características, recorrendo para tal a um *Passive Screening* com alguns indicadores fundamentais (Damodaran, 2003):

1. *Price Earnings Ratio* (PER) que multipliquem em mais do dobro o valor de rendimento de uma obrigação AAA.
2. PER menor ou igual que 40% da média dos PER de todos os activos dos últimos 5 anos.
3. Rendimento dos dividendos (*Dividend Yield*) maior que 2/3 do rendimento de uma obrigação de empresa.
4. *Price* (VM) menor que 2/3 do *Book Value* (valor contabilístico tangível).
5. *Price* (VM) menor que 2/3 do Valor Líquido do Activo Circulante.
6. *Debt to Equity Ratio* (D/E) menor que 1.
7. Activo Corrente duas vezes maior que o Passivo Corrente.
8. Passivo Total duas vezes inferior ao Activo Circulante.
9. Taxa de crescimento dos *Earnings per Share* (EPS) nos últimos dez anos acima de 7%.
10. Não mais de dois anos de resultados negativos nos últimos 10 anos.

Desde modo, e de acordo com este método, qualquer empresa que preencha estes requisitos (ou grande parte deles) terá excelentes condições para integrar a CI.

#### **3.4.1.2 The Contrarian Value Investor**

Este estilo de investimento baseia-se na expectativa de que, acções em queda devido a rótulos depreciativos - investimentos duvidosos, risco de incumprimento elevado, má administração de empresa ou no limite, por rumores - colocados por profissionais de Finanças, tendem a ser fortemente punidas pelos mercados sem análise substantiva que o corrobore. De igual modo, acções vistas como ótimos investimentos são impulsionadas pelos mercados.

O investidor “*Contrarian Value*” procede de forma exactamente oposta à seguida pelo mercado e demais seguidores, isto é, quando determinada acção dotada de bons fundamentais está a sofrer quedas bolsistas por causa dos motivos anteriormente enunciados, este tipo de investidor aproveita para comprar o activo a preço de mercado abaixo do seu potencial, ao contrário das “massas”, que estarão a reduzir as suas posições no activo ou simplesmente, a evitá-lo.

Neste aspecto, existe alguma evidência académica no sentido de que os mercados reagem de forma desmesurada a notícias positivas ou negativas, em especial no longo prazo e quando em determinado período as acções com desempenho externo (quer positivo ou negativo) tendem para a reversão do desempenho, no período seguinte. Contudo, tal apenas sucederá se o período estiver consignado em termos anuais.

Por vezes, WB utiliza este estilo de investimento para tomar decisões de compra ou venda de participações, de modo a aproveitar as reacções dos mercados a certos eventos (positivos ou negativos) que afectam o desempenho bolsista das empresas (Clark, 2008).

#### **3.4.1.3 Activist Value Invest**

Esta estratégia de investimento consiste na aquisição maioritária do capital próprio de determinada empresa, possibilitando uma intervenção mais forte na gestão da empresa adquirida.

Para ter sucesso neste tipo de estratégia é necessário possuir enormes recursos financeiros e ter grande credibilidade no mercado, como investidor, alcançada com investimentos

precedentes bem sucedidos. Contudo, existem poucos investidores (ou mesmo gestores profissionais) que preenchem os dois requisitos anteriores.

A evidência académica sobre os efeitos do investimento activo não é conclusiva. De resto, um estudo de Walking (1996) concluiu que existe uma reacção residual no preço da empresa alvo de mudanças implementadas pelo investidor maioritário.

Nos últimos anos, WB tem vindo a tornar-se um investidor mais activo (*Active Value Investor*) e interveniente na gestão das empresas adquiridas do que inicialmente. Tal facto deve-se, em parte, à divulgação dos seus investimentos financeiros bem sucedidos pelos Média, despoletando um movimento de imitadores, capazes de seguir todos os movimentos de WB no mercado, dificultando sobremaneira a acumulação de grandes posições a preços atractivos. Assim, para evitar a especulação de preços, por parte dos imitadores, no seguimento de uma aquisição minoritária, WB tem vindo a alterar a sua posição no mercado. Normalmente, adquire-se a maioria do capital próprio de uma empresa por dois motivos:

- Porque está subavaliada pelo mercado;
- Porque está a ser mal gerida - não está a aplicar bem os lucros retidos ou está a perder o rumo da actividade da empresa, afastando-se do seu *core business*<sup>6</sup>.

Nestes casos, a posição privilegiada surge para provocar mudanças criadoras de valor, isto é, o investidor maioritário actuará como catalisador da mudança e, conjuntamente, vai retirando dividendos com o processo.

### 3.5 Adaptações ao modelo por Warren Buffett

De acordo com Damodaran (2003), a estratégia de investimento utilizada por WB é mais complexa que a aproximação original de Graham – *Passive Screening*. Ao contrário de Graham, que praticava uma estratégia de investimento muito conservadora, WB tenta estender a sua estratégia a um conjunto mais alargado de empresas tipo, seja empresas em fase de grande crescimento ou empresas em estado de maturação – empresas com potencial de crescimento (*growth securities*).

Ambos recorrem ao *Passive Screening* para procurar as empresas alvo. Todavia, na escolha dos indicadores existem diferenças de relevo: enquanto Graham segue apenas indicadores

---

<sup>6</sup> negócio principal

quantitativos (descritos no ponto 3.4.1 *Value Investing*), WB está disposto a considerar indicadores qualitativos (qualidade da administração, tipo de negócio) ao invés de alguns indicadores quantitativos menos relevantes. Seguem-se os principais indicadores qualitativos adicionados por WB ao modelo:

- Empresas de média ou grande dimensão;
- Administração competente, credível e racional;
- Empresas com *monopólio de clientes*;
- Empresas com negócio compreensível e que atinjam lucros “fáceis”;
- Empresas estáveis.

O sector de actividade de bens transaccionáveis tende para o lucro nulo, pois geralmente actua em concorrência perfeita, podendo apresentar lucros erráticos e, por conseguinte, difíceis de prever. Portanto, WB procura empresas que detenham uma marca própria inconfundível ou que prestem serviços imprescindíveis à actividade de outras empresas – *monopólio de consumidores* - ou que estejam imunes a ciclos económicos e que, por isso, conseguem apresentar resultados positivos constantes, permitindo prever a actividade futura com uma fiabilidade considerável.

Segundo Clark (2008), a expressão *monopólio de consumidores* aplica-se a produtos / serviços insubstituíveis ou que já têm uma aceitação de tal forma difundida na comunidade que mesmo que sejam constituídas novas empresas concorrentes não poderão competir com esses. Neste ponto, os autores subdividem o tipo de negócio em três:

- Produtos que se gastam depressa ou que são utilizados rapidamente; produtos com marca original reconhecida pelo público em geral (por exemplo: Coca-Cola, Gillette);
- Negócios em comunicações que fornecem um serviço repetitivo, que os fabricantes tenham de usar para persuadir o público a comprarem os seus produtos (por exemplo: Portugal Telecom);
- Negócios que fornecem serviços de consumo repetitivo de que as pessoas e empresas necessitem constantemente (por exemplo: Brisa).

Citando Clark (2008): “...um negócio pode crescer em valor sem requerer mais injeções de capital...”, sendo este o ideal de negócio que WB procura para os seus investimentos – a capacidade de gerar valor sem recorrer a novos investimentos – pois, neste caso, os lucros operacionais não estão a ser “consumidos” por custos financeiros ou reduções de capital.

Buffett considera que uma empresa que aplica bem os seus lucros retidos – histórico de elevadas taxas de rentabilidade do Capital Próprio - deve reter o máximo de resultados transitados e se, por outro lado, a empresa não aplica tão bem os lucros retidos, deve distribuir dividendos aos accionistas ou recomprar acções próprias.

Mas o que realmente é diferenciador no investimento *buffettiano* é a sua perspectiva de Negócio, com horizonte temporal longo para tirar partido da capitalização (reinvestindo os dividendos), evitando, assim, custos de transacção, carga tributária sobre mais-valias e demasiada dispersão.

Este tipo de investimento só é possível para alguém que desenvolve um estudo exaustivo sobre as empresas em que pretende investir, conseguindo, simultaneamente, prever resultados e indicadores financeiros para um prazo alargado com grande fiabilidade e coerência. Buffett recorre aos Relatórios e Contas das empresas e a informação específica sobre o negócio de cada empresa, a fim de conseguir seleccionar um grupo restrito de empresas favoritas, que serão acompanhadas até que percam grande parte das qualidades encontradas.

### 3.6 Breves conclusões

A selecção da filosofia de investimento é a base para ter sucesso no investimento em mercados de capitais. Para fazer a selecção correcta, o investidor terá de traçar o seu perfil pessoal. A melhor estratégia de investimento é aquela que consegue responder à personalidade e às necessidades intrínsecas do investidor.

Em suma, a escolha da filosofia de investimento é a única coisa que está sob o controlo do investidor.

No caso particular de WB, como possui elevados rendimentos, é muito paciente e não tem necessidades de liquidez no imediato, acabando por escolher uma combinação de estratégias que podem acarretar um risco considerável no curto prazo, mas que terão possibilidades únicas de recompensarem no longo prazo.



A expectativa acerca do comportamento dos mercados e dos seus intervenientes influencia fortemente a escolha da filosofia de investimento. Neste particular, pode-se chegar à conclusão de que os mercados reagem desmesuradamente a notícias ou acontecimentos (estratégias “contrárias”); que os mercados agem demoradamente (estratégias *momentum*); que os mercados erram nas duas direcções (estratégias oportunistas) ou, pura e simplesmente, os erros cometidos pelos mercados são aleatórios. Sabendo que as expectativas individuais são afectadas, por norma, pela experiência adquirida como investidor, estas irão evoluir ao longo do tempo e as estratégias de investimento segui-lo-ão.

O que realmente congrega todos os estilos de *Value Investing* num só, é a sua clara noção de que empresas subestimadas pelos mercados, seja por causa do seu mais recente desempenho ou por causa dos problemas do seu sector, podem vir a tornar-se grandes investimentos financeiros.

## CAPÍTULO 4. GESTÃO DA CARTEIRA DE INVESTIMENTOS

Neste capítulo apresentar-se-á a teoria básica da gestão da CI muito própria de WB – gestão de CI centrada – havendo, depois, lugar a algumas opiniões de WB sobre algumas das teorias académicas mais difundidas em Finanças, como a *Modern Theory of Portfolio* (MTCI), conceito de risco, diversificação e HEM.

### 4.1 Gestão da Carteira de Investimentos Concentrada

Segundo Hagstrom (2005), em traços gerais, o conceito de Investimento Concentrado consiste na escolha de alguns activos com probabilidades de produzir rendibilidades superiores à média de longo prazo de forma a concentrar o grosso dos investimentos em poucos activos e ter a firmeza necessária para resistir aos efeitos das oscilações constantes do mercado, no curto prazo. Este será, então, o tipo de gestão de CIs em que WB se revê – Gestão Activa (doravante, GA) Concentrada.

Em relação à Gestão Passiva (doravante, GP), considera que esta não garante valor acrescentado. Contudo, recomenda-a a investidores não profissionais. Quanto ao segundo tipo de gestão de carteiras - GA - mesmo tendo objectivos idênticos – superar o mercado - o investidor acredita que “*assenta numa premissa extremamente frágil: comprar hoje o que prevemos poder vender brevemente com lucro...*”, Hagstrom (2005). No entender de WB, é impossível efectuar previsões credíveis dada a complexidade dos mercados financeiros; além disso, este tipo de Gestão perde eficácia (em relação à GP) devido aos elevados custos decorrentes das transacções e dos impostos, provocando reduções na rendibilidade líquida dos investimentos. Portanto, as premissas fundamentais da Gestão da CI Concentrada são:

- Concentrar os investimentos financeiros em empresas notáveis, geridas por uma administração sólida;
- Limitar-se a um grupo de empresas perfeitamente compreendidas pelo investidor;
- Selecção criteriosa das melhores empresas que integram o grupo para investir em grande quantidade;
- Perspectiva de longo prazo – cinco a dez anos;

- Percepção de que a volatilidade é uma realidade, mas ultrapassável com perseverança.

Philip Fisher influenciou profundamente WB neste campo. Este autor afirmou várias vezes que preferia ser accionista de um pequeno número de empresas notáveis que compreendia bem do que de um grande número de empresas médias, muitas das quais não conhecia bem (Fisher, 1958).

Posto isto, deve-se concentrar a CI até que ponto? De acordo com um estudo de Surz (1998), chegou-se à conclusão que, em média, bastam quinze acções para atingir uma CI com nível de diversificação na ordem dos 85%.

Por outro lado, quando uma CI se centra em apenas algumas empresas, uma variação no preço, em qualquer uma delas, será muito mais evidente e terá um maior impacto na carteira.

Aquando da constituição da CI Concentrada, o investidor deve apostar em acções com maior probabilidade de rendimento, pois nem todas têm a mesma capacidade de retorno. Desta forma, isso deve reflectir-se no peso de cada acção na CI, de forma a minimizar o risco global.

Uma vez constituída a CI Concentrada, procede-se à análise contínua do desempenho da mesma, à imagem do que se faz na GA, embora, neste caso, o acompanhamento seja feito de forma diferente - o estudo debruça-se sobre as flutuações económicas que ocorrem nas empresas que compõem a CI, ao nível dos resultados, margens, rentabilidades e riscos de cada negócio.

#### **4.2 Warren Buffett e a Moderna Teoria da Carteira de Investimentos**

Um dos maiores avanços no campo da Teoria do Investimento nas últimas décadas foi o reconhecimento de que a criação de uma CI óptima não se prende, apenas, com a simples combinação de um conjunto único de activos com o binómio risco / rendibilidade favorável. Especificamente, tem sido demonstrado que se deve considerar, antes de se constituir a CI, a relação entre os vários activos que integram a Carteira.

No início da década de 1950, a comunidade de Finanças debatia-se sobre o risco associado ao Investimento Financeiro. Contudo não existia, à data, qualquer medida específica que

permitisse quantificá-lo. No entanto, para se construir um Modelo Teórico de CI, os investidores necessitam de quantificar a variável risco implícita.

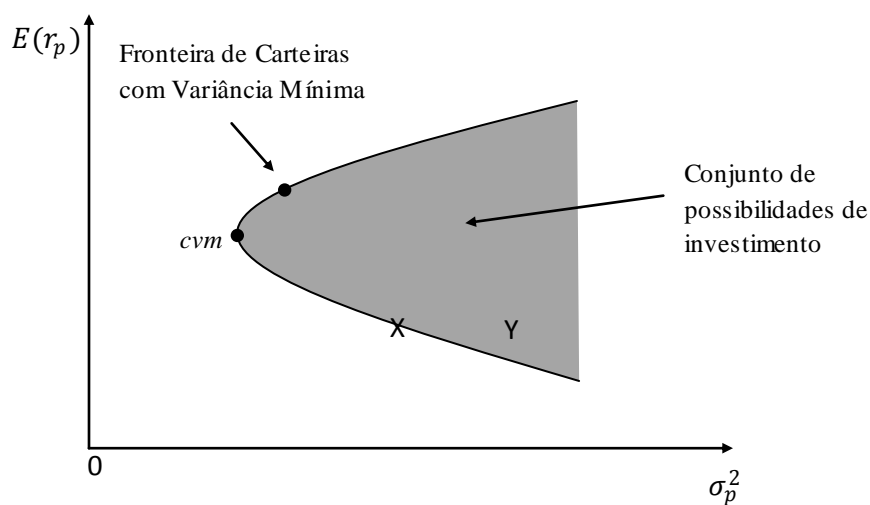
No seguimento, surge a MTCI desenvolvida por Harry Markowitz (1952), tendo determinado a taxa de rendibilidade esperada para uma carteira de activos e a medida do risco esperado. O autor demonstrou que a variância da taxa de rendibilidade é uma medida essencial para quantificar o risco da CI (assumindo alguns pressupostos razoáveis), tendo desenvolvido a fórmula da variância da CI. Tal fórmula, revela a importância da diversificação dos activos de forma a reduzir o nível do risco total da CI e ainda, demonstra como esta se pode diversificar efectivamente.

Actualmente, a MTCI é composta por três paradigmas fundamentais em Finanças: Modelo de Markowitz (1952) – média e variância; Capital Asset Pricing Model (CAPM, 1966) de Sharpe, Lintner e Mossin; e a Hipótese da Eficiência dos Mercados (HEM, 1970), de Eugene Fama.

#### 4.2.1 Modelo de Markowitz: Média e Variância

O Modelo de Markowitz (1952) traça um conjunto de possibilidades de investimento, dado por todas as CI possíveis com base nos activos disponíveis. Tal conjunto é representado na figura seguinte, e no espaço média-variância, por toda a área sombreada (incluindo a respectiva fronteira).

Figura 4:1 Conjunto de Possibilidades de Investimento



Fonte: figura adaptada do *Modern Theory of Portfolio* (1952)

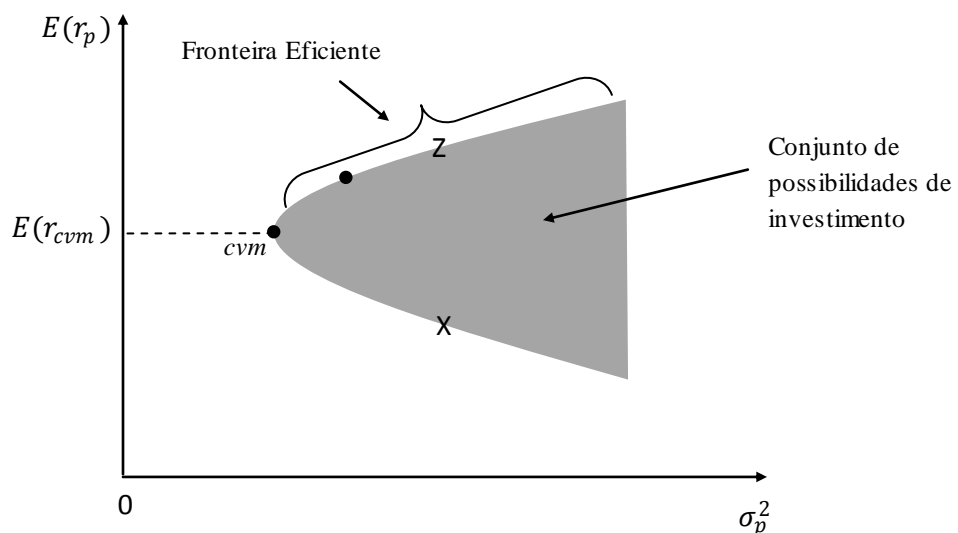
O ponto *cvm* representa a CI com Variância Mínima, ou seja, a combinação de activos com desvio-padrão de taxa de rendibilidade mais baixo entre todas as carteiras passíveis.

A Fronteira de CIs com Variância Mínima (*Portfolio Frontier*), indicada na figura 4:1, engloba as CIs de variância mínima para os diversos níveis de rendibilidade possíveis. Obviamente, qualquer CI situada no interior do conjunto de possibilidades de investimento é dominada por uma CI de fronteira (com nível de rendibilidade esperada igual – tomando como no exemplo da figura anterior, a carteira X é preferível à carteira Y).

Na análise da decisão de investimento, não é necessário considerar todas as CIs pertencentes à fronteira do conjunto de possibilidades de investimento. Com efeito, há apenas que considerar as carteiras eficientes, ou seja, o conjunto de carteiras pertencentes à Fronteira Eficiente (de Markowitz).

A Fronteira Eficiente engloba apenas as CIs que maximizam a rendibilidade para um dado nível de risco e que minimizam o risco para um dado nível de rendibilidade. Graficamente, a Fronteira Eficiente é representada pelo troço da fronteira do conjunto de possibilidades de investimento com inclinação positiva (ver Figura 4:2), ou seja, com rendibilidade esperada superior a  $E(r_{cvm})$ .

Figura 4:2 Fronteira Eficiente segundo Markowitz



Fonte: figura adaptada do *Modern Theory of Portfolio* (1952)

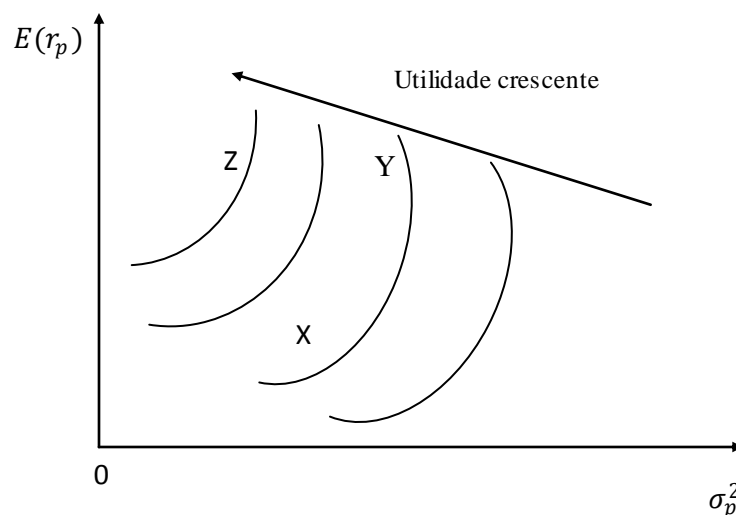
Portanto, uma CI diz-se eficiente quando não existe nenhuma outra CI que ofereça maior rendibilidade para igual nível de risco ou menor risco para idêntica rendibilidade. Por

exemplo, a Carteira X constante no gráfico anterior, é uma Carteira de Fronteira, mas não é eficiente. Pelo contrário, a Carteira Z é eficiente. Com efeito, esta última possui o mesmo nível de risco que a Carteira X, mas oferece uma maior rendibilidade esperada.

Outro conceito importante para a escolha da CI é a Utilidade esperada da Riqueza, ou seja, o conjunto de benefícios que determinada CI pode proporcionar ao investidor.

No referencial risco – rendibilidade, a função utilidade de um investidor avesso ao risco pode ser representada graficamente através de um mapa de curvas de indiferença. Tal mapa expressa a hierarquia de preferências do investidor em termos de rendibilidade e risco.

Figura 4:3 Mapa de Curvas de Indiferença

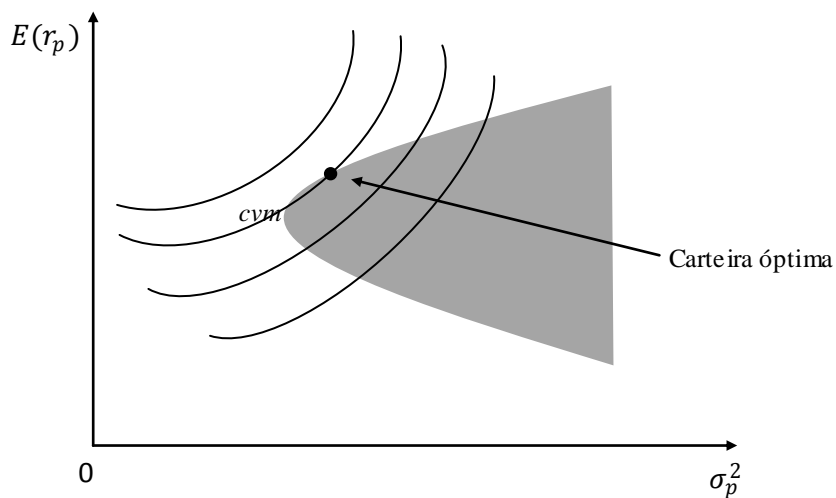


Fonte: figura adaptada do *Modern Theory of Portfolio* (1952)

A escolha da CI óptima depende, fundamentalmente, de duas variáveis. Por um lado, o investidor pode escolher qualquer uma das (infinitas) CIs situadas sobre a Fronteira Eficiente de Markowitz. Por outro lado, o investidor, por forma a maximizar a sua utilidade esperada, procurará escolher uma CI situada sobre a curva de indiferença mais a noroeste possível.

Em suma, o investidor deverá escolher a CI situada, simultaneamente, sobre a curva de indiferença mais a noroeste possível e sobre a fronteira eficiente. Consequentemente, a CI de acções óptima é dada pelo ponto de tangência entre a fronteira eficiente e a curva de indiferença mais a noroeste possível, como é perceptível na figura seguinte.

Figura 4:4 Carteira Ótima segundo Markowitz

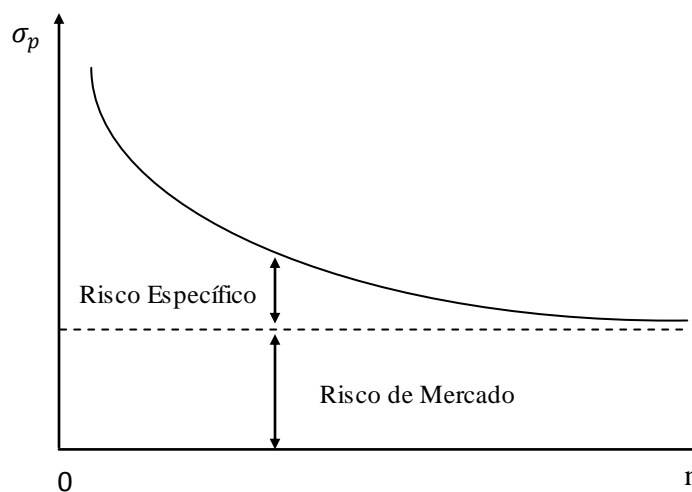


Fonte: figura adaptada do *Modern Theory of Portfolio* (1952)

Markowitz enfatizou que a procura pela maximização da rendibilidade e minimização do risco, por intermédio de qualquer investidor racional, será necessariamente induzido a prosseguir uma estratégia de diversificação, isto é, será impellido a investir em mais do que um activo. Tal acontece, dado que a diversificação contribui para a redução do risco global (desvios-padrão).

A figura seguinte mostra o comportamento típico induzido pelo desvio-padrão da taxa de rendibilidade de uma CI à medida que se introduzem mais activos na composição da mesma.

Figura 4:5 Curva do Desvio Padrão da Carteira de Investimentos



Fonte: figura adaptada do *Modern Theory of Portfolio* (1952)

À medida que o número de títulos da CI ( $n$ ) aumenta, o desvio-padrão da CI diminui, via efeito da diversificação. No entanto, a partir de um determinado número de títulos, o risco da CI deixa de diminuir em resultado da introdução de novos títulos na CI, isto é, a diversificação permite reduzir, mas não eliminar, o risco da CI.

Tal sucede porque o risco de uma acção engloba duas componentes: o risco específico e o risco de mercado. O primeiro tipo de risco é a componente de risco que resulta de factores que afectam apenas o comportamento da acção (ou CI) em análise, e nunca a totalidade das acções em negociação.

O risco específico é reduzido e pode ser eliminado por via da diversificação. Isto porque os factores de risco específico são intrínsecos e independentes para diferentes acções, podendo, portanto, originar variações nos rendimentos dos diferentes activos em sentidos opostos.

A segunda componente de risco – também conhecida por risco sistemático – resulta de factores que afectam, simultaneamente, o comportamento de todas as acções do mercado (mas, não necessariamente com a mesma intensidade).

O risco de mercado, por contraste ao risco específico, não pode ser reduzido via diversificação, o que permite, evidentemente, concluir que o risco total de uma CI não pode ser totalmente eliminado. Na realidade, como os factores de risco sistemático afectam todas as acções (embora com intensidade diferente), a introdução de activos adicionais não produz efeitos visíveis de compensação.

De qualquer modo, uma CI considera-se completamente diversificada se possuir somente risco de mercado.

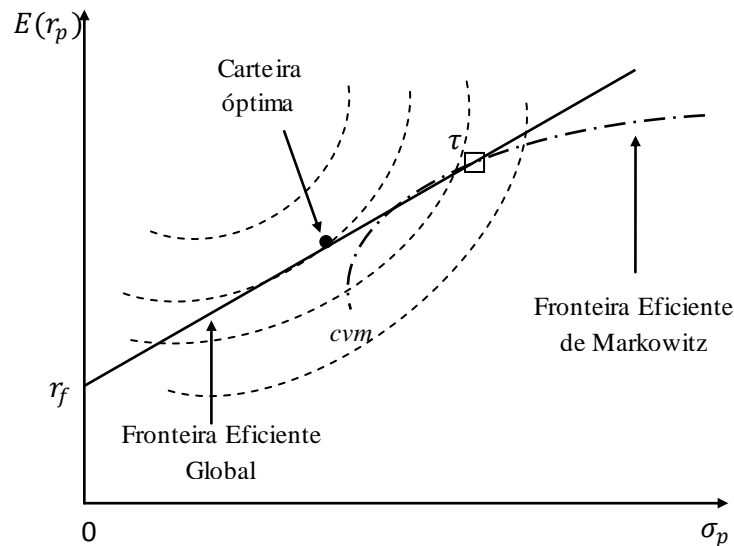
Numa fase posterior, Tobin (1958) desenvolve um modelo onde também é possível aplicar parte da riqueza no activo sem risco ( $r_f$ ), cuja taxa de rendibilidade é certa (conhecida) e portanto, o seu desvio padrão é nulo.

Naturalmente, este novo modelo conduziu a alterações no conjunto de possibilidades de investimento definido anteriormente por Markowitz (1952). Originou, designadamente, uma nova fronteira eficiente denominada Fronteira Eficiente Global (FEG) – e superior à sua precedente (Fronteira Eficiente). A FEG contempla carteiras compostas não só por activos com risco, mas também por activos sem risco; introduziu a Carteira de Tangência  $T$  como a



única CI verdadeiramente eficiente situada sobre a fronteira eficiente de Markowitz (composta apenas por activos com risco); consequentemente, a CI Óptima foi determinada como uma combinação entre a Carteira de Tangência e o activo sem risco, ou seja, situar-se-á sobre a semi-recta representativa da Fronteira Eficiente Global conforme figura seguinte:

Figura 4:6 Carteira Óptima segundo Tobin



Fonte: figura adaptada de Tobin (1958)

De notar que, quanto mais (menos) avesso ao risco for o investidor, mais à esquerda (direita) se irá situar a CI Óptima sobre a *Fronteira Eficiente Global*.

A escolha da CI Óptima de activos com risco, isto é, a Carteira de Tangência – 1º nível de decisão – em nada depende do perfil de aversão ao risco do investidor, ou seja, do seu mapa de curvas de indiferença. O perfil de aversão ao risco do investidor apenas influencia o 2º nível de decisão: a definição do peso relativo a atribuir ao activo sem risco ( $r_f$ ) e à Carteira de Tangência no centro do *portfolio* global Óptimo ( $\tau$ ). Esta separação de níveis de decisão é conhecida como o *Teorema da Separação*.

### 4.2.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Trata-se de um modelo de equilíbrio derivado sob pressupostos simplificadores, o qual permite estimar a rentabilidade esperada de uma acção (ou carteira) em função da taxa de rentabilidade esperada para todo o mercado accionista.

No global, a economia funciona como se existisse um único investidor (representativo) operando num mercado eficiente. Assim, podemos assumir que a fronteira eficiente de Markowitz é igual para todos os investidores – expectativas homogéneas – e que a taxa de juro sem risco é, também, igual para todos os investidores.

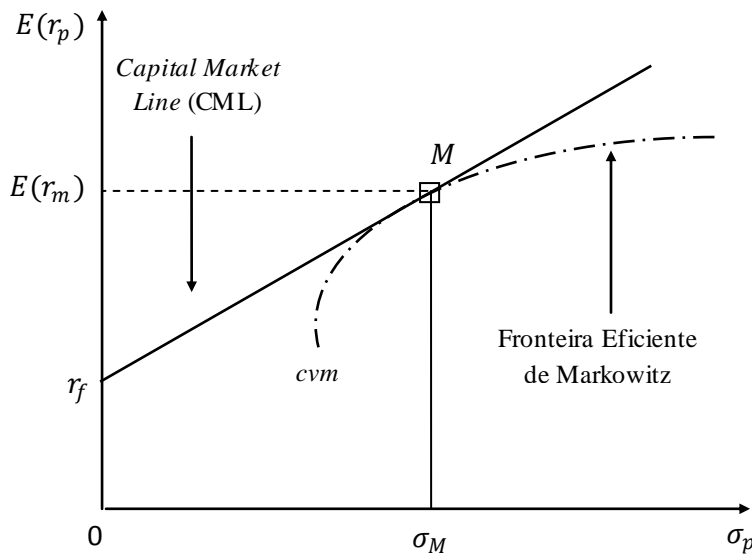
Neste caso, o que diferencia o *portfolio óptimo* dos diversos investidores (ou seja, a posição de cada investidor sobre a *Fronteira Eficiente Global*) é o seu perfil de aversão ao risco, o qual determina o peso relativo a atribuir à Carteira de Tangência e ao activo sem risco.

O CAPM aponta para a igualdade entre a Carteira de Tangência ( $\tau$ ) e a Carteira Cópia de Mercado ( $M$ ), ou seja, a CI de activos com risco escolhida por qualquer investidor deverá ser sempre uma réplica do mercado accionista.

A Carteira de Mercado (*market portfolio*) corresponde simplesmente à agregação das carteiras individuais de acções de todos os investidores existentes na economia. Assim, uma Carteira Cópia de Mercado ( $M$ ) é uma CI composta por todas as acções existentes no mercado exactamente nas proporções dadas pelo peso relativo que cada acção possui no mercado. Na prática, a CI cópia de mercado pode ser aproximada com base num índice bolsista.

As conclusões anteriores conduzem ao resultado de que a Fronteira Eficiente Global é constituída por combinações entre o activo sem risco e a CI cópia de mercado, ou seja, a CI óptima de qualquer investidor situar-se-á necessariamente, no espaço média / desvio-padrão, sobre a semi-recta (com inclinação positiva) que passa pelos pontos representativos da taxa de rentabilidade do activo sem risco e pela coordenada determinada para a taxa de rentabilidade esperada e pelo desvio-padrão correspondente à CI cópia de mercado. Tal semi-recta é designada por *Capital Market Line* (CML) (ver figura seguinte).

Figura 4:7 Representação da Capital Market Line (CML)

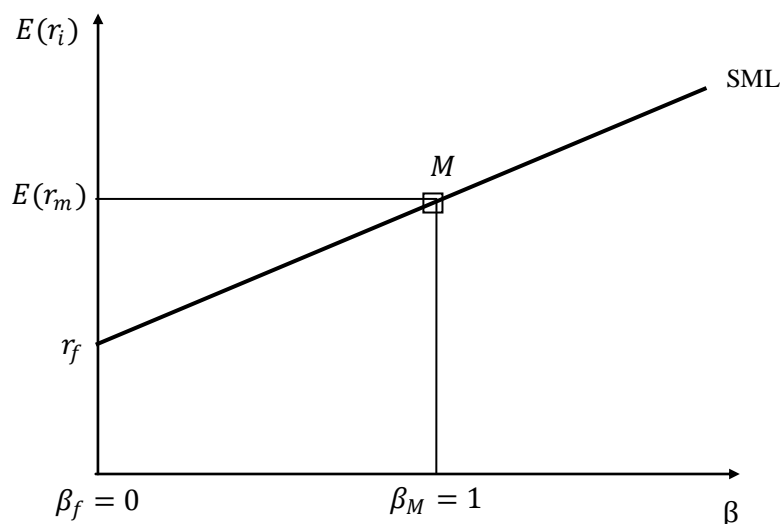


Fonte: figura adaptada de Sharpe (1964)

A CML é assim um lugar geométrico das carteiras eficientes, isto é, das combinações entre o activo sem risco e a Carteira  $M$  (idêntica à Carteira Tangência).

A *Security Market Line* (SML) estabelece uma relação linear entre a rentabilidade a exigir para um activo e o seu nível de risco de mercado: quanto maior for a co-variância entre as taxas de rentabilidade do activo e do mercado (isto é, quanto maior for o contributo do activo para o risco da Carteira  $M$ ), maior deverá ser o prémio de risco (e portanto, a taxa de rentabilidade) a exigir para esse activo.

Figura 4:8 Representação da Security Market Line (SML)



O parâmetro beta ( $\beta$ ) de uma acção (carteira) é um indicador de risco de mercado dessa mesma acção (carteira). Assim, o parâmetro beta mede a sensibilidade da rentabilidade dessa acção (carteira) face a variações da rentabilidade do Mercado, isto é, por cada unidade percentual que a rentabilidade do Mercado suba (desça), será expectável que a rentabilidade da acção (carteira) em análise suba (desça)  $\beta\%$ .

Diferentes acções (carteiras) possuem diferentes betas, na medida em que o seu nível de risco sistemático pode ser diferente (não obstante os factores de risco de mercado serem idênticos). Quanto maior o valor do parâmetro beta, maior o nível de risco de mercado da acção (carteira). Uma acção (carteira) com um beta superior (inferior) a 1 possui um nível de risco sistemático maior (menor) do que o próprio mercado.

#### ***4.2.3 Hipótese de Eficiência dos Mercados (HEM)***

Uma excelente forma de medir a eficiência do mercado passa por enquadrar os vários tipos de informação que integram toda a informação disponível reflectida nos preços de mercado dos activos financeiros (Fama, 1970).

A figura 4:9 interpreta três subconjuntos de informação classificada de acordo com o paradigma da HEM. O círculo com maior dimensão representa toda a informação relevante para a avaliação de determinado activo, incluindo a informação publicada acerca da empresa, do sector, da economia nacional e finalmente, da economia mundial. Este subconjunto contempla, além de toda a informação pública, informação privada (ou informação privilegiada), apenas acessível a um grupo restrito de agentes económicos.

O segundo círculo da figura seguinte representa toda a informação anunciada e publicada transmitida às “massas” e portanto, a informação privada está arredada deste campo.

Dentro do segundo círculo, encontra-se o subconjunto de informação que já foi publicado e apto a ser consultado por qualquer agente económico. Este pequeno círculo, representa toda a informação relevante para a avaliação de um activo, apenas com recurso aos preços de mercado históricos.

Figura 4:9: Subconjuntos de informação disponível para um dado activo



Fonte: figura retirada de Haugen (1997)

Segundo *Haugen* (1997), existem três testes à eficiência dos mercados, representando de *per se*, o tipo de informação que será reflectida nos preços de mercado dos activos: a *forma de eficiência fraca*; a *forma de eficiência semi-forte*; e a *forma de eficiência forte*.

Se o mercado é eficiente sob a *forma de eficiência fraca*, os preços de mercado reflectem a informação contida na formulação passada dos preços de mercado. Por exemplo, pode ocorrer um padrão temporal nos preços de mercado verificados, isto é, o preço de um activo pode cair no último dia de negociação do ano e, imediatamente, subir no primeiro dia de negociação do ano seguinte. Sob a forma fraca, o mercado irá reconhecer este tipo de evidências, antecipando as flutuações susceptíveis de ocorrer com regularidade, dando azo a grande especulação por parte dos *day traders*.

Se o mercado é eficiente sob a *forma de eficiência semi-forte*, os preços de mercado reflectem toda a informação pública disponível. Neste particular, incluem-se os Relatórios e Contas das empresas e seus concorrentes ou os dados macroeconómicos divulgados.

A *forma forte* da HEM retrata uma condição extrema, onde toda a informação está reflectida nos preços de mercado, incluindo a informação privada ou privilegiada (além da informação

pública). Sob esta forma, é possível que um investidor compre ou venda activos com base em informação privilegiada, desvirtuando, assim, os preços dos activos, dado que estes (preços) terão que se ajustar às transacções associadas a informação privada.

À medida que a HEM se movimenta da forma fraca para a forma forte, os vários tipos de Análise Financeira vão-se tornando ineficazes na avaliação dos investimentos financeiros.

Se o mercado estiver sob o espectro da forma fraca, a Análise Técnica (e a Análise Gráfica) será ineficaz, uma vez que a informação retirada das séries passadas não servirá para prever as séries futuras – rendibilidades passadas não garantem rendibilidades futuras.

Se a forma semi-forte da HEM se verificar, as duas análises mais utilizadas - Técnica e Fundamental – não serão eficazes e assim não poderão ajudar a atingir taxas de rentabilidade acima do mercado, apenas e só porque as análises recorrem à informação publicada acessível a todos os agentes. Desta forma, torna-se difícil obter vantagens comparativas.

No estado de mercado sob a influência da forma forte, não existe qualquer tipo de análise capaz de discriminar um mau investimento de um bom investimento. Para bater o mercado, o investidor terá que procurar informação privada, arredada da maioria dos agentes económicos, forçando o rápido ajustamento do preço de mercado à nova informação (privilegiada).

De facto, para se determinar a existência de mercados eficientes ter-se-á de examinar o histórico das suas movimentações e tentar compreender se existem flutuações racionais ou aleatórias. Assim, um mercado dito eficiente terá de exhibir as seguintes características comportamentais:

- Os preços de mercado devem responder, rapidamente e com precisão, a novas informações relevantes para a avaliação;
- As variações nas taxas de rentabilidade esperadas derivam de variações, no tempo, das taxas de juro e do prémio de risco. As variações nos preços de mercado derivam de outros eventos, supostamente, aleatórios;
- A impossibilidade de distinguir investimentos com retorno dos que não terão retorno, no futuro, apenas com base nas características intrínsecas (conhecidas) dos mesmos;

- Não obstante a existência de investidores com níveis de conhecimento antagónicos, não é possível encontrar diferenças significativas entre a *performance* média do investimento por parte de investidores com conhecimentos técnicos dos investidores sem conhecimentos técnicos.

Em teoria, num mercado perfeitamente eficiente, os preços de mercado reflectem toda a informação publicada relevante. Neste estado, não existirão activos subavaliados ou sobreavaliados pelo mercado, ou seja, os activos não fogem muito do comportamento do seu *Benchmark*.

#### **4.2.4 A opinião de Warren Buffett sobre o Risco**

A MTCI define o risco como a volatilidade do preço de mercado dos activos. Ora, ao longo do seu percurso como investidor activo, WB sempre considerou as quedas do preço das acções como uma oportunidade para efectuar bons investimentos. Assim, no seu entender, a queda dos preços, reduz o risco devido à subida infligida na taxa de rendibilidade inicial do investimento provocada pela queda do preço, o que possibilita, em teoria, maiores taxas de retorno no futuro.

Buffett tem uma definição para o risco um pouco diferente: a possibilidade de prejudicar, ou seja, o custo de oportunidade decorrente da avaliação incorrecta dos lucros futuros de determinado negócio, acrescida do efeito incontrolável e imprevisível dos impostos e da inflação, pode trazer grandes desvantagens (prejuízos) relativamente a um investimento noutra empresa, nas mesmas condições.

Buffett considera que o risco está fortemente relacionado com o horizonte temporal do investimento. Se comprarmos uma acção, hoje, com a intenção de a vender amanhã, então fizemos uma transacção arriscada. As probabilidades de prever se os preços das acções vão subir ou descer num curto período de tempo são iguais às probabilidades de prever qual o lado da moeda que vai sair: em metade das vezes, perdemos. No entanto, se alargarmos o nosso horizonte temporal do investimento por vários anos (e partindo do pressuposto de que o investimento é racional), ampliar-se-á, significativamente, as probabilidades de obter mais-valias.

#### **4.2.5 A opinião de Warren Buffett sobre a Diversificação**

Neste aspecto, a opinião de WB é totalmente oposta à MTCI, parafraseando o investidor: “*A diversificação funciona como protecção contra a ignorância*”, Hagstrom (2005). No entanto, WB aplica a política de Concentração da CI em poucas empresas e acredita que esta política pode diminuir o risco global da CI - através do baixo risco específico verificado de cada acção - partindo do pressuposto que o conhecimento sobre as empresas é elevado, isto é, quantos mais conhecimentos tivermos sobre a empresa, menores serão as probabilidades de incorrerem em risco específico elevado.

Em suma, o investidor em estudo acredita que a diversificação convencional aumenta fortemente as hipóteses de se tomar posições sobre empresas que se desconhece, incorrendo, assim, em risco específico imponderado, o que vai contra os seus princípios de investimento.

#### **4.2.6 A opinião de Warren Buffett sobre a HEM**

WB considera que a Hipótese de Eficiência dos Mercados (HEM) não retrata bem os factos, apenas servindo para cultivar a mediocridade dos estudantes e profissionais de Finanças, na medida em que não reconhece a vantagem competitiva que um grande conhecimento adquirido, por via de uma análise profissional de toda a informação disponível, e consequente avaliação da empresa (activo), pode trazer em relação aos restantes.

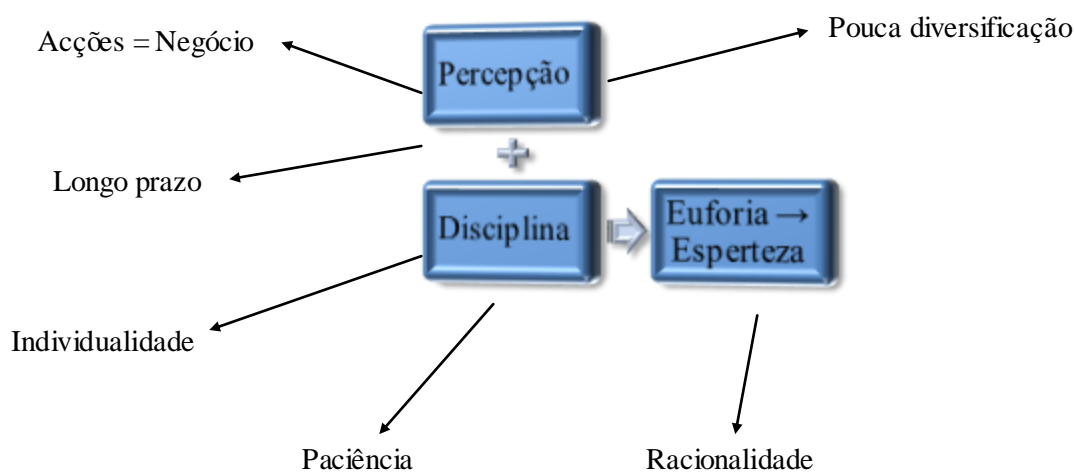
Em suma, a HEM é uma hipótese muito limitativa do que os investidores podem fazer para maximizar o valor das suas Carteiras de Investimentos.



## CAPÍTULO 5. WARREN BUFFETT COMO INVESTIDOR

Cada vez mais, um investimento em acções é o resultado de uma decisão puramente racional. E no que se refere a WB, não podia deixar de ser diferente. Neste particular, as características pessoais muito vincadas de WB permitem definir o seu estilo de investimento muito próprio (aprofundado nos Capítulos 3 e 4), tendo como alicerces a disciplina, racionalidade, paciência, perspicácia e percepção. Segue-se uma esquematização das características de WB como investidor.

Figura 5:1 Actuação de WB como investidor



Fonte: figura adaptada de Damodaran (2003)

Antes de concretizar o investimento, o investidor pondera uma série de questões fundamentais, designadamente o tipo de investimento, a estratégia de investimento a implementar, o momento de aquisição, a qualidade da empresa em todos os aspectos, o custo de oportunidade associado e o valor a investir. Segue-se uma breve descrição do processo de investimento, em termos gerais.

### 5.1 Processo do Investimento Financeiro Buffettiano

Para se efectivar um investimento financeiro, segundo a metodologia *Buffettiana*, é imprescindível passar por várias fases. É um processo fundamentalmente analítico, sequencial e operacional.

De acordo com Damodaran (1998), a Gestão do Investimento Financeiro encerra um acompanhamento permanente de tudo o que possa envolver a(s) empresa(s) adquirida(s) e

consoante os resultados, promover alterações na CI tidas como fundamentais. O processo de Investimento Financeiro *Buffettiano* segue a seguinte ordem.

### **5.1.1 Constituição da Carteira de Investimentos**

A primeira decisão passa por alocar os vários tipos de activos - acções, activos de rendimento fixo e activos alternativos (dados por activos imobiliários, *commodities* e outros relacionados) - na carteira. Neste ponto, WB prefere os activos que historicamente garantem uma rendibilidade variável de longo prazo mais favorável - acções. A alocação também tem em conta a localização do investimento e neste aspecto, WB investe no mercado onde possui maior conhecimento – mercado doméstico (norte-americano).

Definida a alocação de activos, ter-se-á de seleccionar as acções melhor classificadas pela avaliação delineada por WB (ver ponto 6.1.2). As empresas seleccionadas devem cumprir uma série de requisitos (financeiros, operacionais, de mercado e qualitativos) exigidos pelo investidor, para fazerem parte das suas escolhas de investimentos. Em especial, a capacidade da empresa para produzir lucros constantemente possibilita mais segurança na previsão dos resultados futuros.

Tendo já definido um grupo de empresas alvo, é necessário perceber o momento certo para comprar. Neste aspecto, faz-se-á a compra quando a acção estiver valorizada, pelo mercado, abaixo do seu VI. Quanto ao momento para vender, acontece exclusivamente quando os pressupostos que validaram o investimento já não se verificarem – queda dos indicadores, administração menos “amiga” do investidor, novas condicionantes de mercado, como a ocorrência de uma escalada nos mercados bolsistas, puxando os preços das empresas para valores acima da realidade económica de longo prazo das mesmas (PER ultrapassa os 40). De resto, o investidor é um grande apologista do efeito positivo da capitalização do investimento, evidenciado em duas grandes vantagens económicas.

- *Contribui para reduzir os custos de transacção*: é uma vantagem óbvia, mas que costuma ser ignorada por muitos profissionais de finanças. Quanto mais transacções se fizerem, maiores custos de corretagem, *spreads bid / ask* e impactos no preço se terá que suportar, diminuindo assim, os retornos líquidos;

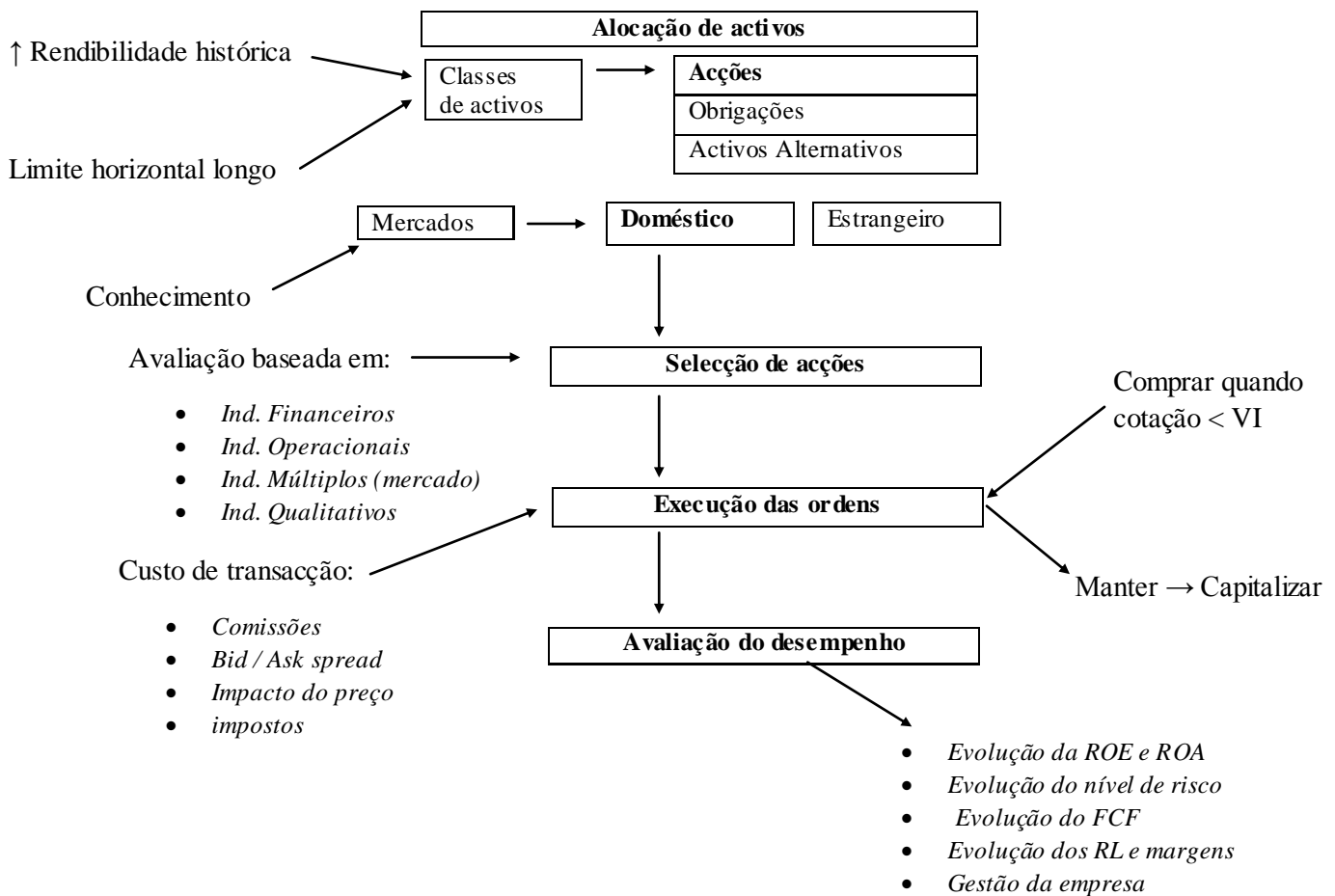
- *Aumenta os rendimentos depois de impostos:* quando se vende um activo com lucro, este é tributado com impostos sobre as mais-valias, reduzindo o retorno. Portanto, se se mantiver as mais-valias em Carteira, a participação é capitalizada mais energicamente.

Neste campo, a melhor estratégia para obter elevados rendimentos depois de impostos passa por manter a taxa média de transacções da CI entre 0 e 20 por cento.

### 5.1.2 Avaliação do desempenho da Carteira

Esta fase tem como objectivo analisar o desempenho da CI e sobretudo, de cada activo, individualmente, em comparação com o mercado, com base na evolução dos indicadores quantitativos e qualitativos descritos no ponto 6.1.3. Esta análise permite efectuar os rebalanceamentos necessários na CI, ao longo do tempo, de forma a maximizar a rentabilidade, assumindo-se como uma ferramenta importantíssima para a GA. Estes componentes estão esquematizados na figura seguinte:

Figura 5:2 Processo de Investimento Financeiro de WB



Fonte: figura adaptada de Damodaran (2003)

## CAPÍTULO 6. APLICAÇÃO DA FILOSOFIA DE INVESTIMENTO NO MERCADO PORTUGUÊS

Neste ponto haverá lugar à aplicação prática da filosofia de investimento de WB, apresentada anteriormente, no mercado bolsista português. O objectivo desta aplicação passa pela utilização das ferramentas de estudo específicas de WB para determinar quais as acções, no mercado de capitais português, que constituem uma oportunidade de compra a um preço atractivo; constituir uma CI que integre as acções melhor classificadas e o activo sem risco; gerir a CI de forma dinâmica, conforme os fundamentos do Capítulo 4 e compará-la com duas CI.

Sendo um estudo académico puro, inicialmente ter-se-á de explicar exhaustivamente a metodologia adoptada - pressupostos, limitações na definição do modelo, critérios de selecção, fontes e dados utilizados – e, só depois, virá a apresentação dos resultados do estudo.

### 6.1 Metodologia

Seguindo integralmente a estratégia de WB, serão analisadas Demonstrações Financeiras das empresas cotadas no maior mercado accionista português, compreendidas entre 31/12/1994 e 31/12/2008 (dados anuais), para determinação de compra das acções e entre 03/01/2000 e 31/12/2008, para a análise do desempenho das carteiras de investimento e aplicabilidade das metodologias, bem como as cotações diárias dos activos. Os dados foram retirados de diversas fontes, com predominância para o terminal da Bloomberg. Relativamente, aos preços estimados das OCZ do tesouro alemão, para o período entre 03/01/2000 e 31/12/2008, correspondem aos factores de desconto a um ano estimados por via do modelo de *Nelson-Siegel* (1987).

Os activos financeiros objecto de estudo serão os constituintes do índice de referência das maiores empresas cotadas portuguesas - PSI-20 - o próprio índice, como referência para o mercado, e os preços das OCZ 1Y do tesouro alemão, representativas do activo sem risco. Os pressupostos do estudo que se propõe realizar são:

- O período de análise e gestão das CI será de 14 anos, dado pelo período temporal de 1995 a 2008, tendo como período de investimento o intervalo compreendido entre 2000 e 2008;

- A constituição das CI concebe activos de rendimento variável (com risco) e activos de rendimento fixo (sem risco), com excepção da Carteira Cópia de Mercado;
- O valor inicial de cada CI será de cem milhões de euros;
- Perspectiva de investimento de longo prazo – mínimo de 5 anos;
- Considera-se o preço de fecho negociado em cada sessão bolsista diária;
- As transacções serão executadas em euros e, portanto, não haverá risco cambial;
- Assume-se que os activos em carteira são dotados de liquidez;
- Assume-se que a informação das empresas cotadas de final do ano é conhecida no primeiro dia útil do ano seguinte;
- O início do período de investimento será o primeiro dia útil de 2000, sendo o término do período estabelecido no último dia útil de 2008;
- Não serão considerados os *spreads* entre os preços *bid* e *ask*, comissões ou impostos sobre mais-valias de rendimentos de capitais;
- Nas carteiras de GP, o investimento é executado no primeiro dia útil de 2000 e é estanque até ao final do período;
- As aquisições efectuadas na CI de WB serão executadas ao VM verificado no primeiro dia útil de cada ano, por hipótese.

Esta aplicação prática tentará replicar todo o processo que um investimento em acções profissional necessita e, em especial, apresentar o processo de investimento adoptado por WB. Este processo segue uma cadeia sequencial de tarefas, todas dotadas de grande importância. De seguida apresenta-se um esquema do processo que se propõe replicar:

*Figura 6:1 Processo de Investimento em acções segundo WB*



### **6.1.1 Recolha de Dados**

Esta fase inicial será a base para encetar as avaliações dos activos. Neste caso, WB recorre à informação tornada pública pelas empresas cotadas através da apresentação dos Relatórios e Contas anuais. Todavia, procedeu-se de forma diferente, uma vez que, actualmente, existem fontes de informação mais expeditas e *user friendly* (amigas do utilizador).

A informação retirada para a amostra (fundamental) do presente estudo decompõe-se em várias fontes: terminal da *Bloomberg*; plataforma da *Reuters Xtra 3000*; Base de Dados *Datastream*; e CD da Revista Exame com dados fundamentais sobre as 500 Maiores Empresas Portuguesas (1996-2003). Como tal, procedeu-se à recolha de dados fundamentais, operacionais e financeiros de todas as empresas cotadas que fizeram parte do PSI-20, desde 1995 até 2008, juntamente com os dados históricos da própria bolsa portuguesa, cedidos pela *Euronext NYSE*.

Os dados estimados segundo Nelson-Siegel (1987), para o activo sem risco utilizado no presente estudo, foram cedidos pelo Professor Luís Oliveira.

Relativamente aos dados macroeconómicos sobre a economia portuguesa e europeia, utilizou-se a base de dados da ferramenta europeia *Eurostat* e o BPstat do Banco de Portugal.

Em termos de lacunas e dificuldades no processo, refere-se à falta de informação acerca de empresas extintas da bolsa portuguesa ou que deixaram de existir, entretanto, com a mesma natureza.

### **6.1.2 Análise fundamental e qualitativa das empresas cotadas no PSI-20**

As acções que integram a CI em análise foram escolhidas conforme os critérios de valorização de WB. Neste quadro, temos vários aspectos quantitativos, de forma a poder discernir quais os níveis de risco, quais as margens, quais os lucros, quais os múltiplos de mercado e quais as rendibilidades, verificados por cada empresa cotada no índice bolsista de referência português, por forma a poder tomar uma decisão de investimento fundamentada em dados históricos que retratam a actividade das empresas. Em suma, as empresas seleccionadas devem garantir segurança no longo prazo utilizando-se os indicadores fundamentais para esse fim.

Relativamente à análise qualitativa, esta permite definir o tipo de negócio que cada empresa cotada explora em termos de estabilidade da actividade, base de clientes sólida ou tipo de serviço prestado. Esta análise é assegurada por um único indicador qualitativo, que engloba todas as características enunciadas e é apelidado de *monopólio de clientes* (ver definição no ponto 3.5).

### **6.1.3 Indicadores fundamentais utilizados por Warren Buffett**

Dentro de um conjunto alargado de indicadores quantificadores da situação económica e financeira das empresas cotadas, procedeu-se a uma selecção de onze indicadores, capazes de reflectir a separação entre empresas estáveis e lucrativas das empresas instáveis e que, normalmente, apresentam resultados negativos, na óptica do investidor.

O lote de indicadores escolhido abarca as várias vertentes da análise financeira e o complemento dado à análise de WB – análise qualitativa do negócio. No campo dos múltiplos de mercado, temos o *Price Earnings Ratio*, o *Earnings per Share*, o *Price to Book Value Ratio* e o *Free Cash Flow per Share*; em termos de indicadores de Rendibilidade Económica, temos o *Return on Equity* e o *Return on Assets*; em representação da capacidade operacional, temos a rubrica Resultados Líquidos, a Margem Operacional e o crescimento real das Vendas; *Debt to Equity Ratio*, como indicador do risco; e como indicador qualitativo introduzido por WB, temos o “Monopólio de Clientes”. (ver em pormenor, a Tabela 9:1 remetida para anexos).

### **6.1.4 Critérios de classificação de desempenho das acções**

Os critérios de *Security Selection*, segundo WB, são fundamentais para traçar objectivos claros no que concerne à avaliação das acções do PSI-20, principalmente para aferir a consistência dos resultados num intervalo de cinco anos. Tais critérios foram definidos em conformidade com a média verificada no mercado português (com base nos valores de 2000). De seguida, apresenta-se uma exposição de cada critério de selecção:

1. *Price Earnings Ratio* (PER): nenhuma incidência do rácio negativo no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; PER médio (5 anos) abaixo de 18 durante o período em análise – fraca variação do lucro em relação ao preço, indica resultados operacionais sustentados e/ou valorização excessiva da cotação no período;

2. *Earnings per Share (EPS)*: nenhuma incidência do múltiplo nula no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; EPS médio acima de 0,20 para o período em análise, independentemente do sector de actividade;

3. *Market to Book Value (P/BV)*: nenhuma incidência do rácio negativa no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; média do rácio inferior a 2,40 no período em análise, independentemente do sector de actividade;

4. *Free Cash Flow per Share (FCFPS)*: nenhuma incidência do múltiplo negativo no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; média do múltiplo superior a 0,25 no período em análise, independentemente do sector de actividade;

5. *Return on Equity (ROE)*: nenhuma incidência da taxa de rentabilidade menor ou igual a zero no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; taxa média da rentabilidade dos capitais próprios superior a 15% no período verificado;

6. *Return on Assets (ROA)*: nenhuma incidência da taxa de rentabilidade menor ou igual a zero no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; taxa média da rentabilidade do Activo Líquido acima de 5% no período em análise;

7. *Resultados líquidos positivos*: nenhuma incidência de resultados líquidos anuais negativos no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências;

8. *Margem Operacional*: nenhuma incidência de margem operacional anual menor ou igual a zero no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; taxa média da margem operacional superior a 15% no período verificado, independentemente do sector de actividade;

9. *Crescimento real das vendas*: nenhuma incidência da taxa menor ou igual a zero no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; taxa média de crescimento real superior a 10% no período verificado, independentemente do sector de actividade;

10. *Debt to Equity Ratio (D/E)*: nenhuma incidência do Total da Dívida maior que o Total dos Capitais Próprios, no período em análise; no mínimo três anos de ocorrências; a média do rácio (5 anos) não pode ultrapassar a unidade durante o período em análise;

11. *Monopólio de clientes*: empresas com pouca ou nenhuma concorrência ou empresas que vendam algo realmente diferenciador e fundamental para terceiros.



Tabela 6:1 Indicadores de classificação das acções, segundo WB

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<u>PER baixo</u>	<u>EPS consistentes</u>	<u>Market to Book Value baixo</u>	<u>Forte geração de fundos</u>	<u>Rendibilidade dos Capitais Próprios elevada</u>	<u>Retorno do Investimento elevado</u>	<u>RL positivos</u>	<u>Margens acima da média</u>	<u>Crescimento real das vendas positivo</u>	<u>Nível de dívida baixo</u>	<u>Monopólio de clientes</u>
Warren Buffett, à imagem dos <i>value investors</i> , procura as acções mais “baratas” do Mercado, recorrendo, para isso, aos rácios PER mais baixos do Mercado.	Buffett considera um dado a reter, quando os lucros por unidade mantêm um crescimento sustentado.	Registrar em bolsa uma valorização inferior ao seu valor contabilístico, no curto prazo, é o suficiente para despertar o interesse de Buffett numa cotada, ou seja, o investidor premeia as empresas que atingem na bolsa uma <i>performance</i> inferior à expansão do capital próprio ou situação líquida.	Buffett olha, também, para a capacidade das empresas para gerarem <i>free cash flows</i> por uma empresa antes de qualquer decisão de carácter financeiro. Com isto, Buffett privilegia as empresas que têm uma forte geração de fundos que permitam um crescimento acelerado.	Para entrarem no radar de Buffett, as empresas têm que apresentar um histórico de rendibilidade dos capitais próprios elevada. O investidor gosta, sobretudo, de empresas que não requeiram um elevado nível de capital, pois tendem a apresentar níveis de rendibilidade superior.	O investidor considera que empresas que investem com critério, são entidades que garantem criação de valor contínua e, portanto, merecem a confiança do Buffett.	Buffett prefere investir em empresas com resultados líquidos positivos consistentes. Permite aferir se as empresas conseguem ultrapassar, incólumes, os ciclos económicos.	Ter uma margem de lucro superior à média é outro dos factores importantes para Warren Buffett. Neste critério, pretende que a margem operacional (relação entre resultados operacionais e receitas) esteja acima da média das suas congéneres (europeias, neste caso).	Quando a empresa consegue aumentar os preços dos seus produtos acima da inflação, constantemente, sem que as vendas se ressentam, significa que o negócio está maturo e plenamente implementado no mercado. Buffett valoriza este tipo de negócios.	O investidor acredita que a dívida “consume” os lucros, ou seja, custos financeiros elevados esbatem os resultados da empresa. E, portanto, Buffett evita empresas muito endividadas ou alavancadas.	Buffett procura empresas que vendam algo de diferenciador no mercado, que permita ostentar uma base de clientes sólida, sem necessidade de injectar grandes somas de capital.

Fonte: tabela adaptada de um research sobre investimentos de WB, JP Morgan (2008)

### 6.1.5 Limitações da análise quantitativa e qualitativa

Como principal limitação às metodologias descritas, tem-se a impossibilidade de utilizar todas as técnicas e processos de análise fundamental (principalmente) desencadeados pelo investidor WB, bem como da aplicação de todas as estratégias de investimento utilizadas por WB, devido à falta de estrutura e meios para tal. Face ao período de análise alargado e por falta de alguns dados fundamentais, impõe-se uma abordagem superficial do processo de análise dos activos financeiros, segundo a qual, Buffett não abdica, em nenhuma instância. Assim, os seguintes aspectos não serão considerados para o estudo:

- Empresa simples e compreensível, ou seja, razoável conhecimento do negócio para poder valorizá-lo correctamente;
- Acesso a informação privilegiada (*inside trading*);
- Perspectivas favoráveis de longo prazo – vantagens competitivas no longo prazo;
- Racionalidade e Gestão Profissional, Tomada de Decisões como Accionista (ignorando o risco de *conflitos de agência*);
- Administração ética, transparente, clara e honesta – divulga constantemente e atempadamente o verdadeiro Valor da Empresa, sem recorrer a distorções contabilísticas;
- Conhecimento da concorrência e das melhores práticas sectoriais;
- Tipo de Investidor Perspicaz – aproveita os movimentos irracionais do Mercado para comprar / vender participações sociais;
- Estratégia *Activist Value Invest* (Investimento em Valor com intervenção na Gestão da empresa), dada a impossibilidade de quantificar os seus benefícios.

Outra restrição do estudo passa pelo horizonte temporal para a investigação: catorze anos de análise fundamental (1995 – 2008) e nove anos respeitantes ao período de Investimento considerado (2000 – 2008). Seria recomendável uma análise mais dilatada das empresas cotadas no Índice PSI-20, de forma a consubstanciar a decisão com mais dados históricos. Porém, tal não foi possível por não existirem dados disponíveis.

## 6.2 Apresentação dos resultados

Este estudo consistirá na tentativa de replicação e teste da estratégia de investimento mais utilizada por WB, propondo-se enumerar onze critérios essenciais que as empresas terão de cumprir para surgir no radar de WB e, posteriormente, analisar as empresas cotadas no PSI-20, em cada ano, que mais se destacaram. Os indicadores utilizados resumem os parâmetros de análise *Buffettiana*, ao longo dos anos, tentando, assim, transmitir pistas sobre o tipo de investimento que temos pela frente.

Assim, o objectivo primordial do estudo passa pelo investimento directo em negócios estáveis e sem concorrência (e por consequência, previsíveis), com rendibilidades (e margens) históricas elevadas, com bons indicadores de mercado e que apresentem, sistematicamente, uma forte geração de *free cash flows* (meios libertos de exploração livres) através da compra de acções, juntamente, com o investimento directo num activo sem risco. Para tal, seleccionou-se como referência deste tipo de investimento defensivo, as Obrigações do Tesouro Alemãs com maturidade de um ano (OCZ 1Y).

Dentro do grupo das empresas cotadas na principal bolsa portuguesa que mais se destacam, far-se-á uma GA da CI, anualmente, com base na análise fundamental dinâmica (a cinco anos), numa primeira fase, e depois, na negociação em Bolsa abaixo ou acima do Valor Intrínseco (doravante, VI) – *Market Timing*. Este tipo de gestão será implementado na Carteira de Investimento apelidada de “*Carteira de Investimento réplica do modelo seguido por Warren Buffett*” (doravante, *Carteira WB*), sendo a CI que melhor retrata as pisadas do investidor em estudo.

Para que a análise do desempenho da CI (acima referida) fique enriquecida, teremos mais duas CIs, uma das quais denominada “*Carteira Buy & Hold*<sup>7</sup> dos melhores activos segundo o modelo de WB” (doravante, *Carteira Buy & Hold*), cuja composição é dada pelo conjunto de acções do PSI-20 melhor classificadas no primeiro ano de investimento (2000). Esta comparação bilateral permitirá analisar a influência da GA e do *Market Timing* no desempenho da *Carteira WB*.

A outra CI sob análise será a “*Carteira Cópia do Índice PSI-20*” (doravante, denominada *Carteira Índice*). Esta CI é constituída pelo cabaz de activos que melhor retrata a dinâmica

---

<sup>7</sup> Carteira de Investimento baseada na Compra e Manutenção dos activos em Carteira

das maiores acções cotadas na bolsa portuguesa. Esta comparação bilateral permitirá confrontar o desempenho da CI com o *benchmark* português.

### **6.2.1 Selecção das acções para a carteira ideal buffettiana**

A *Security Selection* será exercida, fundamentalmente, através da análise fundamental baseada no estilo de investimento *Value Investing – Passive Screening* com algumas adaptações (ver ponto 3.4.1), isto é, a escolha das acções será desencadeada em resultado da análise de onze indicadores (descritos no campo 6.1.3), dez dos quais, quantitativos e um, qualitativo, que melhor retratam o conceito de empresa ideal segundo WB.

A classificação das acções segue os critérios de selecção enumerados no ponto 6.1.4. Desta forma, quando a acção cumpre os requisitos mínimos de cada indicador, ser-lhe-á atribuída um ponto e, no final, as acções que obtiverem um resultado superior a 50% do conjunto de indicadores – obtenção de classificação positiva em seis indicadores – serão introduzidas na CI *buffettiana*, como está demonstrado na tabela seguinte.

Tabela 6:2 Classificação das acções por indicadores em 2000

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
ACÇÕES	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	cresc.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
BANCO P. ATLÂNTICO	√						√					2
BANCO COMERCIAL P.	√				√		√				√	4
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√	√	√	√		√				√	7
BANCO MELLO	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	
BANCO P. INVESTIMENTO	√				√		√	√			√	5
BRISA	√	√			√		√	√	√		√	7
BSPM	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	
CIMPOR	√		√			√	√	√	√	√	√	8
EDP			√				√	√		√	√	5
JERÓNIMO MARTINS					√		√		√			3
MODELO CONTINENTE		√		√			√		√			4
MUNDIAL CONFIANÇA	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	
PORTUCEL			√							√		2
PORTUGAL TELECOM	√	√		√	√	√	√	√			√	8
SEMAPA	√			√			√	√		√		5
SONAE IMOBILIÁRIA					√	√	√					3
SONAE SGPS							√					1
SOPORCEL		√					√			√		3
VODAFONE TELECEL		√			√	√	√	√	√			6
ZON MULTIMÉDIA										√	√	2

Legenda: os indicadores numerados estão descritos no ponto 6.1.3 Indicadores fundamentais utilizados por Warren Buffett e em anexo; o símbolo √ corresponde a uma avaliação positiva, segundo os critérios de selecção definidos para o período em análise; N/D corresponde a dados não disponíveis; e o TOTAL será a soma das avaliações positivas.

Os resultados demonstram que o grupo de acções melhores classificadas no primeiro ano de investimento é constituído pela Portugal Telecom (doravante, PT), Cimpor, Banco Espírito Santo (doravante, BES), Brisa e Vodafone Telecel (doravante, VOD), ou seja, estas são as empresas que mais se encaixam no perfil do investidor WB, em 2000.

A PT cumpre oito critérios, num total de onze, e distingue-se, sobretudo, pelos fortes resultados para os accionistas, rendibilidades elevadas e margens bem acima da média, características que são reconhecidas à maior operadora de telecomunicações portuguesa e que justificam o facto de ser uma das empresas cotadas nacionais menos castigadas no período turbulento da bolsa portuguesa subsequente.

Também com oito critérios cumpridos temos a Cimpor - Cimentos de Portugal, um grupo cimenteiro internacional presente em onze países, onde se destaca o endividamento baixíssimo, margem comercial e evolução das vendas excelentes, distinguindo-se por ser uma das empresas cotadas nacionais com o valor contabilístico mais baixo em relação ao seu VM.

No patamar mais abaixo, com sete critérios cumpridos, temos a Brisa - Auto Estradas de Portugal caracterizado por ser o principal operador de auto-estradas português. Evidencia-se em relação às restantes, pelos seus níveis imbatíveis de rendibilidades e de margens comerciais. Não seria de esperar outro cenário, sabendo que se trata de um operador sem concorrência no mercado português e que presta um serviço indispensável.

Dentro do patamar anterior encontra-se, também, o BES é caracterizado por ser uma instituição financeira histórica de génese familiar com um crescimento orgânico assinalável. Para esta classificação positiva contribuíram os múltiplos de mercados muito favoráveis, principalmente o PER médio e o rácio FCFPS mais elevado do PSI-20.

Por fim, encontra-se a empresa de telecomunicações móveis VOD, com seis critérios cumpridos. Neste particular, destacam-se os EPS elevadíssimos, a taxa de remuneração aos accionistas soberba e a melhor taxa de crescimento real das vendas do PSI-20.

Entre os vários critérios de WB, a apresentação de resultados, o ROE, os EPS, o PER e o Crescimento real das Vendas, são os mais cumpridos pelas empresas cotadas no principal mercado accionista português. Já no que toca à capacidade de geração de *cash flows*, as empresas nacionais ficam pior na fotografia.

Este processo de selecção será desencadeado anualmente de forma a actualizar os dados fundamentais das acções em carteira e permitir a entrada de outras acções na carteira, conseguindo-se, igualmente, acompanhar a composição dinâmica do índice PSI-20 ao longo do período em análise. Seguir-se-á a demonstração de um quadro síntese das acções seleccionadas para a *Carteira WB* anualmente (e tabelas subsequentes de classificação das acções do PSI-20 serão remetidas para anexos).

*Tabela 6:3 Quadro síntese das acções seleccionadas para a Carteira WB*

2000		
Acções	Sector	Classificação
BES	Banca	6
BRISA	Serviços	8
CIMPOR	Minerais	8
PT	Telecomunicações	9
VODAFONE	Telecomunicações	6

2001		
Acções	Sector	Classificação
BES	Banca	6
BRISA	Serviços	8
CIMPOR	Minerais	8
PT	Telecomunicações	9
VODAFONE	Telecomunicações	6

2002		
Acções	Sector	Classificação
BES	Banca	6
BRISA	Serviços	8
CIMPOR	Minerais	8
PT	Telecomunicações	7
SEMAPA	Holding	6
VODAFONE	Telecomunicações	7

2003		
Acções	Sector	Classificação
BES	Banca	6
BRISA	Serviços	8
CIMPOR	Minerais	7
IBERSOL	Alimentação	7
NOVABASE	Tecnologia	6
SEMAPA	Holding	8

2004		
Acções	Sector	Classificação
BES	Banca	6
BRISA	Serviços	7
CIMPOR	Minerais	7
SEMAPA	Holding	7

2005		
Acções	Sector	Classificação
BPI	Banca	6
BRISA	Serviços	7
CIMPOR	Minerais	8
SEMAPA	Holding	7

2006		
Acções	Sector	Classificação
BPI	Banca	6
BRISA	Serviços	7
CIMPOR	Minerais	9
SEMAPA	Holding	7

2007		
Acções	Sector	Classificação
BPI	Banca	6
CIMPOR	Minerais	6
PT	Telecomunicações	6
SEMAPA	Holding	7

2008		
Acções	Sector	Classificação
CIMPOR	Minerais	8
GALP	Petrolífera	7
PT	Telecomunicações	7
REN	Energia	8
SEMAPA	Holding	6
ZON MULTIMÉDIA	Serviços	8

*Legenda: a coluna "Classificação" representa o número total de indicadores com avaliação positiva segundo os critérios de selecção definidos anteriormente; este quadro contém, apenas, as acções que obtiveram, anualmente, uma classificação positiva em mais de 50% do conjunto de indicadores.*

Durante nove anos, através da análise fundamental e qualitativa, seleccionaram-se treze acções de um conjunto de trinta e nove acções que passaram pelo índice de referência das

maiores acções portuguesas. A empresa Cimpor esteve sempre entre as melhores classificadas, seguida pela Brisa (7/9 Y) e pela Semapa (7/9 Y), que perfaz o top 3. De seguida, apresenta-se um quadro resumo do número de ocorrências de *Security Selection*, por cada acção.

*Tabela 6:4 Stock Selection Global*

Acções do PSI-20	Security Selection (nº anos)
Cimpor	9
Brisa	7
Semapa	7
Banco Espírito Santo	5
Portugal Telecom	5
Banco P. Investimento	3
Vodafone Telecel	3
Zon Multimédia	1
Pararede	1
Novabase	1
Ibersol	1
Galp	1
REN	1

*Legenda: a coluna “Security Selection” corresponde ao número de vezes que cada acção cotada no PSI-20 obteve avaliação global positiva decorrente da análise fundamental e qualitativa desencadeada para o período de investimento considerado; as restantes acções não obtiveram nenhuma avaliação global positiva durante o período de investimento.*

Em termos de análise sectorial, os serviços, os minerais não metálicos, as telecomunicações e a banca são os sectores mais representados na Carteira ideal de WB. Isto ocorre, uma vez que estes sectores são caracterizados pela estabilidade da sua actividade, devido, em grande parte, a uma procura sólida, a uma certa imunidade em relação aos ciclos económicos e, por outro lado, à fraca ou inexistente concorrência no mercado sectorial.

### **6.2.2 Market Timing sob a forma de Valor Intrínseco**

Após a selecção das melhores acções integradas no PSI-20, a CI Dinâmica está criada, faltando apenas determinar o momento ideal para comprar ou vender acções de determinada empresa, ou seja, não basta passar no crivo da análise fundamental e qualitativa, também terá de se passar no teste de avaliação ao preço de mercado verificado.

Posto isto, em sentido mais amplo, o método *Market Timing* consiste no aferição do melhor momento para “entrar” ou “sair” de determinado segmento de mercado - accionista,



obrigacionista, cambial, monetário e imobiliário -, ou seja, ajuda a tomar a decisão de quando investir ou desinvestir em determinado mercado.

Efectivamente, se todos os dados apontam para que os mercados accionistas entrem em estado *Bear Market*, a estratégia acertada passa pela venda das acções em carteira e na aposta, por exemplo no mercado obrigacionista ou no mercado monetário, enquanto os mercados accionistas se mantiverem deprimidos. O presente estudo contempla, apenas, dois segmentos de Mercado – o Mercado Accionista Português e o Mercado de Dívida Pública de referência na Zona Euro.

O método escolhido por WB para aferir o melhor momento de entrada ou saída em determinado mercado é por via da comparação entre o VI da acção e o VM verificado no início de cada ano. Se o VI superar o VM da empresa, estão criadas as condições para adquirir acções da empresa, ou seja, está garantida a margem de segurança para investir na empresa. Se, por outro lado, o VM superar o VI, não estão criadas as condições para adquirir acções da empresa, ou seja, não está garantida a margem de segurança para investir. Este método permite definir o *Asset Allocation* anual da CI de forma a reconhecer a proporção de cada activo seleccionado na CI.

Segundo Williams (1938), e adaptado por WB, a avaliação do VI de uma empresa é dada, numa primeira fase, pelo Valor dos Capitais Próprios por acção multiplicado pela taxa média de Rendibilidade dos Capitais Próprios – ROE médio de cinco anos – para chegar ao valor que se perspectiva que a empresa atinja no espaço temporal de cinco anos – Valor Futuro ( $V_f$ ):

$$V_f = V_0 \times (1 + r)^5 \quad (1)$$

*Neste caso,  $V_f$  representa o valor estimado dos capitais próprios por acção daqui a cinco anos; o  $V_0$  equivale ao valor dos capitais próprios por acção verificado no último ano;  $r$  consiste na taxa de rendibilidade média do capital próprio nos últimos cinco anos; sendo 5 o número de períodos.*

De seguida, descontou-se o  $V_f$  à taxa de rendibilidade mínima para um investimento deste tipo – taxa a 5% - para chegar ao VI. A fixação da taxa de desconto da equação (2) corresponde a um valor aproximado entre a média histórica do mercado accionista português e a média histórica do mercado de dívida pública de referência da Zona Euro.

$$V_I = \frac{V_f}{(1+R_{\min})} \quad (2)$$

Neste caso,  $V_I$  representa o valor intrínseco estimado para o ano em exercício e  $R_{\min}$  figura a taxa de rendibilidade mínima para um investimento em acções – 5%.

Em suma, este método de avaliação e comparação da estratégia de *Market Timing* centra-se na margem de segurança do investimento para cada período anual, isto é, na diferença entre o  $V_I$  estimado e o  $V_M$  verificado. A análise é realizada no primeiro dia útil de cada ano, assumindo que os dados fundamentais do ano transacto (final do ano) já estão disponíveis ao público.

Como podemos verificar na Tabela 6:5, no primeiro ano de constituição da *Carteira WB* não existe qualquer recomendação de compra de acções segundo o modelo, dado que a margem de segurança para o investimento não está garantida em 2000.

No segundo ano, existe uma recomendação de compra consistente para a empresa Pararede, tendo um potencial de valorização bolsista na ordem dos 126% em cinco anos e uma margem de segurança do investimento elevada.

No início de 2002, as acções cotadas no PSI-20 encontram-se a negociar próximo dos valores mínimos do ano transacto, com o preço negociado em bolsa a sofrer uma quebra homóloga considerável, pelo que o modelo aponta como bons investimentos num horizonte de cinco anos - o BES, a PT e a Semapa. Dentro das três empresas, a que apresenta maior potencial de valorização bolsista é a Semapa.

O ano de 2003 assume-se como o ano das oportunidades no PSI-20. No conjunto das seis acções em carteira, apenas a Cimpor é considerada “cara”. De resto, as restantes empresas introduzidas na *Carteira WB* estão baratas, tendo em conta a margem de segurança do investimento alcançada pelo BES, Brisa, Ibersol, Novabase e Semapa - com especial destaque para o potencial de valorização da Semapa revisto em alta.

No que respeita a 2004, o panorama transfigurou-se completamente e o potencial de valorização caiu a pique, devido à escalada dos preços. As únicas recomendações de compra (decorrentes dos resultados do método *Market Timing*) vão para o BES e Semapa. Porém, o potencial de valorização não atinge os 50% para um período de cinco anos.

Tabela 6:5 Cálculo do Valor Intrínseco

## EM 2000:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BES	3,99	17,16%	8,81	5,00%	6,91	7,37	19,65%	-0,46
Brisa	1,04	24,07%	3,07	5,00%	2,41	3,78	-18,68%	-1,37
Cimpor	1,70	11,91%	2,99	5,00%	2,34	3,25	-8,11%	-0,91
PT	2,66	16,55%	5,73	5,00%	4,49	8,73	-34,37%	-4,24
Vodafone	1,25	34,77%	5,57	5,00%	4,36	17,09	-67,40%	-12,73

## EM 2001:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BES	3,81	17,86%	8,65	5,00%	6,78	6,92	25,11%	-0,14
Brisa	1,22	26,73%	4,00	5,00%	3,13	4,91	-18,56%	-1,78
Cimpor	1,86	11,64%	3,22	5,00%	2,52	5,28	-38,98%	-2,76
Pararede	14,34	25,59%	44,80	5,00%	35,11	19,81	126,21%	15,30
PT	4,47	17,57%	10,04	5,00%	7,87	7,90	27,15%	-0,03
Vodafone	1,25	34,77%	5,57	5,00%	4,36	11,64	-52,14%	-7,28

## EM 2002:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BES	3,97	17,49%	8,89	5,00%	6,96	5,66	57,07%	1,31
Brisa	1,36	28,35%	4,75	5,00%	3,72	4,66	1,83%	-0,94
Cimpor	1,80	11,65%	3,13	5,00%	2,45	3,95	-20,79%	-1,50
PT	4,69	16,11%	9,91	5,00%	7,76	7,39	34,10%	0,37
Semapa	3,49	18,04%	8,01	5,00%	6,28	4,50	77,98%	1,78
Vodafone	1,57	27,59%	5,30	5,00%	4,15	9,00	-41,15%	-4,85

## EM 2003:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BES	4,18	16,25%	8,88	5,00%	6,96	6,21	43,09%	0,75
Brisa	2,23	27,01%	7,36	5,00%	5,76	5,33	38,02%	0,43
Cimpor	1,56	13,28%	2,91	5,00%	2,28	3,25	-10,54%	-0,97
lbersol	1,92	21,94%	5,19	5,00%	4,07	3,49	48,68%	0,58
Novabase	2,64	23,53%	7,58	5,00%	5,94	5,85	29,65%	0,09
Semapa	3,75	17,13%	8,28	5,00%	6,49	3,32	149,34%	3,17

## EM 2004:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BES	4,48	15,17%	9,07	5,00%	7,11	6,45	40,57%	0,65
Brisa	2,26	23,59%	6,52	5,00%	5,11	5,32	22,58%	-0,21
Cimpor	1,56	14,98%	3,13	5,00%	2,45	4,13	-24,19%	-1,68
Semapa	2,12	17,53%	4,75	5,00%	3,72	3,61	31,66%	0,11

## EM 2005:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BPI	1,55	15,15%	3,14	5,00%	2,46	2,88	9,10%	-0,42
Brisa	2,57	20,44%	6,52	5,00%	5,11	6,76	-3,50%	-1,65
Cimpor	1,83	17,47%	4,10	5,00%	3,21	4,16	-1,46%	-0,95
Semapa	7,65	26,02%	24,31	5,00%	19,05	4,05	500,26%	15,00

## EM 2006:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BPI	1,91	15,90%	3,99	5,00%	3,13	3,70	7,97%	-0,57
Brisa	2,73	18,25%	6,32	5,00%	4,95	7,11	-11,15%	-2,16
Cimpor	2,37	18,64%	5,58	5,00%	4,37	4,59	21,46%	-0,22
Semapa	10,78	35,08%	48,49	5,00%	37,99	6,80	613,12%	31,19

## Continuação da Tabela 6:5

## EM 2007:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
BPI	2,22	17,69%	5,01	5,00%	3,93	5,74	-12,76%	-1,82
Cimpor	2,47	19,93%	6,13	5,00%	4,80	6,33	-3,14%	-1,53
PT	2,80	24,92%	8,53	5,00%	6,68	8,22	3,68%	-1,54
Semapa	10,92	33,26%	45,88	5,00%	35,95	8,85	418,42%	27,10

## EM 2008:

Activos	CP'/acção	ROE <sub>médio</sub>	V <sub>f</sub>	R <sub>min</sub>	V <sub>a</sub> = V <sub>I</sub>	V <sub>M</sub>	V <sub>f</sub> /V <sub>M</sub>	V <sub>I</sub> - V <sub>M</sub>
Cimpor	2,84	20,07%	7,10	5,00%	5,56	6,07	16,90%	-0,51
Galp	2,93	29,02%	10,46	5,00%	8,20	18,20	-42,52%	-10,00
PT	2,07	31,17%	8,04	5,00%	6,30	8,95	-10,16%	-2,65
REN	1,88	22,74%	5,25	5,00%	4,11	3,62	45,04%	0,49
Semapa	9,31	33,71%	39,79	5,00%	31,17	8,60	362,63%	22,57
Zon Multimédia	1,26	17,81%	2,86	5,00%	2,24	9,32	-69,35%	-7,08

Legenda: os activos serão constituídos pelas acções seleccionadas de acordo com o resultado da análise fundamental e qualitativa; o campo CP'/acção representa o valor dos Capitais Próprios por acção (Valor Contabilístico) verificado no fim do ano anterior ao da análise; o campo ROE<sub>médio</sub> corresponde à taxa de rentabilidade dos Capitais Próprios nos últimos cinco anos; o parâmetro V<sub>f</sub> representa o valor futuro estimado da empresa; o parâmetro seguinte - R<sub>min</sub> - representa a taxa de rentabilidade mínima para um investimento em acções portuguesas; o campo V<sub>a</sub> = V<sub>I</sub> representa o VI da empresa que equivale ao valor actualizado à taxa de desconto sobre o valor futuro; o campo V<sub>M</sub> corresponde ao Valor de Mercado da empresa, isto é, ao preço negociado em bolsa no primeiro dia útil do ano; o campo V<sub>f</sub>/V<sub>M</sub> equivale à taxa de crescimento potencial do activo no espaço de cinco anos; e por fim, o campo V<sub>I</sub> - V<sub>M</sub> representa o gap entre o VI e o VM da empresa, isto é, a margem de segurança do investimento.

Nos três anos seguintes, o cenário é idêntico ao ano anterior: caracterizado por revisões em baixa. Excepção feita à Semapa que, conquista forte recomendação de compra consecutiva, alcançando um potencial de valorização bolsista estimado acima dos 400% e uma margem de segurança do investimento elevada. Isto deve-se ao valor contabilístico atípico verificado neste subperíodo (2005-2007), provocando assim um empolamento do resultado.

No último ano do período de investimento, o cenário não se afigura muito favorável para o mercado accionista português e, em particular, para as acções seleccionadas para integrarem a *Carteira WB* neste período. Contudo, a REN e a Semapa recebem recomendações de compra (após avaliação do método aplicado de *Market Timing*).

No global, a Semapa e o Banco Espírito Santo são as acções da *Carteira WB* que mais se destacam, com sete e três recomendações de compra, respectivamente. No campo oposto, temos um grupo constituído por cinco empresas cotadas que não conseguiram atingir um

potencial de valorização futuro suficiente para fazerem parte das escolhas ideais de compra: Banco Português de Investimento (BPI), Cimpor, Galp, VOD e Zon Multimédia.

Tabela 6:6 Número de recomendações de compra

Acções em Carteira	Recomendações de compra
Semapa	7
Banco Espírito Santo	3
Brisa	1
Ibersol	1
Novabase	1
Pararede	1
Portugal Telecom	1
REN	1
Banco P. Investimento	0
Cimpor	0
Galp	0
Vodafone	0
Zon Multimédia	0

Legenda: a coluna “Recomendações de compra” corresponde ao número de vezes que dada acção recebeu avaliação positiva por via do método Market Timing, isto é, quando o gap entre o VI e o VM é positivo – margem de segurança do investimento.

### 6.2.3 Gestão Activa da Carteira de Investimentos réplica do modelo WB

O investidor WB, sendo um gestor profissional de CI, aposta na GA da CI de forma a poder bater o Mercado. Como tal, procedemos à replicação deste tipo de gestão de CI segundo os pressupostos da MTCI de Markowitz/Tobin.

A GA da Carteira WB é desenvolvida em estreita ligação com os resultados do método Market Timing e da análise fundamental e qualitativa. O objectivo primordial desta gestão passa por comprar barato e manter a posição durante algum tempo (em média, cinco anos).

No entanto, se os dados fundamentais sobre a empresa começaram a degradar-se, tomar-se-ão medidas correctivas, designadamente proceder-se-á à venda integral da participação social anteriormente tomada, numa primeira fase, e de seguida, poder-se-á tomar dois tipos de decisão distintos: se não existir à data uma acção com perspectivas favoráveis, procede-se à

realocação no activo sem risco, reduzindo, assim, a exposição ao risco do mercado accionista português; se, ao invés, existir à data uma acção (ou um conjunto de acções) com perspectivas mais favoráveis, realoca-se nesse(s) activo(s) com risco, continuando a apostar no mercado accionista português.

A parametrização seguida para o processo de GA consiste nos seguintes critérios: compra de acções na proporção fixa de 1/6 do Valor Total da CI; acumulação individual máxima de acções no valor de 4/6 do Total da CI; o activo sem risco, dada a sua natureza de suporte à estratégia de investimento, não terá limites, ou seja, terá variações anuais na CI sem limitações; e venda de acções na totalidade. Segue-se as considerações essenciais acerca da GA implementada na *Carteira WB*, uma tabela ilustrativa do processo GA – Tabela 6:7 – e uma tabela com o histórico das transacções efectuadas na Carteira – Tabela 6:8.

No primeiro ano da constituição da *Carteira WB* não se efectuou qualquer investimento em acções, dado que o preço em bolsa dos cinco activos, introduzidos na CI, não superou o respectivo VI estimado para este ano. Portanto, o valor inicial da CI foi alocado na totalidade ao activo sem risco.

No segundo ano de investimento, proceder-se-á à primeira entrada na principal bolsa portuguesa por intermédio da tomada de uma posição compradora na empresa Pararede.

Em 2002, a Pararede foi retirada da carteira, uma vez que os seus dados fundamentais agravaram-se claramente e assim, procedeu-se à realocação do seu valor bolsista noutra acção com perspectivas favoráveis, nomeadamente no BES. Adicionalmente, procedeu-se à tomada de posição compradora na PT e na Semapa, na proporção individual fixada. Ficando o activo sem risco com o remanescente, no caso 50% da CI (perca de mais de 30% na CI, em termos homólogos).

O ano de 2003 afigura-se como um ano de exposição máxima ao risco da bolsa portuguesa, com seis acções em carteira. De resto, manteve-se as posições no BES e Semapa e tomou-se novas posições compradoras na Brisa, Ibersol e Novabase em iguais proporções, renegando, assim, as OCZ a uma variação descendente de 50%.

Tabela 6:7 Evolução da Gestão Activa na Carteira WB

2000		2001			2002			2003			2004		
Activos	Peso	Activos	Peso	Δ	Activos	Peso	Δ	Activos	Peso	Δ	Activos	Peso	Δ
Activos com Risco		Activos com Risco	16,67%	↑	Activos com Risco	50,00%	↑	Activos com Risco	100,00%	↑	Activos com Risco	100,00%	=
Banco Espírito Santo		Banco Espírito Santo			Banco Espírito Santo	16,67%	↑	Banco Espírito Santo	16,67%	=	Banco Espírito Santo	25,00%	↑
Brisa		Brisa			Brisa			Brisa	16,67%	↑	Brisa	16,67%	=
Cimpor		Cimpor			Cimpor			Cimpor			Cimpor		
Portugal Telecom		Pararede	16,67%	↑	Pararede		↓	Ibersol	16,67%	↑	Novabase	16,67%	=
Semapa		Portugal Telecom			Portugal Telecom	16,67%	↑	Novabase	16,67%	↑	Pararede		
Vodafone Telecel		Vodafone Telecel			Semapa	16,67%	↑	Pararede			Portugal Telecom	16,67%	=
					Vodafone Telecel			Portugal Telecom	16,67%	=	Semapa	25,00%	↑
								Semapa	16,67%	=			
								Vodafone Telecel					
Activo sem Risco		Activo sem Risco			Activo sem Risco			Activo sem Risco			Activo sem Risco		
OCZ	100,00%	OCZ	83,33%	↓	OCZ	50,00%	↓	OCZ		↓	OCZ		
<b>TOTAL</b>	100,00%	<b>TOTAL</b>	100,00%		<b>TOTAL</b>	100,00%		<b>TOTAL</b>	100,00%		<b>TOTAL</b>	100,00%	

2005			2006			2007			2008		
Activos	Peso	Δ	Activos	Peso	Δ	Activos	Peso	Δ	Activos	Peso	Δ
Activos com Risco	100,00%	=	Activos com Risco	100,00%	=	Activos com Risco	75,00%	↓	Activos com Risco	75,00%	=
Banco Espírito Santo	25,00%	=	Banco Espírito Santo	25,00%	=	Banco Espírito Santo		↓	Banco Espírito Santo		
Banco P. Investimento			Banco P. Investimento			Banco P. Investimento			Banco P. Investimento		
Brisa	16,67%	=	Brisa	16,67%	=	Brisa	16,67%	=	Brisa		
Cimpor			Cimpor			Cimpor			Cimpor		
Novabase		↓	Novabase			Novabase			Galp		
Pararede			Pararede			Portugal Telecom		↓	Portugal Telecom		
Portugal Telecom	16,67%	=	Portugal Telecom	16,67%	=	Semapa	58,33%	↑	Ren	16,67%	↑
Semapa	41,67%	↑	Semapa	41,67%	=				Semapa	58,33%	=
									Zon Multimédia		
Activo sem Risco			Activo sem Risco			Activo sem Risco			Activo sem Risco		
OCZ			OCZ			OCZ	25,00%	↑	OCZ	25,00%	=
<b>TOTAL</b>	100,00%		<b>TOTAL</b>	100,00%		<b>TOTAL</b>	100,00%		<b>TOTAL</b>	100,00%	

Tabela 6:8 Histórico das transacções efectuadas na Carteira WB

Data	Transacções
03-01-2000	compra de obrigações soberanas alemãs com maturidade de um ano no valor total da Carteira (100 M€)
02-01-2001	compra de acções da Pararede compra de obrigações soberanas alemãs com maturidade de um ano no valor de 5/6 do total da Carteira
02-02-2002	venda das acções da Pararede adquiridas compra de acções do Banco Espírito Santo, da Portugal Telecom e da Semapa compra de obrigações soberanas alemãs com maturidade de um ano no valor de 3/6 do total da Carteira
02-01-2003	compra de acções da Brisa, Ibersol e Novabase
31-12-2003	Ibersol é retirada do PSI-20, logo procedeu-se à venda das acções adquiridas
02-01-2004	Compra de acções do Banco Espírito Santo e Semapa no montante individual de 1/12 do Total da Carteira
03-01-2005	venda das acções da Novabase anteriormente adquiridas compra de acções da Semapa no valor de 1/6 do Total da Carteira
02-01-2007	venda das acções do Banco Espírito Santo e Portugal Telecom anteriormente adquiridas compra de acções da Semapa no valor de 1/6 do Total da Carteira compra de obrigações soberanas alemãs com maturidade de um ano no valor de 1/6 do Total da Carteira
02-01-2008	compra de acções da REN compra de obrigações soberanas alemãs com maturidade de um ano no valor de 1/6 do Total da Carteira

*Legenda: compra / venda de acções executada ao preço de fecho de cada sessão diária indicada; compra / venda de obrigações executada ao preço estimado por via dos factores de desconto; compra inicial de acções efectuada no montante fixo definido de 1/6 do Total da Carteira; e venda de acções efectuada na totalidade.*



Dado que a Ibersol foi retirada do PSI-20 no final de 2003, procedeu-se à venda da respectiva posição a preços de mercado no último dia do ano e, de seguida, alocou-se a posição em aberto pelas duas acções com maior margem de segurança estimada à data - Semapa e BES – em iguais partes. De resto, 2004 fica marcado pela continuidade, com as posições mantidas na Brisa, Novabase e PT.

Em 2005, não se registam novas entradas, tendo-se efectuado, apenas, um rebalanceamento directo entre a Novabase e Semapa. A primeira é retirada da *Carteira WB* devido a dados fundamentais desfavoráveis e a substituição pela Semapa, deve-se à conquista de uma revisão em alta da recomendação de compra por parte do modelo *Market Timing*.

No ano seguinte, não existem alterações na composição da *Carteira WB*. Todavia, em 2007, a PT e o BES atingiram a maturidade do investimento (5 anos) e, portanto, procedeu-se à sua retirada da *Carteira*. No seguimento, realocou-se as posições em aberto na Semapa e no activo sem risco, respectivamente. De realçar que, a Semapa também atingiu a maturidade do investimento em 2007, no entanto as suas perspectivas de retorno extremamente favoráveis pesaram mais na decisão. Portanto, a semapa alcançou nova acumulação do valor investido (ultrapassando os 50% do Total da *Carteira WB*) e, por outro lado, as obrigações soberanas voltaram a fazer parte das escolhas de investimento, tornando, assim, a CI menos arriscada.

E em 2008, a REN - recentemente cotada no PSI-20 - recebe uma recomendação de compra (segundo o modelo de *Market Timing*), pelo que se procedeu à compra de acções no montante inicialmente definido: 1/6 do Total da *Carteira*. Relativamente aos restantes activos em carteira, manteve-se as posições, dado que a Semapa já integra um valor próximo de 4/6 do Total da CI – limite máximo definido para cada acção.

Sinteticamente, a GA permite tornar a CI mais flexível e adaptável aos sinais recolhidos na análise fundamental e na avaliação do modelo *Market Timing*. Nos três primeiros anos de Investimento, o activo sem risco obteve um peso relevante na *Carteira*. Porém, nos anos subsequentes, o panorama inverteu-se e os activos com risco acabam por dominar a *Carteira WB*. Com destaque, para o grupo de quatro empresas constituído pela Semapa, BES, Brisa e PT (ver em pormenor, Tabela 6:9).

Tabela 6:9 Número de anos de investimento na Carteira WB

Activos em carteira	Investimento na Carteira WB (nº de anos)
Semapa	7
Banco Espírito Santo	5
Brisa	5
Portugal Telecom	5
Novabase	2
Ibersol	1
Pararede	1
REN	1
OCZ 1Y	5

Legenda: a coluna “Activos em carteira” contempla as acções que foram adquiridas ao longo do período de investimento e o activo sem risco; e a coluna “Investimento na Carteira WB” corresponde ao número de anos que cada activo permaneceu na Carteira WB com investimento.

#### 6.2.4 Mercado Português

O desempenho do índice bolsista português – PSI-20 - acompanha os movimentos verificados nos principais mercados bolsistas internacionais, nomeadamente os principais mercados europeus e norte-americanos – CAC 40, DAX 30, FTSE MIB, DOW JONES INDUSTRIAL e NIKKEI 225.

Em termos globais, o desempenho bolsista do índice accionista português fica aquém do verificado pelo índice de referência norte-americano e japonês para o período em análise, conseguindo, apenas, superar os dois índices em 2007, como se pode comprovar na tabela seguinte e Figura 6:2.

Por outro lado, dentro do panorama europeu o PSI-20 demonstra um comportamento acima da média – com especial destaque para os dois últimos anos do período, marcados pela crise financeira internacional, onde o hiato positivo ultrapassa os 20 pontos em relação ao Índice *Euro Stoxx 50* - tendo sido, apenas, desfeitoado pelo percurso surpreendente do mercado accionista espanhol. De resto, o *benchmark* com pior desempenho acabou por ser o do mercado accionista francês (ver Figura 6:2).

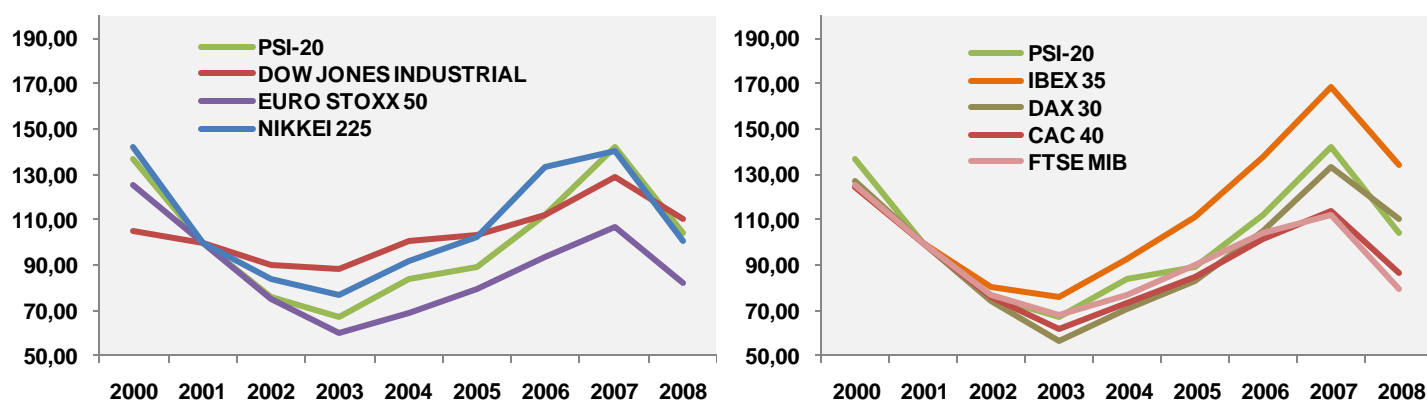
Tabela 6:10 Evolução recente dos índices das principais bolsas internacionais

MERCADOS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PSI-20	137,00	100,00	75,80	67,10	83,60	89,10	112,50	142,00	104,00
EURO STOXX 50	125,40	100,00	75,50	59,80	69,30	79,20	93,80	106,70	82,00
CAC 40	124,90	100,00	75,60	62,10	73,50	85,10	101,90	114,20	86,60
FTSE MIB	125,60	100,00	76,60	67,70	77,10	90,10	103,90	112,60	79,10
DAX 30	126,80	100,00	74,50	56,90	71,00	83,30	105,00	133,10	110,60
IBEX 35	124,10	100,00	80,40	76,20	92,70	111,70	138,10	168,20	134,60
MIB 30	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NIKKEI 225	141,90	100,00	83,60	76,90	92,30	102,50	133,30	140,30	100,40
DOW JONES IND	105,20	100,00	90,50	88,10	101,10	103,40	111,80	129,10	110,30

Legenda: Índice de Preços calculado de acordo com o valor base 2001=100

Fonte: Eurostat

Figura 6:2 Índice de Preços do PSI-20 e dos seus congéneres internacionais



Legenda: Índice de Preços calculado de acordo com o valor base 2001=100

Fonte: Eurostat

Durante o período de investimento, os principais indicadores macroeconómicos de Portugal são desfavoráveis, sobretudo a taxa de crescimento da economia - Produto Interno Bruto (PIB) –, que em nove anos igualou o valor da União Europeia (27 países) apenas por duas vezes, tendo divergido nos restantes sete anos (desde 2002).

Para tal contribuiu, em grande parte, o efeito negativo do défice orçamental verificado ao longo dos anos – desde 2004, acima da média europeia (Zona Euro e U.E. a 27 países), com especial discrepância para o ano de 2005 -; contribuiu, igualmente, a fraca evolução do nível de produtividade – colossal divergência em relação aos congéneres europeus; e também a taxa de desemprego, em crescendo, e em sentido contrário, a taxa de emprego da economia (ver em pormenor, a tabela seguinte onde consta os principais indicadores para economia portuguesa).

Tabela 6:11 Dados macroeconómicos de Portugal

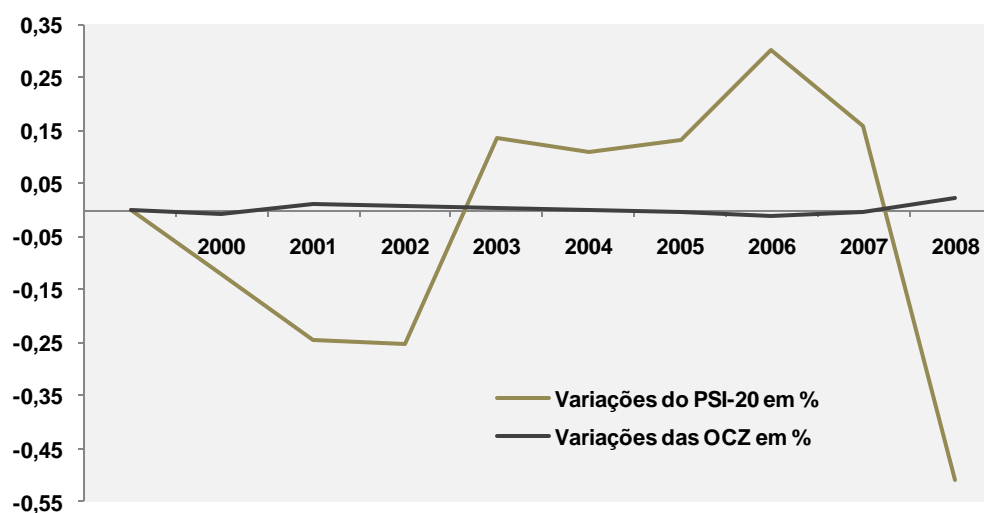
INDICADORES	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
PIB	3,90%	2,00%	0,80%	-0,80%	1,50%	0,90%	1,40%	1,90%	0,00%
Taxa de Inflação	2,80%	4,40%	3,70%	3,30%	2,50%	2,10%	3,00%	2,40%	2,70%
Taxa de Desemprego	4,00%	4,10%	5,10%	6,40%	6,70%	7,70%	7,80%	8,10%	7,70%
Produtividade	1,80%	0,20%	0,20%	-0,20%	1,60%	1,20%	0,90%	1,90%	-0,40%
Consumo Final	4,30%	3,60%	3,30%	3,10%	2,70%	3,00%	2,80%	2,70%	2,80%
Taxa de Exportações	5,30%	0,80%	-0,10%	-1,40%	1,50%	1,90%	4,20%	2,80%	3,20%
Taxa de Emprego	2,10%	1,80%	0,60%	-0,60%	-0,10%	-0,30%	0,50%	0,00%	0,40%
Dívida Pública	50,50%	52,90%	55,60%	56,90%	58,30%	63,60%	64,70%	63,60%	66,30%
Défice Orçamental	-2,90%	-4,30%	-2,80%	-2,90%	-3,40%	-6,10%	-3,90%	-2,60%	-2,70%

Fonte: Eurostat

Esta conjuntura económica deixa alguns sinais negativos para o principal mercado de capitais português, dado que este reflecte, normalmente, no preço dos seus constituintes, os indicadores macroeconómicos do País.

A Figura 6:3 demonstra bem a relação negativa entre o desempenho do mercado accionista e o desempenho do mercado da dívida, como seria expectável, uma vez que são activos concorrentes. Portanto, quando o índice PSI-20 valoriza, o activo de dívida soberana alemã reage com quedas, e vice-versa.

Figura 6:3 Variações anuais do PSI-20 e OCZ 1Y



Fonte: dados retirados da Bloomberg e dados estimados para a OCZ

Este facto é importante para a gestão de CIs dinâmica – desenvolvida na gestão da *Carteira WB* - que, em termos gerais, aplica a metodologia clássica de *Market Timing*: em conjunturas positivas para as bolsas, aumenta a sua exposição ao risco do mercado accionista, reduzindo o

peso dos activos com rendimento fixo na carteira; e em tempos negativos para o mercado accionista, adopta uma estratégia mais defensiva, carregando-se em activos sem risco – obrigações governamentais. Em suma, um *perfect market timing* aproveita, ao máximo, o melhor período de cada mercado, tentando acompanhar os movimentos ascendentes de cada lado, com uma alocação de activos dinâmica.

No total do período em análise, temos um período positivo de cinco anos consecutivos no principal mercado bolsista português, e dois subperíodos negativos, repartidos em quatro anos. Quanto ao mercado de dívida, as ocorrências são semelhantes – quatro anos positivos verificados –, mas em períodos diferentes e com dimensão bem mais reduzida, comparativamente com o índice PSI-20.

Poder-se-á definir o subperíodo 2003-2007, como um ciclo histórico muito favorável para investir no mercado accionista português, tendo o seu expoente máximo em 2006 ( $\Delta^+ = 30\%$ ), e os sub-períodos de 2000-2002 e 2008, como conjunturas de desvalorização, proporcionando poucas oportunidades de ganhos para os accionistas em Portugal, como foi o exercício de 2008 ( $\Delta^- = 51\%$ ). A título de exemplo, se investisse 100 €, no início de 2003, num cabaz de acções representativo do índice PSI-20 e vendesse a posição em finais de 2007, teria obtido um ganho global de 115€ - mais do dobro do valor investido.

Por fim, a linha de tendência do mercado accionista português apresenta um sentido ligeiramente ascendente, tendo tocado, inclusivamente, em valores negativos a maior parte do período. Tal deve-se ao formato inconstante da série do PSI-20 em formato *V* e, no ciclo posterior, em *W*.

### **6.2.5 Apresentação das Carteiras de Investimento**

Só com o recurso a uma comparação trilateral é possível chegar a algumas conclusões importantes acerca das vantagens associadas às várias técnicas optimizadoras de investimentos em acções, utilizadas pelo investidor alvo de estudo. Tais técnicas consistem na análise fundamental e qualitativa, no *Market Timing* sob a forma do *VI* e, finalmente, na *GA* da *CI*. Segue-se uma breve descrição das três carteiras de investimento:

- Carteira de Investimentos réplica do modelo seguido por Warren Buffett: carteira de tipologia *risco elevado*. É constituída maioritariamente por acções de empresas portuguesas cotadas no PSI-20 (média superior a 68%) e um activo sem risco – OCZ do tesouro alemão.

Esta CI é gerida de forma activa e terá como objectivo fundamental bater o *benchmark* – PSI-20 – tentando, igualmente, moderar o risco global da carteira, recorrendo aos resultados da análise fundamental e qualitativa e ao *Market Timing*.

A alocação da CI é flexível e centrada nas melhores acções segundo os critérios de valorização *buffettianos*, procurando tomar posições no mercado em condições excepcionais – comprar a um preço reduzido e vender após alguns anos de capitalização do investimento. Este processo desencadear-se-á uma vez por ano, nomeadamente no primeiro dia de negociação anual.

- Carteira cópia do Índice PSI-20 (Indexing): carteira de tipologia *risco moderadamente elevado*. É constituída, na totalidade, por um activo com risco – fundo de investimento indexado ao PSI-20<sup>8</sup>. Será gerida de forma passiva e terá como objectivo primordial acompanhar as movimentações do mercado português. Portanto, será uma CI sem *Asset Allocation* - “todos os ovos no mesmo cesto” - e sem *Market Timing*. Logicamente, não recorrerá à análise fundamental e qualitativa.

Esta CI estará exposta, somente, ao principal mercado accionista – Índice PSI-20 –, que representa uma CI de mercado dinâmica cujo valor reflecte essa evidência. Os gestores profissionais do fundo indexado procurarão reflectir essa evidência no valor do fundo de investimento, através dos seus conhecimentos e competências.

- Carteira de investimento Buy & Hold: carteira de tipologia *risco elevado*, cuja composição é dada pelo conjunto de acções portuguesas melhor classificadas no primeiro ano de investimento (2000), de acordo com o resultado da análise fundamental histórica nos cinco anos anteriores (1999-1995).

A CI é gerida de forma passiva e confinada a um grupo restrito de acções, designadamente ao Banco Espírito Santo, Brisa, Cimpor, Portugal Telecom e Vodafone Telecel. Esta terá como objectivo primordial bater o mercado. Contudo, não terá preocupações quanto ao preço de aquisição / venda dos activos com risco, ao contrário da primeira carteira. A alocação será repartida, em igual proporção (1/6), pelos cinco activos com risco e pelo activo sem risco.

---

<sup>8</sup> instrumento financeiro que reflecte na íntegra o desempenho bolsista do cabaz de activos financeiros em que investe, permitindo diversificar o investimento facilmente e sem grandes custos

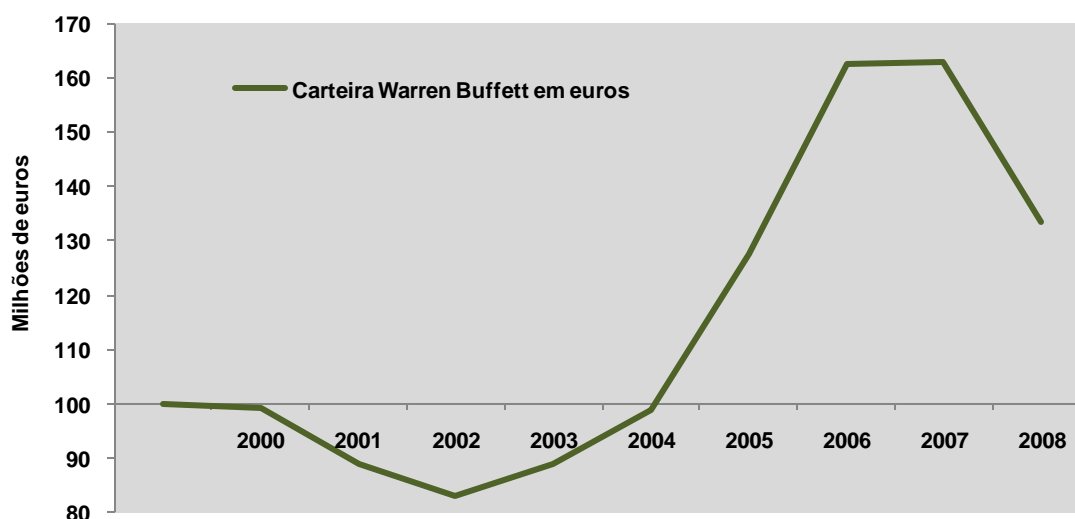
Esta CI não recorre aos resultados do modelo *Market Timing* ensaiado anteriormente, uma vez que encetar a uma GP da CI e, assim, teremos uma alocação fixa deste o primeiro dia de investimento até ao último dia a que se propõe analisar. Excepção feita à reafecção necessária da posição da Vodafone Telecel, no seguimento da sua saída do PSI-20 no dia 21/05/2003, pelos restantes activos com risco em igual proporção – processada aos preços de mercado no dia seguinte.

### 6.2.6 Desempenho das Carteiras de Investimento

Seguir-se-á uma análise individual à *performance* da *Carteira WB* ao longo dos nove anos, bem como uma análise comparativa com as duas carteiras representativas da GP.

Em nove anos, a *Carteira WB* consegue aumentar o valor do património em mais de 33,63% (variação positiva absoluta de 33,63 M€ face ao valor inicial da CI de 100 M€). No entanto, o seu valor máximo foi atingido em 2007 – valorização superior a 62% face ao valor inicial da Carteira. Cinco anos antes, encontramos o mínimo do período no valor de 82,9 M€ (variação negativa de 17,1% face ao valor inicial), como tal a dispersão máxima da CI cifrou-se em 0,9650. Mesmo com o risco das flutuações habituais dos mercados bolsistas de curto prazo, o Valor da CI segue uma tendência eminentemente ascendente, com alguns deslizes no percurso – 2001, 2002 e 2008. Segue-se a representação gráfica da *Carteira WB*.

Figura 6:4 Valorização da Carteira Warren Buffett



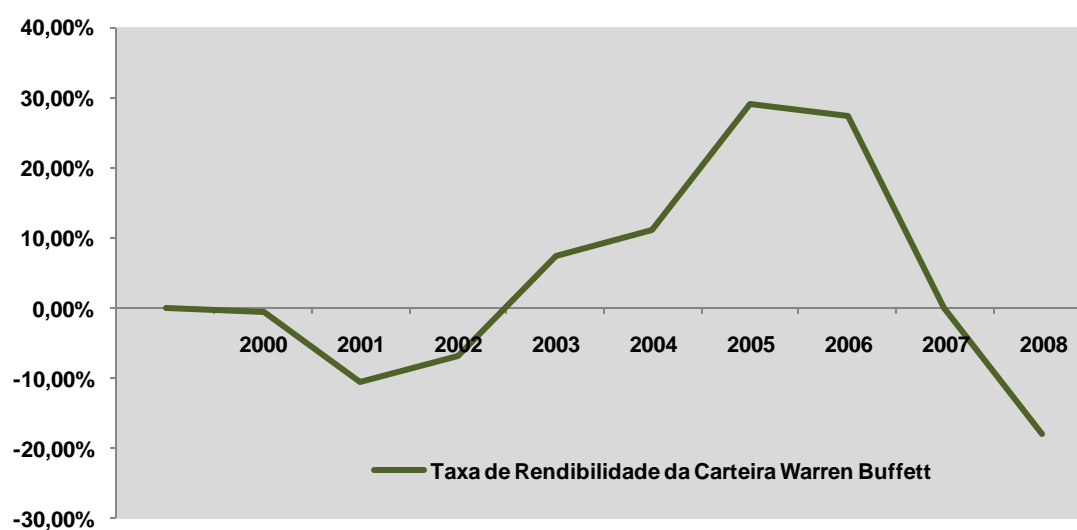
No total do período, a *Carteira WB* apresenta rendibilidades negativas em 4 anos. Esta evidência poderia ser um dado muito negativo - estas taxas provocaram, apenas, uma queda acumulada na ordem dos 17,92% e uma variação negativa homóloga de 17,97%, no

subperíodo de 2000-2003 e em 2008, respectivamente - não fosse a taxa de crescimento acumulada, verificada para o subperíodo 2003-2006, superior a 75%.

Relativamente ao retorno do investimento *buffettiano* - ver Figura 6:5 -, apresenta variações ao longo do período, com destaque para as quedas sofridas em 2001 e 2008, períodos marcados pela turbulência dos mercados bolsistas internacionais (descritos anteriormente). O ano mais negativo acabou por ser - como seria expectável (com base nos dados macroeconómicos desfavoráveis da economia portuguesa) - o último ano do período de investimento, com uma queda na ordem dos 17,97%, mesmo tendo, somente, dois activos com risco integrados na carteira.

Por outro lado, de realçar o período de ouro, 2003-2006, com taxas de rentabilidade acima dos 5%, culminando com taxas a rondar os 28% - cinco vezes superior à taxa de rentabilidade mínima aceitável para esta classe de activos. Aproveitando o processo de capitalização neste subperíodo, foi possível crescer em termos absolutos de 82,9 M€ para 162,64 M€, em quatro anos, significando mais de 74,5% de valorização da Carteira.

Figura 6:5 Evolução da taxa de rentabilidade da Carteira Warren Buffett



Em suma, a *Carteira WB* conseguiu alcançar um retorno do investimento considerável num período fustigado por duas crises financeiras internacionais. De notar que a evolução da CI seguiu uma tendência ascendente, apenas desfeiteada pela Crise do *Subprime* a partir do 2º Semestre de 2007. A incerteza / risco associada a investimentos em acções foi-se esgotando, ou seja, à medida que se foi evoluindo no prazo do investimento, maior foi a criação de valor, tendo sido alcançado o pico do retorno do investimento após cinco anos a contar da data de aquisição (acções). De salientar que, se não fosse o despoletar da maior crise financeira



internacional das últimas décadas, o retorno dos investimentos continuaria, eventualmente, a crescer. Segue-se uma tabela com o sumário das três CI.

Tabela 6:12 Sumário das Carteiras de Investimento

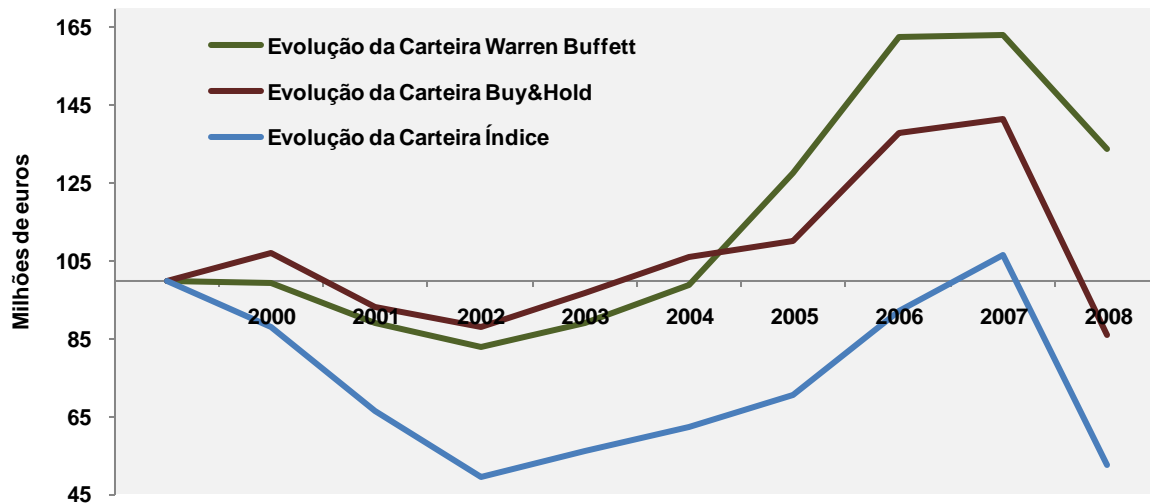
Carteiras	EM VALOR (milhões de euros)			TAXA DE RENDIBILIDADE		
	Buy&Hold	Índice	Warren Buffett	Buy&Hold	Índice	Warren Buffett
P. Partida	100,00	100,00	100,00			
2000	107,23	87,79	99,35	7,23%	-12,21%	-0,65%
2001	93,29	66,29	89,00	-12,60%	-24,49%	-10,42%
2002	88,27	<b>49,53</b>	<b>82,90</b>	-6,56%	-25,28%	-6,86%
2003	97,02	56,21	88,96	9,81%	13,48%	7,31%
2004	106,06	62,29	98,98	9,32%	10,81%	11,26%
2005	110,08	70,59	127,71	3,81%	13,33%	<b>29,02%</b>
2006	137,88	91,89	162,64	<b>24,29%</b>	<b>30,17%</b>	27,36%
2007	<b>141,70</b>	<b>106,57</b>	<b>162,89</b>	2,87%	15,97%	0,15%
2008	<b>85,77</b>	52,42	133,63	<b>-36,47%</b>	<b>-50,81%</b>	<b>-17,97%</b>

Em termos comparativos, a única CI maximizadora de valor é, sem dúvida, a *Carteira WB*, chegando ao final de 2008 com valorizações superiores a 55% e 154% em relação à *Carteira Buy & Hold* e *Carteira Índice*, respectivamente. A CI concentrada *Buy & Hold* acaba o período com uma desvalorização global de -14,23% (taxa de rentabilidade efectiva anual de -1,69%). Quanto à CI puramente de mercado, acaba o período de investimento com perdas assinaláveis, na ordem dos -47% (taxa de rentabilidade efectiva anual de -6,93%).

Com recurso à Figura 6:6, é notório que a *Carteira Buy & Hold* começa melhor. No entanto, a *Carteira WB* enceta uma recuperação mais forte no período pós-crise bolsista de 2001-2002. Em causa estão três factores fundamentais: possibilidade de alteração das posições nos activos em carteira; possibilidade de alavancagem de posições nas empresas com maior potencial de valorização; aquisições efectuadas a preços relativamente baixos. É apenas a partir de 2005, que a *Carteira WB* assume a liderança em termos de desempenho bolsista.

A CI diversificada de mercado – *Carteira Índice* - passa por uma sequência de rentabilidades negativas logo no início do período de investimento - primeiros três anos – influenciando fortemente o desempenho da CI ao longo do período. O *breakeven* da CI só acontece no decorrer de 2007, para, no ano seguinte, sofrer a maior queda do período (e maior em relação às carteiras concorrentes), à imagem do que acontece com as restantes. Uma vez que a *Carteira Índice* acompanha o mercado bolsista português, é justo afirmar que, em nove anos, quatro deles foram de perdas substanciais para a bolsa nacional.

Figura 6:6 Valorização das carteiras de investimento



O valor máximo da *Carteira WB* ocorre em 2007, tal como as concorrentes. Esta evidência corrobora as vantagens do investimento numa perspectiva de longo prazo e, em particular, o efeito positivo da capitalização.

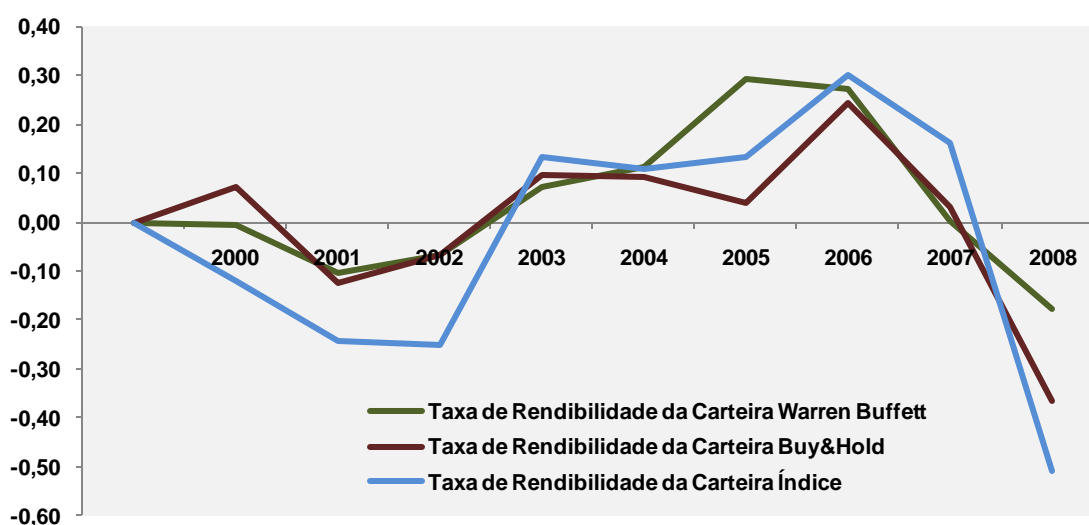
No que diz respeito ao valor mínimo do período, este acontece em 2002, ano caracterizado por quedas generalizadas, com a *Carteira WB* numa posição intermédia face às carteiras congéneres.

O formato da linha de *Carteira WB*. De modo inverso, esta reagiu menos ao ano de perdas generalizadas – 2008 –, ou seja, a linha tem um formato mais plano comparativamente com as duas carteiras concorrentes. Portanto, à luz do que foi dito anteriormente, poder-se-á concluir que a volatilidade da *Carteira WB* é inferior ao nível verificado pela *Carteira Índice* e pela *Carteira Buy & Hold* (desvio-padrão inferior).

Como é visível na Figura 6:7, as taxas de rendibilidade dos investimentos diferenciam-se mais em tempos de quedas do que em tempos de subida. A *Carteira WB* descreve um percurso menos sinuoso e mais plano do que as carteiras concorrentes. Tal deve-se à sua flexibilidade e à capacidade de reflectir rapidamente na gestão da CI os indicadores (anuais) fundamentais das acções do PSI-20, exclusivas desta carteira.

Após 2002, a curva de rendibilidade da *Carteira WB* descreve um formato em V invertido, enquanto que a respectiva curva das carteiras concorrentes, descreve um formato em W invertido (mais nítido no caso da CI diversificada de mercado).

Figura 6:7 Evolução da taxa de rendibilidades das Carteiras de Investimentos



Ao contrário do que seria expectável, a CI de mercado é a mais “arriscada”, ou seja, atinge taxas de rendibilidades mais dispares, ao longo do período, que as concorrentes, principalmente no plano negativo.

Esta análise permite aferir que nem sempre a CI que representa um cabaz de activos diversificado garante menor risco, como é reconhecido pela MTCI. Pelo contrário, aqui ficam demonstradas as reais vantagens comparativas que uma CI concentrada pode trazer para o investidor em termos de retorno e risco, podendo atingir uma relação rendibilidade / risco mais favorável que o respectivo mercado.

Além do mais, esta análise tripolar permite verificar, com clareza, a importância da GA na estratégia do investimento profissional em acções, principalmente no estado *Bear Market* dos mercados, permitindo minorar a exposição ao risco de mercado accionista, seja por via da análise fundamental (manutenção em CI das acções mais consistentes) ou por via do *Market Timing* (maior desdobraimento para outros mercados à procura de liquidez, no caso, mercado obrigacionista). Actualmente, estas ferramentas são essenciais para uma gestão de CI optimizada e eficiente.

### **6.2.7 Apresentação dos Indicadores de Avaliação da Performance baseados na Teoria da Carteira**

A análise da *performance* consiste na avaliação à posteriori do desempenho de um investimento, e funciona como um controlo de qualidade do processo de investimento,

providenciando a informação necessária aos gestores de carteiras e aos investidores para aferir de forma expedita o resultado do investimento.

### Cálculo da taxa de Rendibilidade

A taxa de rendibilidade é a variável principal na análise da *performance* dos investimentos. Esta dá-nos o rendimento alcançado por determinado activo ou carteira,

$$R = \frac{V_t}{V_0} - 1 \quad (3)$$

sendo  $V_t$  o valor da CI na maturidade do investimento e  $V_0$  no momento inicial do investimento. Se o rácio é superior à unidade, houve um aumento do valor, se é inferior houve um decréscimo do valor. A taxa  $R$  é a rendibilidade alcançada entre o momento  $t$  e 0.

### Cálculo da Média Aritmética

A média aritmética representa a taxa média verificada para determinado período e é dada pela fórmula:

$$r_A = \sum_{t=1}^T \frac{R_t}{T} \quad (4)$$

A teoria financeira clássica assenta no pressuposto de que maiores rendibilidades estão associadas a maiores riscos. Deste modo, o risco deve ser considerado na medição da *performance* de modo a poder-se distinguir se a rendibilidade alcançada foi sustentada em maiores níveis de risco. Neste aspecto, as medidas mais relevantes de risco são:

### Risco Total ( $\sigma_p$ )

O risco total é dado pela soma de dois segmentos de risco distintos - sistemático e específico. O primeiro segmento está mais associado à ligação entre a CI e o mercado em que se insere. Por sua vez, o segundo segmento de risco representa as características intrínsecas da carteira.

O risco total da CI é medido (directamente) pelo desvio padrão das rendibilidades verificadas. Permite aferir o nível de volatilidade da CI para determinado período. Este é determinado pela raiz quadrada da variância das rendibilidades passadas de cada activo e também pela co-variância das rendibilidades entre cada par de activos.

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^T X_i^2 \sigma_i^2 + 2 \sum_{i=1}^{T-1} \sum_{j=i+1}^T X_i X_j \sigma_{ij}} \quad (5)$$

onde  $\sigma_p$  representa o desvio padrão das rendibilidades da carteira,  $\sigma_i^2$  é a variância das rendibilidades do activo  $i$  e  $\sigma_{ij}$  representa a co-variância das rendibilidades entre o activo  $i$  e o activo  $j$ .

### Risco Sistemático ( $\beta$ )

O parâmetro *beta* da CI (ilustrado nas subsecções 4.2.1 e 4.2.2) pode ser obtido com base numa série histórica de taxas de rendibilidade da CI:

$$\beta_p = \frac{COV(r_p, r_M)}{\sigma_M^2} \quad (6.1)$$

Em alternativa, pode ser obtido com base nos *betas* das acções componentes, isto é, com base na média dos parâmetros *beta* dos activos em carteira ponderados pelo seu peso relativo de cada activo na carteira:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n \beta_i \times w_i \quad (6.2)$$

### Risco Específico ( $\sigma_{\epsilon_p}$ )

Este tipo de risco (ilustrado no ponto 4.2.1) explora a diferença resultante entre a variância das rendibilidades passadas da carteira e a variância do mercado alavancada pelo *beta* da carteira elevado ao quadrado:

$$\sigma_{\epsilon_p} = \sqrt{(\sigma_p^2 - (\beta_p \times \sigma_M)^2)} \quad (7)$$

Este risco não sistemático contempla três factores diferenciadores: risco da empresa, risco do sector e risco comum não sectorial.

### Rácio rendibilidade / risco

Indicador que possibilita avaliar o *trade-off* entre rendibilidade e risco da carteira, sendo que estes estão relacionados negativamente. Portanto, quanto maior for o rácio, maior será o peso da rendibilidade na carteira. Por outro lado, quanto menor for o rácio, maior será a relevância do risco na carteira:

$$R_{/\sigma} = \frac{R_p}{\sigma_p} \quad (8)$$

A avaliação do desempenho (histórico) das carteiras de investimento requer a ponderação da respectiva taxa de rendibilidade (histórica) pelo nível de risco assumido pelo gestor da carteira. Tal ponderação é oferecida por critérios de avaliação que atendam ao binómio risco – rendibilidade, os quais são designados por indicadores de avaliação de *performance*. De seguida, definem-se as medidas de avaliação utilizadas no estudo e no quadro de resultados.

### Índice de Sharpe (IS)

O índice de Sharpe da Carteira  $p$  é dado por:

$$SI = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (9)$$

ou seja, o índice de *Sharpe* mede o prémio de risco (*excess return*) da CI por unidade de risco total. Quanto maior o índice de *Sharpe*, melhor a CI remunerou o nível de risco total assumido.

### Índice de Treynor (IT)

O índice de Treynor da Carteira  $p$  é dado por:

$$TI = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad (10)$$

ou seja, o índice de *Treynor* mede o prémio de risco (*excess return*) da CI por unidade de risco sistemático. Quanto maior o índice de Treynor, melhor a CI remunerou o nível de risco de Mercado assumido. Este índice é adequado apenas para carteiras diversificadas.

### Alpha de Jensen ( $\alpha$ )

O parâmetro *alpha* da Carteira  $p$  é dado por:

$$\alpha_p = R_p - E(R_p)^{SML} = R_p - (R_f + \beta_p \times (R_M - R_f)) \quad (11)$$

ou seja, o parâmetro *alpha* mede o excesso de rendibilidade da CI (rendibilidade residual) face ao nível de equilíbrio preconizado pelo modelo CAPM. Quanto maior o parâmetro *alpha* melhor a *performance* da Carteira.

Appraisal Ratio (AR)

O appraisal ratio da Carteira  $p$  é dado por:

$$AR_p = \frac{\alpha_p}{\alpha_{\varepsilon_p}} \quad (12)$$

ou seja, o appraisal ratio mede a rendibilidade residual da CI por unidade de risco específico. Quanto maior o appraisal ratio, melhor a CI remunerou o nível de risco de não sistemático assumido.

M-Squared ( $M^2$ )

O M squared da Carteira  $p$  é dado por:

$$M_p^2 = \left[ \frac{\sigma_M}{\sigma_p} r_p + \left( 1 - \frac{\sigma_M}{\sigma_p} \right) r_f \right] - r_M \quad (13)$$

ou seja, o M squared mede a diferença entre a rendibilidade que a CI geraria para o nível de risco de mercado e a rendibilidade do mercado. Quanto maior o M squared, melhor a performance da CI em termos de risco e retorno.

Tabela 6:13 Avaliação das Carteiras com base nos Indicadores de Performance

Carteiras	Buy & Hold	Índice	Warren Buffett
<b>Taxa média de rendibilidade</b>	0,19%	-3,23%	<b>4,36%</b>
<b>Indicadores de Risco</b>			
Risco Total ( $\sigma_p$ )	17,25%	26,26%	<b>16,12%</b>
Risco Sistemático ( $\beta$ )	0,6391	1,0000	0,5718
Risco Específico ( $\sigma_{\varepsilon}$ )	0,46%	0,00%	1,10%
<b>Return / risk ratio</b>	1,10%	-12,28%	<b>27,03%</b>
<b>Indicadores de Performance</b>			
Índice de Sharpe	-0,0670	-0,1741	<b>0,1868</b>
Índice de Treynor	-0,0181	-0,0457	<b>0,0527</b>
Alpha de Jensen	1,77%	0,00%	<b>5,63%</b>
Appraisal Ratio	3,8371	0,0000	<b>5,1051</b>
M-Squared ( $M^2$ )	2,81%	0,00%	<b>9,48%</b>

Legenda: indicadores calculados com base em valores anuais para o período 2000-2008; para o cálculo dos indicadores, considerou-se a variação anual das OCZ 1Y em representação da taxa sem risco ( $R_f$ ).

Em primeiro lugar, a *Carteira WB* é a que apresenta a melhor relação retorno / risco, seguida à distância pela *Carteira* estática *Buy & Hold*. A única CI que consegue obter uma taxa média de rendibilidade real<sup>9</sup> positiva é a *Carteira WB*. No que respeita ao risco global, a *Carteira WB* leva vantagem sobre as concorrentes.

O resultado da avaliação de *performance* não deixa margem para dúvidas: a *Carteira WB* é superior nos cinco indicadores. Tal resultado permite chegar às seguintes conclusões: a *Carteira WB* é a que melhor remunera por unidade de risco global (IS) e risco de mercado (IT) - carteiras concorrentes não conseguem remunerar os potenciais investidores; a *Carteira WB* é a que obteve a melhor *performance*, conseguindo bater o mercado com uma taxa de rendibilidade adicional acima da concorrente ( $\alpha$ ); mais uma vez, a *Carteira WB* remunera melhor por unidade de risco específico (*AR*); o indicador  $M^2$  só vem reforçar a vantagem comparativa demonstrada na relação risco / retorno por parte da *Carteira WB*.

A avaliação da *performance* efectuada demonstra o domínio da *Carteira WB* em relação às duas concorrentes, tanto ao nível do risco como ao nível do retorno.

---

<sup>9</sup> (taxa de rendibilidade – taxa de inflação)



## CAPÍTULO 7. CONCLUSÃO

Para se otimizar um investimento em acções afigura-se fundamental a implementação de uma estratégia de investimento ou um conjunto de estratégias. Dado que, no curto prazo, os mercados accionistas são imprevisíveis e voláteis, torna-se indispensável a criação de uma estratégia de investimento numa perspectiva de longo prazo (Damodaran, 2003).

De acordo com Damodaran (2003), o investidor WB utiliza, essencialmente, a filosofia de investimento *Value Investing*. No presente estudo, explorou-se a estratégia de investimento “*Value*” mais utilizada - *Passive Screening*. Porém, o investidor também recorre à estratégia *Activist Value Invest* e à *Contrarian Value Invest*.

A estratégia de investimento *Passive Screening* permite seleccionar acções (*Security Selection*) dentro de um grupo alargado de empresas cotadas, recorrendo a uma série de indicadores fundamentais capazes de avaliar a qualidade da empresa. O lote diversificado de indicadores escolhidos é constituído por: *Price Earnings Ratio*; *Earnings per Share*; *Price to Book Value*; *Free Cash Flow per Share*; *Return on Equity*; *Return on Assets*; Resultados Líquidos; Margem Operacional; Crescimento real das vendas; *Debt to Equity Ratio* e “Monopólio de Clientes”.

Os resultados da análise fundamental e qualitativa sobre as maiores empresas cotadas portuguesas apontam para um grupo de treze empresas representativas de vários sectores da sociedade portuguesa, dotadas de bons indicadores fundamentais em determinado período. Dentro do grupo de empresas seleccionadas, apenas as empresas que garantiram, em determinado momento, uma margem de segurança do investimento a realizar (dada pela diferença positiva entre o VI e VM), integraram a *Carteira WB*. Este grupo selectivo de empresas cotadas portuguesas é constituído por: BES; Brisa; PT; Semapa; Novabase; Pararede; Ibersol e REN.

A carteira passiva *Buy & Hold* é composta pelas empresas melhor classificadas segundo os resultados da análise fundamental e qualitativa efectuada no início do período e pelo activo sem risco. E em representação das maiores empresas cotadas portuguesas que passaram pelo PSI-20, nos últimos anos, temos a Carteira cópia do PSI-20 gerida por gestores profissionais através de um fundo de investimento composto pelo cabaz de acções do PSI-20.

Numa primeira análise, a comparação entre as três CI permite-nos verificar que a *Carteira WB* é a única CI que consegue obter um retorno do investimento no final do período, tendo obtido, inclusivamente, larga vantagem sobre a *Carteira* cópia do PSI-20 e *Carteira Buy & Hold*.

Tendo em conta o desempenho das três CI, ao longo do período de investimento, poder-se-á concluir que o método de *Security Selection* – aplicado na *Carteira WB* e *Carteira Buy & Hold* - trouxe vantagens comparativas em relação à CI representativa do PSI-20, ou seja, fica provado que a concentração do investimento num grupo restrito de acções com bons indicadores fundamentais garante taxas de rendibilidade acima das verificadas pelo mercado representativo.

Numa fase posterior, procedeu-se à aplicação da GA, em estreita ligação com os resultados do método *Market Timing*, na CI representativa da filosofia de investimento *buffettiana*. Este método estima o melhor momento para investir em determinada acção com bons indicadores fundamentais e, com tal, ter-se-á de gerir a CI de forma dinâmica com recurso às duas classes de activos escolhidas – acções e obrigações soberanas. Assim, com base na comparação bilateral entre a *Carteira WB* e a *Carteira Buy & Hold*, constata-se a remuneração adicional do investimento proporcionada pela GA e *Market Timing*, essencialmente nos últimos quatro anos do período de investimento.

Face à avaliação da *performance*, podemos concluir que o estilo de investimento concentrado (interpretado neste estudo, pela *Carteira WB* e *Carteira Buy & Hold*) consegue obter rendibilidades superiores ao mercado (CI diversificada), com um nível de risco global inferior e para um período considerável de análise (nove anos). Tal evidência refuta as premissas assumidas pelos modelos teóricos da MTCI apresentados no presente estudo.

Especificamente, a avaliação da *performance* demonstra a maior capacidade, por parte da *Carteira WB*, em maximizar os investimentos efectuados com um nível de risco abaixo das concorrentes.

Por fim, as estratégias de investimento (e análises associadas) apresentadas foram obtidas com base em alguns pressupostos (por exemplo: transacções efectuadas a preço de fecho e sem custos; período de investimento limitado), de forma a ultrapassar as lacunas de dados identificadas, sendo desejável o desenvolvimento de estudos e a recolha sistemática de informação que permita confirmar a adequação das opções adoptadas e os resultados obtidos.

## CAPÍTULO 8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bernstein, Peter & Damodaran, Aswath (1998), *Investment Management*. John Wiley and Sons Edition.

Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus, Alan J. (2004), *Investments*. 5th Edition.

Braga de Matos, Fernando (1993), *Ganhar em Bolsa - O Mercado de Acções*. Edição ELCLA.

Buffett, Mary & Clark, David (2008), *Como enriquecer na Bolsa com Warren Buffett*. 4ª Edição, Actual Editora.

Buffett, Warren (1984), The Superinvestors of Graham and Doddsville, *Revista Hermes*.

Berkshire Hathaway, Cartas aos accionistas de 31 de Dezembro de 1997 a 2008, <http://www.berkshirehathaway.com/>.

Damodaran, Aswath (2003), *Investment philosophies*. John Wiley and Sons Edition.

Damodaran, Aswath (2004), *Investment Fables*. John Wiley and Sons Edition.

Davis, L. J. (1990), Buffett Takes Stock, *Revista do New York Times*, 61.

Dobbins, Richard et al (1994), *Portfolio Theory and investment management*. 2º Edition.

Fama, E.F. and K.R. French (1998), Value versus Growth: The International Evidence, *Journal of Finance*, v53.

Fama, Eugene (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, v25.

Fisher, Philip (1958), *Common Stock and Uncommon Profits*. Harper & Brothers.

Gomes Mota, António & Correia Tomé, Jorge H. (1989), *Mercado de Títulos - uma Abordagem*. Texto Editora.

Graham, B. and D. Dodd (1934), *Security Analysis*. McGraw Hill

Hagstrom, Robert (2000), *Investing: The Last Liberal Art*. Texere.

Hagstrom, Robert G. (2005), *The Warren Buffett Way*. Second Edition.

Hagstrom, Robert G. (2007), *Warren Buffett e as estratégias de um grande investidor*. Edição portuguesa, editorial presença.

Haugen, Robert A. (1997), *Modern Investment Theory*. 4th Edition.

Heller, Robert (2000), *Warren Buffett: O Homem que Fez Milhões com uma Estratégia de Investimento Única*. Dorling Kindersley Edition.

Heller, Robert (2000), *Warren Buffett – Génios dos Negócios*. Versão traduzida.

Jensen, M.C (1969), Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios, *Journal of Business*, v42.

Karpoff, Malatesta & Walking (1996), Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 42.

Kilpatrick, Andrew (2004), Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett, *Revista Fortune*.

Lintner, J., (1965), The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, v47.

Loomis, Carol J. (1988), The Inside Story of Warren Buffett, *Revista Fortune*, p. 30.

Markowitz, Harry M. (1952), Portfolio Selection, *Journal of Finance*, v7.

Markowitz, Harry M. (1991), Foundations Of Portfolio Theory, *Journal of Finance*, v46.

Nelson, C. A. Siegel (1987), Parsimonious Modeling of Yield Curves, *Journal of Business*, v60.

Nunes, João Pedro et al (2009), *Investimentos Financeiros*, Editora Sílabo.

Oppenheimer, H. R. (1984), A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria, *Journal of Finance*, v40.

Reilly, Frank K. & Brown, Keith C. (2003), *Investment analysis and portfolio management*. 7th Edition.

Sharpe, W.F (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, v19.

Sousa da Câmara, António (1989), *Como Gerir uma Carteira de Acções*. Edição Gestmídia.

Surz, Ronald (1998), R-Squareds and Alphas are far from different Alpha-Betas, *the journal of investing*.

Tobin, James (1958), Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, *The Review of Economic studies*, v67.

Train, John (1981), *The Money Masters*. Penguin Books.

Williams, John Burr (1938), *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press.

## CAPÍTULO 9. ANEXOS

Tabela 9:1 Indicadores fundamentais utilizados por Warren Buffett

Descrição	Fórmula	Significado	Observações
1. Price Earnings Ratio (PER)	$\frac{P}{EPS}$	Indica o nº de resultados por acção correntes que o accionista está disposto a pagar para adquirir o direito a dividendos futuros.	Porventura o método de avaliação mais popular. Quanto menor o PER, maior é, em teoria, o potencial de valorização da acção
2. Earnings per Share (EPS)	$\frac{RL \text{ totais}}{n^\circ \text{ acções}}$	Permite aferir o valor do lucro que uma empresa consegue oferecer por cada acção detida	Resultados líquidos (RL) = Resultados Operacionais+ Resultados Financeiros+ Resultados Extraordinários Impostos
3. Price to Book Ratio (P/B R)	$\frac{P}{Book \text{ Value}}$	Mede a dispersão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa. Quanto maior o PBV, maior é o afastamento entre o valor de mercado e o valor contabilístico e menor será, em teoria, a valorização futura	$Book \text{ Value (Valor Contabilístico)} = \frac{CP'}{N^\circ \text{ Acções}}$
4. Free Cash Flow per share (FCPPS)	$\frac{FCF}{n^\circ \text{ acções}}$	Mede a capacidade da empresa para pagar as dívidas de curto prazo, dividendos, custos operacionais e ainda ter capacidade para dotar a parte operacional de mais meios	Um rácio FCPPS (Meios libertos Livres por acção) elevado é um bom indicador de que os EPS da acção poderão crescer a breve trecho (e consequente, valor de mercado)
5. Return on Equity (ROE)	$\frac{RL}{CP'}$	Mede a taxa de lucro da empresa sobre o valor total dos seus Capitais Próprios – Rendibilidade para os Accionistas	ROE (Taxa de Rendibilidade dos Capitais Próprios) acima de 20% indicia um bom retorno do investimento (accionista)
6. Return on Assets (ROA)	$\frac{RL}{Activo \text{ Líquido}}$	Demonstra a capacidade dos activos da empresa em gerar resultados.	ROA ou Taxa de Rendibilidade dos Activos, em português; Activo Líquido = Activos realizáveis de curto prazo – Passivo de curto prazo
7. Resultados Líquidos	$EBIT \times (1 - \tau)$	Reflecte a capacidade da empresa para ultrapassar ciclos económicos, i.e., resultados líquidos consistentes asseguram estabilidade do negócio	EBIT (lucros antes de juros e impostos) = (Receitas Operacionais – Custos Operacionais) – Custos Administrativos
8. Margem Operacional	$\frac{RO}{VN}$	Indica o grau de eficiência do negócio “puro” (sem a parte financeira e extraordinária)	Resultados Operacionais (RO) = Receitas Operacionais – Despesas Operacionais
9. Crescimento real das vendas	$\frac{VN_t}{VN_{t-1}} \times 100 - \pi$	Esta medida analisa as empresas que conseguem crescer as receitas acima da inflação	Apontado pelos analistas (e WB) como um bom indicador da viabilidade do negócio no longo prazo; Volume de Negócios (VN)
10. Debt to Equity (D/E)	$\frac{Dívida \text{ Total}}{CP'}$	Analisa a estrutura financeira da empresa. Quanto maior o rácio, maior o grau de alavancagem da empresa (maior risco)	Dívida Total = Passivo de curto prazo + Passivo de longo prazo
11. Monopólio de Clientes	N.A.	Tipo de negócios que, devido à sua fase de maturidade avançada, base de clientes sólida e uma marca extremamente implementada no mercado, são garantes de qualidade	Indicador Qualitativo (Definição retirada de Clark (2008))

Tabela 9:2 Composição Dinâmica do PSI-20

ANO	2000	Δ	2001	Δ	2002	Δ	2003	Δ	2004	Δ
1	BANCO P. ATLÂNTICO	SAÍDA	SAG		SAG		SAG		SAG	SAIDA
2	BANCO P. INVESTIMENTO		BANCO P. INVESTIMENTO		BANCO P. INVESTIMENTO		BANCO P. INVESTIMENTO		BANCO P. INVESTIMENTO	
3	BANCO COMERCIAL P.		BANCO COMERCIAL P.		BANCO COMERCIAL P.		BANCO COMERCIAL P.		BANCO COMERCIAL P.	
4	BANCO ESPIRITO SANTO		BANCO ESPIRITO SANTO		BANCO ESPIRITO SANTO		BANCO ESPIRITO SANTO		BANCO ESPIRITO SANTO	
5	JERÓNIMO MARTINS		JERÓNIMO MARTINS		JERÓNIMO MARTINS		JERÓNIMO MARTINS		JERÓNIMO MARTINS	
6	MUNDIAL CONFIANÇA	SAÍDA	PARAREDE		PARAREDE		PARAREDE		PARAREDE	
7	SONA E SGPS		SONA E SGPS		SONA E SGPS		SONA E SGPS		SONA E SGPS	
8	MODELO CONTINENTE		MODELO CONTINENTE		MODELO CONTINENTE	SAIDA	COFINA		COFINA	
9	CIMPOR		CIMPOR		CIMPOR		CIMPOR		CIMPOR	
10	SOPORCEL		SOPORCEL	SAIDA	TEXEIRA DUARTE	REMOVIDO	IBERSOL	REMOVIDO	CORTICEIRA AMORIM	
11	PORTUGAL TELECOM		PORTUGAL TELECOM		PORTUGAL TELECOM		PORTUGAL TELECOM		PORTUGAL TELECOM	
12	PORTUCEL		PORTUCEL		PORTUCEL		PORTUCEL		PORTUCEL	REMOVIDO
13	BSPM	SAIDA	IMPRESA		IMPRESA		IMPRESA		IMPRESA	
14	SEMAPA	SAIDA	PT MULTIMÉDIA	SAIDA	SEMAPA		SEMAPA		SEMAPA	
15	BANCO MELLO	SAIDA	SONA ECOM		SONA ECOM		SONA ECOM		SONA ECOM	
16	VODAFONE TELECEL		VODAFONE TELECEL		VODAFONE TELECEL		VODAFONE TELECEL	SAIDA	GESCARTAO	
17	EDP		EDP		EDP		EDP		EDP	
18	BRISA		BRISA		BRISA		BRISA		BRISA	
19	SONA IMOBILIÁRIA	REMOVIDA	NOVABASE		NOVABASE		NOVABASE		NOVABASE	
20	ZON MULTIMÉDIA		ZON MULTIMÉDIA		ZON MULTIMÉDIA		ZON MULTIMÉDIA		ZON MULTIMÉDIA	

Continuação da Tabela 9:2

ANO	2005	Δ	2006	Δ	2007	Δ	2008
1	<b>MEDIA CAPTIAL</b>		MEDIA CAPTIAL	SAIDA	<b>SONAE INDUSTRIA</b>		SONAE INDUSTRIA
2	BANCO P. INVESTIMENTO		BANCO P. INVESTIMENTO		BANCO P. INVESTIMENTO		BANCO P. INVESTIMENTO
3	BANCO COMERCIAL P.		BANCO COMERCIAL P.		BANCO COMERCIAL P.		BANCO COMERCIAL P.
4	BANCO ESPIRITO SANTO		BANCO ESPIRITO SANTO		BANCO ESPIRITO SANTO		BANCO ESPIRITO SANTO
5	JERÓNIMO MARTINS		JERÓNIMO MARTINS		JERÓNIMO MARTINS		JERÓNIMO MARTINS
6	PARAREDE		PARAREDE	REMOVIDO	<b>GALP</b>		GALP
7	SONAE SGPS		SONAE SGPS		SONAE SGPS		SONAE SGPS
8	COFINA		COFINA		COFINA	SAIDA	<b>SOARES DA COSTA</b>
9	CIMPOR		CIMPOR		CIMPOR		CIMPOR
10	CORTICEIRA AMORIM	REMOVIDO	<b>MOTA ENGIL</b>		MOTA ENGIL		MOTA ENGIL
11	PORTUGAL TELECOM		PORTUGAL TELECOM		PORTUGAL TELECOM		PORTUGAL TELECOM
12	<b>REDITUS</b>		REDITUS	SAIDA	<b>PORTUCEL</b>		PORTUCEL
13	IMPRESA		IMPRESA		IMPRESA		IMPRESA
14	SEMAPA		SEMAPA		SEMAPA		SEMAPA
15	SONA ECOM		SONA ECOM		SONA ECOM		SONA ECOM
16	GESCARTAO	SAIDA	<b>ALTRI</b>		ALTRI		ALTRI
17	EDP		EDP		EDP		EDP
18	BRISA		BRISA		BRISA		BRISA
19	NOVABASE		NOVABASE		NOVABASE	SAIDA	<b>REN</b>
20	ZON MULTIMÉDIA		ZON MULTIMÉDIA		ZON MULTIMÉDIA		ZON MULTIMÉDIA

Legenda:

<b>ACÇÃO</b>	ENTRADA NO PSI-20
<b>ACÇÃO</b>	REENTRADA NO PSI
<b>ACÇÃO</b>	SAÍDA DO PSI-20 NO ANO SEGUINTE



Tabela 9:3 Resultados Líquidos para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	0,14	0,11	0,08	0,07	0,06	<b>0,09</b>
BANCO COMERCIAL P.	430,39	270,37	180,24	116,06	101,12	<b>219,64</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	205,51	168,36	150,17	117,95	97,03	<b>147,80</b>
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	124,80	136,99	110,81	75,36	48,20	<b>99,23</b>
BRISA	168,69	139,99	105,09	60,54	42,92	<b>103,45</b>
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	128,00	118,69	90,35	98,49	91,76	<b>105,46</b>
EDP	513,94	522,79	463,98	404,75	330,54	<b>447,20</b>
JERÓNIMO MARTINS	24,95	61,36	43,73	35,15	27,71	<b>38,58</b>
MODELO CONTINENTE	80,75	77,37	47,07	39,94	N/A	<b>61,28</b>
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	16,26	4,14	21,20	-6,84	90,47	25,05
PORTUGAL TELECOM	494,68	441,14	349,64	273,95	180,83	<b>348,05</b>
SEMAPA	33,39	24,50	25,70	18,28	8,83	<b>22,14</b>
SONAE IMOBILIÁRIA	1,36	1,25	0,78	0,13	N/A	<b>0,88</b>
SONAE SGPS	66,91	70,86	60,84	103,16	64,19	<b>73,19</b>
SOPORCEL	29,80	8,34	25,62	1,31	N/A	<b>16,27</b>
VODAFONE TELECEL	77,33	96,64	66,32	36,37	N/A	<b>69,16</b>
ZON MULTIMÉDIA	-15,69	1,23	-8,47	N/A	N/A	<b>-7,64</b>

Tabela 9:4 EPS para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	0,22	0,18	0,14	0,12	0,11	0,15
BANCO COMERCIAL P.	0,35	0,21	0,16	0,12	0,12	0,19
BANCO ESPIRITO SANTO	0,47	0,38	0,37	0,29	0,24	<b>0,35</b>
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	0,19	0,22	0,18	0,12	0,10	0,16
BRISA	0,28	0,23	0,18	N/A	N/A	<b>0,23</b>
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	0,20	0,18	0,13	0,15	0,14	0,16
EDP	0,16	0,17	0,15	0,13	0,11	0,14
JERÓNIMO MARTINS	0,05	0,12	0,09	0,07	0,05	0,07
MODELO CONTINENTE	0,54	2,07	1,26	1,07	N/A	<b>1,23</b>
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	0,04	0,01	0,05	-0,02	0,21	0,06
PORTUGAL TELECOM	0,46	0,46	0,36	0,28	0,19	<b>0,35</b>
SEMAPA	0,28	0,21	0,22	0,15	0,07	0,19
SONAE IMOBILIÁRIA	0,04	0,03	N/A	N/A	N/A	0,03
SONAE SGPS	0,04	0,08	0,07	0,12	0,07	0,07
SOPORCEL	0,46	N/A	N/A	0,04	N/A	<b>0,25</b>
VODAFONE TELECEL	0,36	4,49	3,08	N/A	N/A	<b>2,65</b>
ZON MULTIMÉDIA	-0,09	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-0,09</b>

Tabela 9:5 PER para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	18,58	19,88	17,83	19,21	18,58	<b>18,82</b>
BANCO COMERCIAL P.	12,39	18,46	15,10	11,43	10,98	<b>13,67</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	15,95	17,85	15,89	10,08	8,87	<b>13,73</b>
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	18,88	16,44	15,70	7,88	9,12	<b>13,60</b>
BRISA	13,53	21,49	18,78	N/A	N/A	<b>17,93</b>
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	17,12	19,24	22,37	14,16	11,27	<b>16,83</b>
EDP	20,23	21,52	22,48	N/A	N/A	21,41
JERÓNIMO MARTINS	94,88	53,52	46,39	31,10	19,35	49,05
MODELO CONTINENTE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	36,55	117,41	22,99	N/A	4,25	45,30
PORTUGAL TELECOM	18,45	14,03	19,34	12,78	12,13	<b>15,35</b>
SEMAPA	12,14	16,29	20,60	17,98	18,76	<b>17,15</b>
SONAE IMOBILIÁRIA	359,41	489,77	N/A	N/A	N/A	<b>424,59</b>
SONAE SGPS	24,90	N/A	N/A	N/A	N/A	24,90
SOPORCEL	28,29	N/A	N/A	N/A	N/A	28,29
VODAFONE TELECEL	48,04	3,87	N/A	N/A	N/A	25,96
ZON MULTIMÉDIA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	

Tabela 9:6 ROE para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	15,24%	14,05%	11,51%	11,28%	8,95%	12,21%
BANCO COMERCIAL P.	27,96%	23,40%	20,36%	12,74%	12,18%	<b>19,33%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	18,21%	17,60%	19,28%	16,10%	14,62%	<b>17,16%</b>
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	20,53%	26,18%	25,13%	18,13%	12,98%	<b>20,59%</b>
BRISA	29,07%	28,51%	26,71%	19,49%	16,58%	<b>24,07%</b>
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	11,70%	11,00%	9,13%	12,39%	15,33%	11,91%
EDP	8,43%	8,50%	7,53%	6,65%	5,60%	7,34%
JERÓNIMO MARTINS	6,40%	17,39%	17,42%	23,45%	27,35%	<b>18,40%</b>
MODELO CONTINENTE	9,74%	13,40%	13,71%	12,72%	N/A	12,39%
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	3,05%	0,81%	4,33%	-1,38%	19,50%	5,26%
PORTUGAL TELECOM	20,09%	21,17%	17,31%	14,09%	10,10%	<b>16,55%</b>
SEMAPA	18,25%	15,36%	18,71%	14,28%	7,99%	14,92%
SONAE IMOBILIÁRIA	78,90%	77,43%	71,67%	29,55%	N/A	<b>64,39%</b>
SONAE SGPS	8,11%	N/A	N/A	N/A	N/A	8,11%
SOPORCEL	5,28%	1,56%	5,67%	0,31%	N/A	3,20%
VODAFONE TELECEL	28,71%	40,02%	37,48%	32,86%	N/A	<b>34,77%</b>
ZON MULTIMÉDIA	-13,39%	2,28%	N/A	N/A	N/A	<b>-5,56%</b>

Tabela 9:7 ROA para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	0,75%	0,71%	0,72%	0,56%	0,83%	0,71%
BANCO COMERCIAL P.	1,35%	0,96%	0,69%	0,44%	0,53%	0,79%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,75%	0,73%	0,78%	0,74%	0,76%	0,75%
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	0,78%	0,88%	0,74%	0,71%	0,76%	0,77%
BRISA	6,72%	5,64%	4,67%	3,03%	2,44%	4,50%
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	6,27%	7,32%	6,64%	9,29%	10,60%	<b>8,02%</b>
EDP	3,94%	4,34%	3,93%	3,41%	2,79%	3,68%
JERÓNIMO MARTINS	1,00%	3,05%	2,92%	3,32%	3,57%	2,77%
MODELO CONTINENTE	3,27%	4,27%	4,39%	4,26%	N/A	4,05%
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	2,05%	0,55%	2,96%	<b>-0,96%</b>	13,26%	3,57%
PORTUGAL TELECOM	5,56%	6,18%	7,48%	6,40%	4,20%	<b>5,96%</b>
SEMAPA	5,93%	4,78%	4,99%	3,30%	1,65%	4,13%
SONAE IMOBILIÁRIA	10,80%	9,56%	9,87%	2,43%	N/A	<b>8,17%</b>
SONAE SGPS	1,63%	N/A	N/A	N/A	N/A	1,63%
SOPORCEL	3,83%	1,19%	3,85%	0,19%	N/A	2,26%
VODAFONE TELECEL	12,53%	19,50%	18,30%	13,17%	N/A	<b>15,88%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-5,92%</b>	0,52%	N/A	N/A	N/A	<b>-2,70%</b>

Tabela 9:8 Price to Book Value Ratio para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	2,82	2,79	2,26	2,61	2,26	2,55
BANCO COMERCIAL P.	3,36	3,39	3,68	1,43	1,31	2,63
BANCO ESPIRITO SANTO	2,84	2,81	2,95	1,59	1,37	<b>2,31</b>
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	3,68	3,98	3,62	1,87	1,17	2,86
BRISA	3,65	5,61	4,42	n/a	n/a	4,56
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	2,08	1,99	2,00	1,44	1,66	<b>1,84</b>
EDP	1,71	1,84	1,69	n/a	n/a	<b>1,75</b>
JERÓNIMO MARTINS	6,25	8,41	6,43	5,84	4,78	6,34
MODELO CONTINENTE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	1,11	0,92	0,89	0,81	0,75	<b>0,90</b>
PORTUGAL TELECOM	3,44	2,85	3,38	1,72	1,20	2,52
SEMAPA	2,14	2,25	3,74	2,47	1,54	2,43
SONAE IMOBILIÁRIA	283,47	379,12	N/A	N/A	N/A	<b>331,29</b>
SONAE SGPS	2,04	N/A	N/A	N/A	N/A	2,04
SOPORCEL	1,49	N/A	N/A	N/A	N/A	1,49
VODAFONE TELECEL	13,79	1,55	N/A	N/A	N/A	7,67
ZON MULTIMÉDIA	<b>28,89</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>28,89</b>

Tabela 9:9 FCFPS para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	0,77	<b>-0,02</b>	0,23	0,01	<b>-0,29</b>	0,14
BANCO COMERCIAL P.	2,58	3,50	1,08	<b>-1,50</b>	1,86	1,50
BANCO ESPIRITO SANTO	3,29	6,98	3,12	0,56	0,95	<b>2,98</b>
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	2,38	2,05	<b>-0,23</b>	0,21	1,24	1,13
BRISA	0,22	<b>-0,14</b>	<b>-0,40</b>	N/A	N/A	<b>-0,11</b>
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	0,27	0,28	0,25	0,20	0,04	0,21
EDP	0,19	0,31	0,28	0,18	0,25	0,24
JERÓNIMO MARTINS	<b>-0,32</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,20</b>
MODELO CONTINENTE	0,64	N/A	2,04	2,05	N/A	<b>1,58</b>
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	0,06	<b>-0,04</b>	0,06	0,03	0,07	0,04
PORTUGAL TELECOM	0,25	0,29	0,28	0,46	0,37	<b>0,33</b>
SEMAPA	0,86	0,56	0,59	0,57	0,61	<b>0,64</b>
SONAE IMOBILIÁRIA	0,05	N/A	N/A	N/A	N/A	0,05
SONAE SGPS	0,08	<b>-0,05</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,01</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,03</b>
SOPORCEL	0,62	N/A	N/A	2,16	N/A	1,39
VODAFONE TELECEL	0,58	N/A	4,78	N/A	N/A	2,68
ZON MULTIMÉDIA	<b>-0,19</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-0,19</b>

Tabela 9:10 Margem Operacional para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	6,68%	5,40%	10,20%	3,05%	3,14%	5,69%
BANCO COMERCIAL P.	5,53%	7,65%	9,57%	6,74%	7,87%	7,47%
BANCO ESPIRITO SANTO	13,40%	11,25%	10,90%	8,50%	7,32%	10,27%
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	11,78%	11,91%	40,84%	7,93%	4,89%	<b>15,47%</b>
BRISA	54,91%	53,53%	55,16%	48,00%	47,24%	<b>51,77%</b>
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	23,13%	19,21%	15,73%	13,85%	22,96%	<b>18,98%</b>
EDP	29,50%	35,24%	31,88%	31,73%	36,56%	<b>32,98%</b>
JERÓNIMO MARTINS	3,60%	4,67%	5,54%	5,12%	4,62%	4,71%
MODELO CONTINENTE	2,92%	3,40%	4,98%	3,90%	N/A	3,80%
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	12,52%	2,21%	8,80%	<b>-1,15%</b>	28,06%	10,09%
PORTUGAL TELECOM	26,53%	27,48%	28,74%	31,42%	31,83%	<b>29,20%</b>
SEMAPA	27,46%	23,39%	25,39%	27,12%	25,73%	<b>25,82%</b>
SONAE IMOBILIÁRIA	3,82%	2,20%	3,01%	0,59%	N/A	2,41%
SONAE SGPS	3,42%	N/A	N/A	N/A	N/A	3,42%
SOPORCEL	10,82%	2,40%	8,24%	<b>-0,03%</b>	N/A	5,36%
VODAFONE TELECEL	18,21%	15,90%	23,49%	19,74%	N/A	<b>19,33%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-5,72%</b>	4,51%	<b>-5,05%</b>	N/A	N/A	<b>-2,09%</b>

Tabela 9:11 Crescimento Real das Vendas para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	-9,60%	-23,86%	-21,37%	1,77%	N/A	-13,26%
BANCO COMERCIAL P.	-2,27%	-5,62%	-14,22%	-20,51%	124,11%	16,30%
BANCO ESPIRITO SANTO	3,50%	4,81%	16,69%	-1,79%	21,18%	8,88%
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	-13,70%	-23,40%	63,88%	18,13%	10,67%	11,12%
BRISA	8,24%	25,38%	12,52%	6,80%	7,97%	12,18%
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	3,20%	8,54%	28,26%	5,01%	19,83%	12,97%
EDP	-0,29%	2,86%	2,16%	-1,56%	0,57%	0,75%
JERÓNIMO MARTINS	7,31%	40,59%	13,96%	24,64%	25,82%	22,46%
MODELO CONTINENTE	42,19%	44,92%	4,81%	35,18%	N/A	31,77%
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	19,70%	-11,12%	16,87%	-36,68%	30,41%	3,83%
PORTUGAL TELECOM	12,18%	6,27%	11,43%	8,91%	-1,35%	7,49%
SEMAPA	6,78%	1,56%	5,43%	10,61%	3,63%	5,60%
SONAE IMOBILIÁRIA	-15,57%	48,45%	12,81%	47,54%	N/A	23,31%
SONAE SGPS	70,29%	N/A	N/A	N/A	N/A	70,29%
SOPORCEL	5,45%	-7,46%	13,95%	-22,10%	N/A	-2,54%
VODAFONE TELECEL	9,58%	36,01%	46,69%	78,48%	N/A	42,69%
ZON MULTIMÉDIA	-11,54%	N/A	N/A	N/A	N/A	-11,54%

Tabela 9:12 Debt to Equity Ratio para o período 1999-1995

ACÇÕES	1999	1998	1997	1996	1995	MÉDIA
BANCO P. ATLÂNTICO	8,46	14,41	13,76	12,93	13,06	12,53
BANCO COMERCIAL P.	5,26	4,26	5,13	4,40	4,73	4,75
BANCO ESPIRITO SANTO	7,06	6,90	6,27	5,21	5,11	6,11
BANCO MELLO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO P. INVESTIMENTO	5,25	5,38	6,11	6,43	6,01	5,84
BRISA	1,39	1,71	1,77	1,89	2,08	1,77
BSPM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
CIMPOR	0,74	0,24	0,10	0,03	0,04	0,23
EDP	0,72	0,57	0,51	0,55	0,59	0,59
JERÓNIMO MARTINS	2,50	1,93	1,69	1,45	1,41	1,80
MODELO CONTINENTE	1,98	2,14	2,13	1,98	N/A	2,06
MUNDIAL CONFIANÇA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
PORTUCEL	0,18	0,14	0,15	0,15	0,16	0,16
PORTUGAL TELECOM	1,07	2,24	0,51	0,48	0,66	0,99
SEMAPA	0,35	0,30	0,48	0,65	0,85	0,53
SONAE IMOBILIÁRIA	3,06	7,10	6,26	11,14	N/A	6,89
SONAE SGPS	1,40	1,19	1,06	0,68	0,73	1,01
SOPORCEL	0,38	0,31	0,47	0,62	N/A	0,45
VODAFONE TELECEL	1,29	1,05	1,05	1,49	N/A	1,22
ZON MULTIMÉDIA	0,03	0,04	0,15	N/A	N/A	0,07

Tabela 9:13 Resultados Líquidos para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	505,50	430,39	270,37	180,24	116,06	<b>300,51</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	228,00	205,51	168,36	150,17	117,95	<b>174,00</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	152,40	124,80	136,99	110,81	75,36	<b>120,07</b>
BRISA	202,56	168,69	139,99	105,09	60,54	<b>135,37</b>
CIMPOR	152,00	128,00	118,69	90,35	98,49	<b>117,51</b>
EDP	549,00	513,94	522,79	463,98	404,75	<b>490,89</b>
IMPRESA	<b>-67,05</b>	0,06	2,38	1,95	N/A	<b>-15,67</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-63,87</b>	24,95	61,36	43,73	35,15	20,26
MODELO CONTINENTE	0,00	80,75	77,37	47,07	39,94	<b>49,03</b>
NOVABASE	6,40	2,02	1,01	0,52	N/A	<b>2,49</b>
PARAREDE	3,12	4,22	3,75	1,47	1,06	<b>2,72</b>
PORTUCEL	77,24	16,26	4,14	21,20	<b>-6,84</b>	22,40
PORTUGAL TELECOM	540,30	494,68	441,14	349,64	273,95	<b>419,94</b>
PT MULTIMÉDIA.COM	<b>-89,27</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-89,27</b>
SAG	36,74	34,23	24,23	14,58	8,50	<b>23,66</b>
SONAE SGPS	255,71	66,91	70,86	60,84	103,16	<b>111,50</b>
SONAECOM	<b>-43,44</b>	6,17	-11,63	N/A	N/A	<b>-16,30</b>
SOPORCEL	86,21	29,80	8,34	25,62	1,31	<b>30,26</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	77,33	96,64	66,32	36,37	<b>69,16</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-265,42</b>	<b>-15,69</b>	1,23	<b>-8,47</b>	N/A	<b>-72,09</b>

Tabela 9:15 PER para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	16,92	12,39	18,46	15,10	11,43	<b>14,86</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	14,59	15,95	17,85	15,89	10,08	<b>14,87</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	13,10	18,88	16,44	15,70	7,88	<b>14,40</b>
BRISA	14,03	13,53	21,49	18,78	N/A	<b>16,96</b>
CIMPOR	23,09	17,12	19,24	22,37	14,16	19,20
EDP	19,23	20,23	21,52	22,48	N/A	20,86
IMPRESA	-	N/A	N/A	N/A	N/A	
JERÓNIMO MARTINS	-	94,88	53,52	46,39	31,10	56,47
MODELO CONTINENTE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
NOVABASE	56,39	N/A	N/A	N/A	N/A	56,39
PARAREDE	44,68	27,18	N/A	N/A	N/A	35,93
PORTUCEL	8,16	36,55	117,41	22,99	N/A	46,28
PORTUGAL TELECOM	16,09	18,45	14,03	19,34	12,78	<b>16,14</b>
PT MULTIMÉDIA.COM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SAG	8,66	12,19	17,57	N/A	N/A	<b>12,81</b>
SONAE SGPS	5,32	24,90	N/A	N/A	N/A	<b>15,11</b>
SONAECOM	-	N/A	-	N/A	N/A	
SOPORCEL	13,53	28,29	N/A	N/A	N/A	20,91
VODAFONE TELECEL	N/A	48,04	3,87	N/A	N/A	25,96
ZON MULTIMÉDIA	-	-	N/A	N/A	N/A	

Tabela 9:14 EPS para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,19	0,35	0,21	0,16	0,12	<b>0,20</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	0,45	0,47	0,38	0,37	0,29	<b>0,39</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,22	0,19	0,22	0,18	0,12	0,19
BRISA	0,34	0,28	0,23	0,18	N/A	<b>0,26</b>
CIMPOR	0,23	0,20	0,18	0,13	0,15	0,18
EDP	0,18	0,16	0,17	0,15	0,13	0,16
IMPRESA	<b>-0,43</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-0,43</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-0,12</b>	0,05	0,12	0,09	0,07	0,04
MODELO CONTINENTE	0,00	0,54	2,07	1,26	1,07	<b>0,99</b>
NOVABASE	0,23	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>0,23</b>
PARAREDE	0,42	0,66	N/A	N/A	N/A	<b>0,54</b>
PORTUCEL	0,18	0,04	0,01	0,05	<b>-0,02</b>	0,05
PORTUGAL TELECOM	0,44	0,46	0,46	0,36	0,28	<b>0,40</b>
PT MULTIMÉDIA.COM	<b>-0,26</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-0,26</b>
SAG	0,25	0,23	0,16	N/A	N/A	<b>0,21</b>
SONAE SGPS	0,14	0,04	0,08	0,07	0,12	0,09
SONAECOM	<b>-0,24</b>	N/A	<b>-0,27</b>	N/A	N/A	<b>-0,25</b>
SOPORCEL	1,34	0,46	N/A	N/A	0,04	<b>0,62</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	0,36	4,49	3,08	N/A	<b>2,65</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-1,49</b>	<b>-0,09</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-0,79</b>

Tabela 9:16 ROE para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	31,05%	27,96%	23,40%	20,36%	12,74%	<b>23,10%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	18,09%	18,21%	17,60%	19,28%	16,10%	<b>17,86%</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	19,31%	20,53%	26,18%	25,13%	18,13%	<b>21,86%</b>
BRISA	29,87%	29,07%	28,51%	26,71%	19,49%	<b>26,73%</b>
CIMPOR	14,00%	11,70%	11,00%	9,13%	12,39%	11,64%
EDP	8,95%	8,43%	8,50%	7,53%	6,65%	8,01%
IMPRESA	46,20%	0,08%	17,75%	N/A	N/A	<b>21,34%</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-18,98%</b>	6,40%	17,39%	17,42%	23,45%	9,14%
MODELO CONTINENTE	12,04%	9,74%	13,40%	13,71%	12,72%	12,32%
NOVABASE	19,22%	27,92%	41,26%	N/A	N/A	<b>29,47%</b>
PARAREDE	4,46%	15,72%	41,90%	40,29%	N/A	<b>25,59%</b>
PORTUCEL	13,55%	3,05%	0,81%	4,33%	<b>-1,38%</b>	4,07%
PORTUGAL TELECOM	15,17%	20,09%	21,17%	17,31%	14,09%	<b>17,57%</b>
PT MULTIMÉDIA.COM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SAG	55,43%	60,77%	60,61%	47,69%	29,91%	<b>50,88%</b>
SONAE SGPS	17,04%	8,11%	N/A	N/A	N/A	12,57%
SONAECOM	<b>-14,51%</b>	6,58%	N/A	N/A	N/A	<b>-3,97%</b>
SOPORCEL	13,24%	5,28%	1,56%	5,67%	0,31%	5,21%
VODAFONE TELECEL	N/A	28,71%	40,02%	37,48%	32,86%	<b>34,77%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-107,27%</b>	<b>-13,39%</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-60,33%</b>

Tabela 9:17 ROA para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	1,04%	1,35%	0,96%	0,69%	0,44%	0,90%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,72%	0,75%	0,73%	0,78%	0,74%	0,74%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,79%	0,78%	0,88%	0,74%	0,71%	0,78%
BRISA	8,09%	6,72%	5,64%	4,67%	3,03%	<b>5,63%</b>
CIMPOR	5,94%	6,27%	7,32%	6,64%	9,29%	<b>7,09%</b>
EDP	3,84%	3,94%	4,34%	3,93%	3,41%	3,89%
IMPRESA	<b>-16,79%</b>	0,23%	2,68%	N/A	N/A	<b>-4,63%</b>
JERÓNIM O MARTINS	<b>-2,30%</b>	1,00%	3,05%	2,92%	3,32%	1,60%
MODELO CONTINENTE	3,23%	3,27%	4,27%	4,39%	4,26%	3,88%
NOVABASE	11,00%	9,95%	12,54%	N/A	N/A	<b>11,16%</b>
PARAREDE	2,82%	7,09%	11,93%	8,86%	N/A	<b>7,68%</b>
PORTUCEL	7,30%	2,05%	0,55%	2,96%	<b>-0,96%</b>	2,38%
PORTUGAL TELECOM	4,97%	5,56%	6,18%	7,48%	6,40%	<b>6,12%</b>
PT MULTIMÉDIA.COM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SAG	7,94%	9,27%	8,89%	7,51%	5,71%	<b>7,86%</b>
SONAE SGPS	3,71%	1,63%	N/A	N/A	N/A	2,67%
SONAECOM	<b>-4,03%</b>	0,97%	N/A	N/A	N/A	<b>-1,53%</b>
SOPORCEL	9,16%	3,83%	1,19%	3,85%	0,19%	3,64%
VODAFONE TELECEL	N/A	12,53%	19,50%	18,30%	13,17%	<b>15,88%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-42,49%</b>	<b>-5,92%</b>	0,52%	<b>N/A</b>	N/A	<b>-15,96%</b>

Tabela 9:19 FCFPS para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,95	2,58	3,50	1,08	<b>-1,50</b>	1,32
BANCO ESPIRITO SANTO	7,11	3,29	6,98	3,12	0,56	<b>4,21</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	3,17	2,38	2,05	<b>-0,23</b>	0,21	1,52
BRISA	0,18	0,22	<b>-0,14</b>	<b>-0,40</b>	n/a	<b>-0,03</b>
CIMPOR	0,30	0,27	0,28	0,25	0,20	<b>0,26</b>
EDP	0,18	0,19	0,31	0,28	0,18	0,23
IMPRESA	<b>-0,04</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-0,04</b>
JERÓNIM O MARTINS	<b>-0,37</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,26</b>
MODELO CONTINENTE	0,17	0,64	N/A	2,04	2,05	<b>1,22</b>
NOVABASE	<b>-0,36</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-0,36</b>
PARAREDE	<b>-4,14</b>	<b>-0,16</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-2,15</b>
PORTUCEL	0,04	0,06	<b>-0,04</b>	0,06	<b>0,03</b>	0,03
PORTUGAL TELECOM	0,17	0,25	0,29	0,28	0,46	<b>0,29</b>
PT MULTIMÉDIA.COM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SAG	<b>-0,61</b>	<b>-0,19</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-0,40</b>
SONAE SGPS	<b>-0,34</b>	0,08	<b>-0,05</b>	<b>-0,14</b>	0,01	<b>-0,09</b>
SONAECOM	<b>-0,82</b>	N/A	<b>-6,01</b>	N/A	N/A	<b>-3,42</b>
SOPORCEL	1,94	0,62	N/A	N/A	2,16	<b>1,57</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	0,58	N/A	4,78	N/A	2,68
ZON MULTIMÉDIA	<b>-0,69</b>	<b>-0,19</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-0,44</b>

Tabela 9:18 Price to Book Value Ratio para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	6,94	3,36	3,39	3,68	1,43	3,76
BANCO ESPIRITO SANTO	2,62	2,84	2,81	2,95	1,59	2,56
BANCO P. INVESTIMENTO	2,32	3,68	3,98	3,62	1,87	3,09
BRISA	3,88	3,65	5,61	4,42	N/A	4,39
CIMPOR	3,12	2,08	1,99	2,00	1,44	<b>2,13</b>
EDP	1,70	1,71	1,84	1,69	n/a	<b>1,74</b>
IMPRESA	2,76	N/A	N/A	N/A	N/A	2,76
JERÓNIM O MARTINS	3,71	6,25	8,41	6,43	5,84	6,13
MODELO CONTINENTE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
NOVABASE	6,55	N/A	N/A	N/A	N/A	6,55
PARAREDE	1,47	2,86	N/A	N/A	N/A	2,17
PORTUCEL	1,05	1,11	0,92	0,89	0,81	<b>0,95</b>
PORTUGAL TELECOM	2,24	3,44	2,85	3,38	1,72	2,73
PT MULTIMÉDIA.COM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SAG	4,56	6,63	8,54	N/A	N/A	6,58
SONAE SGPS	0,80	2,04	N/A	N/A	N/A	1,42
SONAECOM	3,25	N/A	N/A	N/A	N/A	3,25
SOPORCEL	1,78	1,49	N/A	N/A	N/A	1,64
VODAFONE TELECEL	N/A	13,79	1,55	N/A	N/A	7,67
ZON MULTIMÉDIA	6,02	28,89	N/A	N/A	N/A	<b>17,46</b>

Tabela 9:20 Margem Operacional para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	11,77%	5,53%	7,65%	9,57%	6,74%	8,25%
BANCO ESPIRITO SANTO	10,66%	13,40%	11,25%	10,90%	8,50%	10,94%
BANCO P. INVESTIMENTO	86,10%	11,78%	11,91%	40,84%	7,93%	<b>31,71%</b>
BRISA	59,11%	54,91%	53,53%	55,16%	48,00%	<b>54,14%</b>
CIMPOR	23,02%	23,13%	19,21%	15,73%	13,85%	<b>18,99%</b>
EDP	18,83%	29,50%	35,24%	31,88%	31,73%	<b>29,44%</b>
IMPRESA	12,72%	13,20%	2,07%	1,47%	N/A	7,36%
JERÓNIM O MARTINS	10,32%	3,60%	4,67%	5,54%	5,12%	5,85%
MODELO CONTINENTE	1,40%	2,92%	3,40%	4,98%	3,90%	3,32%
NOVABASE	11,91%	14,15%	9,49%	9,51%	N/A	11,27%
PARAREDE	2,76%	14,84%	23,63%	21,66%	16,64%	<b>15,91%</b>
PORTUCEL	27,80%	12,52%	2,21%	8,80%	<b>-1,15%</b>	10,04%
PORTUGAL TELECOM	17,12%	26,53%	27,48%	28,74%	31,42%	<b>26,25%</b>
PT MULTIMÉDIA.COM	<b>-145,10%</b>	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>-145,10%</b>
SAG	7,61%	8,62%	7,99%	7,17%	6,60%	7,60%
SONAE SGPS	3,54%	3,42%	N/A	N/A	N/A	3,48%
SONAECOM	<b>-12,25%</b>	<b>-17,62%</b>	<b>-64,35%</b>	N/A	N/A	<b>-31,41%</b>
SOPORCEL	24,72%	10,82%	2,40%	8,24%	<b>-0,03%</b>	9,23%
VODAFONE TELECEL	N/A	18,21%	15,90%	23,49%	19,74%	<b>19,33%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-37,62%</b>	<b>-5,72%</b>	4,51%	<b>-5,05%</b>	N/A	<b>-10,97%</b>

Tabela 9:21 Crescimento Real das Vendas para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	85,64%	-2,27%	-5,62%	-14,22%	-20,51%	8,60%
BANCO ESPIRITO SANTO	36,77%	3,50%	4,81%	16,69%	-1,79%	12,00%
BANCO P. INVESTIMENTO	46,51%	-13,70%	-23,40%	63,88%	18,13%	18,28%
BRISA	8,77%	8,24%	25,38%	12,52%	6,80%	12,34%
CIMPOR	31,23%	3,20%	8,54%	28,26%	5,01%	15,25%
EDP	22,33%	-0,29%	2,86%	2,16%	-1,56%	5,10%
IMPRESA	2,88%	110,51%	8,25%	N/A	N/A	40,55%
JERÓNIMO MARTINS	16,49%	7,31%	40,59%	13,96%	24,64%	20,60%
MODELO CONTINENTE	19,96%	42,19%	44,92%	4,81%	35,18%	29,41%
NOVABASE	102,89%	46,39%	130,89%	N/A	N/A	93,39%
PARAREDE	17,29%	47,03%	97,97%	7,90%	N/A	42,55%
PORTUCEL	70,76%	19,70%	-11,12%	16,87%	-36,68%	11,90%
PORTUGAL TELECOM	56,91%	12,18%	6,27%	11,43%	8,91%	19,14%
PT MULTIMÉDIA.COM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SAG	7,62%	24,37%	36,77%	15,63%	34,34%	23,75%
SONAE SGPS	30,28%	70,29%	N/A	N/A	N/A	50,29%
SONAECOM	101,43%	466,05%	N/A	N/A	N/A	283,74%
SOPORCEL	34,39%	5,45%	-7,46%	13,95%	-22,10%	4,85%
VODAFONE TELECEL	N/A	9,58%	36,01%	46,69%	78,48%	42,69%
ZON MULTIMÉDIA	55,81%	-11,54%	N/A	N/A	N/A	22,14%

Tabela 9:22 Debt to Equity Ratio para o período 2000-1996

ACÇÕES	2000	1999	1998	1997	1996	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	8,91	5,26	4,26	5,13	4,40	5,59
BANCO ESPIRITO SANTO	6,72	7,06	6,90	6,27	5,21	6,43
BANCO P. INVESTIMENTO	7,26	5,25	5,38	6,11	6,43	6,09
BRISA	1,23	1,39	1,71	1,77	1,89	1,60
CIMPOR	1,02	0,74	0,24	0,10	0,03	0,42
EDP	0,80	0,72	0,57	0,51	0,55	0,63
IMPRESA	0,50	0,68	2,05	0,22	N/A	0,86
JERÓNIMO MARTINS	4,01	2,50	1,93	1,69	1,45	2,32
MODELO CONTINENTE	2,73	1,98	2,14	2,13	1,98	2,19
NOVABASE	0,07	0,50	0,36	0,11	N/A	0,26
PARAREDE	0,06	0,26	0,65	2,23	0,81	0,80
PORTUCEL	0,42	0,18	0,14	0,15	0,15	0,21
PORTUGAL TELECOM	0,77	1,07	2,24	0,51	0,48	1,01
PT MULTIMÉDIA.COM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
SAG	2,36	1,07	0,94	1,18	0,11	1,13
SONAE SGPS	1,00	1,40	1,19	1,06	0,68	1,07
SONAECOM	0,84	1,21	1,55	N/A	N/A	1,20
SOPORCEL	0,45	0,38	0,31	0,47	0,62	0,45
VODAFONE TELECEL	N/A	1,29	1,05	1,05	1,49	1,22
ZON MULTIMÉDIA	0,01	0,03	0,04	0,15	N/A	0,06

Tabela 9:23 Classificação das acções por indicadores em 2001

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	cresc.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
BANCO COMERCIAL P.	√	√			√		√				√	5
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√		√	√		√				√	6
BANCO P. INVESTIMENTO	√				√		√	√			√	5
BRISA	√	√			√	√	√	√	√		√	8
CIMPOR			√	√		√	√	√		√	√	8
EDP			√				√	√		√	√	5
IMPRESA					√				√	√	√	4
JERÓNIMO MARTINS									√			1
MODELO CONTINENTE		√		√			√		√			4
NOVABASE					√	√	√		√	√		5
PARAREDE					√	√	√	√	√	√		6
PORTUCEL			√				√			√		3
PORTUGAL TELECOM	√	√		√	√	√	√	√	√		√	9
PT MULTIMÉDIA.COM	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	
SAG	√	√			√	√	√		√			6
SONAE SGPS	√						√					2
SONAECOM												0
SOPORCEL		√		√			√			√		4
VODAFONE TELECEL		√			√	√	√	√	√			6
ZON MULTIMÉDIA										√	√	2

Tabela 9:24 Resultados Líquidos para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	571,70	505,50	430,39	270,37	180,24	<b>391,64</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	197,70	228,00	205,51	168,36	150,17	<b>189,95</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	133,30	152,40	124,80	136,99	110,81	<b>131,66</b>
BRISA	212,05	202,56	168,69	139,99	105,09	<b>165,68</b>
CIMPOR	137,83	152,00	128,00	118,69	90,35	<b>125,37</b>
EDP	450,80	549,00	513,94	522,79	463,98	<b>500,10</b>
IMPRESA	<b>-52,24</b>	<b>-67,05</b>	0,06	2,38	1,95	<b>-22,98</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-86,51</b>	<b>-63,87</b>	24,95	61,36	43,73	<b>-4,07</b>
MODELO CONTINENTE	16,23	0,00	80,75	77,37	47,07	<b>44,28</b>
NOVABASE	8,89	6,40	2,02	1,01	0,52	<b>3,77</b>
PARAREDE	<b>-113,95</b>	3,12	4,22	3,75	1,47	<b>-20,28</b>
PORTUCEL	71,70	77,24	16,26	4,14	21,20	<b>38,11</b>
PORTUGAL TELECOM	307,40	540,30	494,68	441,14	349,64	<b>426,63</b>
SAG	38,98	36,74	34,23	24,23	14,58	<b>29,75</b>
SEMAPA	44,15	30,77	33,39	24,50	25,70	<b>31,70</b>
SONAE SGPS	55,03	255,71	66,91	70,86	60,84	<b>101,87</b>
SONAECOM	<b>-76,39</b>	<b>-43,44</b>	6,17	-11,63	N/A	<b>-31,32</b>
TEXERA DUARTE	20,52	27,94	20,00	19,23	16,75	<b>20,89</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	77,33	96,64	66,32	80,10
ZON MULTIMÉDIA	<b>-91,18</b>	<b>-265,42</b>	<b>-15,69</b>	1,23	<b>-8,47</b>	<b>-75,91</b>

Tabela 9:25 EPS para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,20	0,19	0,35	0,21	0,16	<b>0,22</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	0,39	0,45	0,47	0,38	0,37	<b>0,41</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,19	0,22	0,19	0,22	0,18	0,20
BRISA	0,36	0,34	0,28	0,23	0,18	<b>0,28</b>
CIMPOR	0,21	0,23	0,20	0,18	0,13	0,19
EDP	0,14	0,18	0,16	0,17	0,15	0,16
IMPRESA	<b>-0,34</b>	<b>-0,43</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-0,39</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-0,16</b>	<b>-0,12</b>	0,05	0,12	0,09	<b>-0,01</b>
MODELO CONTINENTE	0,16	0,00	0,54	2,07	1,26	<b>0,81</b>
NOVABASE	0,32	0,23	N/A	N/A	N/A	0,27
PARAREDE	<b>-8,61</b>	0,42	0,66	N/A	N/A	<b>-2,51</b>
PORTUCEL	0,09	0,18	0,04	0,01	0,05	0,07
PORTUGAL TELECOM	0,25	0,44	0,46	0,46	0,36	<b>0,39</b>
SAG	0,26	0,25	0,23	0,16	N/A	<b>0,22</b>
SEMAPA	0,38	0,26	0,28	0,21	0,22	<b>0,27</b>
SONAE SGPS	0,03	0,14	0,04	0,08	0,07	0,07
SONAECOM	<b>-0,42</b>	<b>-0,24</b>	N/A	<b>-0,27</b>	N/A	<b>-0,31</b>
TEXERA DUARTE	0,05	0,07	0,05	0,05	N/A	0,05
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	0,36	4,49	3,08	<b>2,65</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-0,29</b>	<b>-1,49</b>	<b>-0,09</b>	N/A	N/A	<b>-0,63</b>

Tabela 9:26 PER para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	18,27	16,92	12,39	18,46	15,10	<b>16,23</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	14,65	14,59	15,95	17,85	15,89	<b>15,79</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	10,94	13,10	18,88	16,44	15,70	<b>15,01</b>
BRISA	13,37	14,03	13,53	21,49	18,78	<b>16,24</b>
CIMPOR	19,03	23,09	17,12	19,24	22,37	20,17
EDP	16,16	19,23	20,23	21,52	22,48	19,92
IMPRESA	-	-	N/A	N/A	N/A	
JERÓNIMO MARTINS	-	-	94,88	53,52	46,39	64,93
MODELO CONTINENTE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
NOVABASE	26,53	56,39	N/A	N/A	N/A	41,46
PARAREDE	-	44,68	27,18	N/A	N/A	<b>35,93</b>
PORTUCEL	9,01	8,16	36,55	117,41	22,99	38,82
PORTUGAL TELECOM	29,60	16,09	18,45	14,03	19,34	19,50
SAG	7,33	8,66	12,19	17,57	N/A	<b>11,44</b>
SEMAPA	12,54	14,69	12,14	16,29	20,60	<b>15,25</b>
SONAE SGPS	17,83	5,32	24,90	N/A	N/A	<b>16,02</b>
SONAECOM	-	-	N/A	-	N/A	
TEXERA DUARTE	24,49	17,46	21,36	25,05	N/A	22,09
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	48,04	3,87	N/A	25,96
ZON MULTIMÉDIA	-	-	-	N/A	N/A	

Tabela 9:27 ROE para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	29,55%	31,05%	27,96%	23,40%	20,36%	<b>26,46%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	14,27%	18,09%	18,21%	17,60%	19,28%	<b>17,49%</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	14,52%	19,31%	20,53%	26,18%	25,13%	<b>21,13%</b>
BRISA	27,57%	29,87%	29,07%	28,51%	26,71%	<b>28,35%</b>
CIMPOR	12,40%	14,00%	11,70%	11,00%	9,13%	11,65%
EDP	7,33%	8,95%	8,43%	8,50%	7,53%	8,15%
IMPRESA	<b>-36,72%</b>	<b>46,20%</b>	0,08%	17,75%	N/A	6,83%
JERÓNIMO MARTINS	<b>-36,35%</b>	<b>-18,98%</b>	6,40%	17,39%	17,42%	<b>-2,82%</b>
MODELO CONTINENTE	17,75%	12,04%	9,74%	13,40%	13,71%	13,33%
NOVABASE	15,00%	19,22%	27,92%	41,26%	N/A	<b>25,85%</b>
PARAREDE	<b>-159,56%</b>	4,46%	15,72%	41,90%	40,29%	<b>-11,44%</b>
PORTUCEL	8,98%	13,55%	3,05%	0,81%	4,33%	6,14%
PORTUGAL TELECOM	6,81%	15,17%	20,09%	21,17%	17,31%	<b>16,11%</b>
SAG	54,07%	55,43%	60,77%	60,61%	47,69%	<b>55,71%</b>
SEMAPA	21,80%	16,08%	18,25%	15,36%	18,71%	<b>18,04%</b>
SONAE SGPS	4,02%	17,04%	8,11%	N/A	N/A	9,72%
SONAECOM	<b>-20,78%</b>	<b>-14,51%</b>	6,58%	N/A	N/A	<b>-9,57%</b>
TEXERA DUARTE	7,34%	10,47%	8,43%	9,25%	11,37%	9,37%
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	5,28%	40,02%	37,48%	<b>27,59%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-16,70%</b>	<b>-107,27%</b>	<b>-13,39%</b>	2,28%	N/A	<b>-33,77%</b>

Tabela 9:28 ROA para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,92%	1,04%	1,35%	0,96%	0,69%	0,99%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,55%	0,72%	0,75%	0,73%	0,78%	0,71%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,57%	0,79%	0,78%	0,88%	0,74%	0,75%
BRISA	7,06%	8,09%	6,72%	5,64%	4,67%	<b>6,44%</b>
CIMPOR	4,78%	5,94%	6,27%	7,32%	6,64%	<b>6,19%</b>
EDP	2,90%	3,84%	3,94%	4,34%	3,93%	3,79%
IMPRESA	<b>-12,56%</b>	<b>-16,79%</b>	0,23%	2,68%	N/A	<b>-6,61%</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-3,01%</b>	<b>-2,30%</b>	1,00%	3,05%	2,92%	0,33%
MODELO CONTINENTE	6,10%	3,23%	3,27%	4,27%	4,39%	4,25%
NOVABASE	9,15%	11,00%	9,95%	12,54%	N/A	<b>10,66%</b>
PARAREDE	<b>-95,28%</b>	2,82%	7,09%	11,93%	8,86%	<b>-12,92%</b>
PORTUCEL	3,55%	7,30%	2,05%	0,55%	2,96%	3,28%
PORTUGAL TELECOM	1,99%	4,97%	5,56%	6,18%	7,48%	<b>5,24%</b>
SAG	6,94%	7,94%	9,27%	8,89%	7,51%	<b>8,11%</b>
SEMAPA	4,51%	3,97%	5,93%	4,79%	4,99%	4,84%
SONAE SGPS	0,68%	3,71%	1,63%	N/A	N/A	2,01%
SONAECOM	<b>-5,59%</b>	<b>-4,03%</b>	0,97%	N/A	N/A	<b>-2,88%</b>
TEXEIRA DUARTE	1,43%	2,71%	2,08%	2,40%	2,85%	2,29%
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	3,83%	19,50%	18,30%	<b>13,88%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-6,12%</b>	<b>-42,49%</b>	<b>-5,92%</b>	0,52%	N/A	<b>-13,50%</b>

Tabela 9:30 FCFPS para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	<b>-0,89</b>	0,95	2,58	3,50	1,08	1,44
BANCO ESPIRITO SANTO	5,93	7,11	3,29	6,98	3,12	<b>5,28</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	<b>-0,02</b>	3,17	2,38	2,05	<b>-0,23</b>	1,47
BRISA	<b>-0,18</b>	0,18	0,22	<b>-0,14</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,06</b>
CIMPOR	0,31	0,30	0,27	0,28	0,25	<b>0,28</b>
EDP	0,16	0,18	0,19	0,31	0,28	0,23
IMPRESA	<b>-0,18</b>	<b>-0,04</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-0,11</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>0,26</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,20</b>
MODELO CONTINENTE	0,31	0,17	0,64	N/A	2,04	<b>0,79</b>
NOVABASE	0,19	<b>-0,36</b>	N/A	N/A	N/A	<b>-0,09</b>
PARAREDE	<b>-4,89</b>	<b>-4,14</b>	<b>-0,16</b>	N/A	N/A	<b>-3,06</b>
PORTUCEL	0,17	0,04	0,06	<b>-0,04</b>	0,06	0,06
PORTUGAL TELECOM	0,21	0,17	0,25	0,29	0,28	0,24
SAG	<b>-0,60</b>	<b>-0,61</b>	<b>-0,19</b>	N/A	N/A	<b>-0,47</b>
SEMAPA	0,72	0,52	0,86	0,56	0,59	<b>0,65</b>
SONAE SGPS	<b>-0,34</b>	<b>-0,34</b>	0,08	<b>-0,05</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,16</b>
SONAECOM	<b>-0,95</b>	<b>-0,82</b>	N/A	<b>-6,01</b>	N/A	<b>-2,60</b>
TEXEIRA DUARTE	<b>-0,02</b>	0,00	<b>-0,16</b>	<b>-0,12</b>	N/A	<b>-0,08</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	0,58	N/A	4,78	2,68
ZON MULTIMÉDIA	<b>-0,21</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,19</b>	N/A	N/A	<b>-0,37</b>

Tabela 9:29 Price to Book Value Ratio para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	4,86	6,94	3,36	3,39	3,68	4,45
BANCO ESPIRITO SANTO	2,06	2,62	2,84	2,81	2,95	2,66
BANCO P. INVESTIMENTO	1,61	2,32	3,68	3,98	3,62	3,04
BRISA	3,51	3,88	3,65	5,61	4,42	4,22
CIMPOR	2,41	3,12	2,08	1,99	2,00	<b>2,32</b>
EDP	1,20	1,70	1,71	1,84	1,69	<b>1,63</b>
IMPRESA	1,35	2,76	N/A	N/A	N/A	<b>2,06</b>
JERÓNIMO MARTINS	4,61	3,71	6,25	8,41	6,43	5,88
MODELO CONTINENTE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
NOVABASE	3,73	6,55	N/A	N/A	N/A	5,14
PARAREDE	1,97	1,47	2,86	N/A	N/A	<b>2,10</b>
PORTUCEL	0,91	1,05	1,11	0,92	0,89	<b>0,97</b>
PORTUGAL TELECOM	1,97	2,24	3,44	2,85	3,38	2,78
SAG	3,84	4,56	6,63	8,54	N/A	5,89
SEMAPA	2,62	2,32	2,14	2,25	3,74	2,61
SONAE SGPS	1,04	0,80	2,04	N/A	N/A	<b>1,30</b>
SONAECOM	1,84	3,25	N/A	N/A	N/A	2,55
TEXEIRA DUARTE	1,82	1,74	1,70	2,16	N/A	<b>1,86</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	13,79	1,55	N/A	12,14
ZON MULTIMÉDIA	1,51	6,02	28,89	N/A	N/A	<b>12,14</b>

Tabela 9:31 Margem Operacional para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	15,10%	11,77%	5,53%	7,65%	9,57%	9,92%
BANCO ESPIRITO SANTO	9,14%	10,66%	13,40%	11,25%	10,90%	11,07%
BANCO P. INVESTIMENTO	9,50%	8,61%	11,78%	11,91%	40,84%	<b>16,53%</b>
BRISA	58,99%	59,11%	54,91%	53,53%	55,16%	<b>56,34%</b>
CIMPOR	19,47%	23,02%	23,13%	19,21%	15,73%	<b>20,11%</b>
EDP	11,92%	18,83%	29,50%	35,24%	31,88%	<b>25,48%</b>
IMPRESA	<b>-14,96%</b>	12,72%	13,20%	2,07%	1,47%	<b>2,90%</b>
JERÓNIMO MARTINS	1,73%	1,03%	3,60%	4,67%	5,54%	3,31%
MODELO CONTINENTE	1,65%	1,40%	2,92%	3,40%	4,98%	2,87%
NOVABASE	12,09%	11,91%	14,15%	9,49%	9,51%	11,43%
PARAREDE	<b>-107,02%</b>	2,76%	14,84%	23,63%	21,66%	<b>-8,83%</b>
PORTUCEL	16,44%	27,80%	12,52%	2,21%	8,80%	13,55%
PORTUGAL TELECOM	19,63%	17,12%	26,53%	27,48%	28,74%	<b>23,90%</b>
SAG	6,98%	7,61%	8,62%	7,99%	7,17%	7,67%
SEMAPA	20,03%	22,32%	27,46%	23,39%	25,39%	<b>23,72%</b>
SONAE SGPS	3,55%	3,54%	3,42%	N/A	N/A	3,50%
SONAECOM	<b>-14,47%</b>	<b>-12,25%</b>	<b>-17,62%</b>	<b>-64,35%</b>	N/A	<b>-27,17%</b>
TEXEIRA DUARTE	7,04%	3,99%	2,51%	4,86%	4,02%	4,48%
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	18,21%	15,90%	23,49%	<b>19,20%</b>
ZON MULTIMÉDIA	<b>-3,79%</b>	<b>-37,62%</b>	<b>-5,72%</b>	4,51%	<b>-5,05%</b>	<b>-9,53%</b>



Tabela 9:32 Crescimento Real das Vendas para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	3,68%	85,64%	-2,27%	-5,62%	-14,22%	13,44%
BANCO ESPIRITO SANTO	-2,39%	36,77%	3,50%	4,81%	16,69%	11,88%
BANCO P. INVESTIMENTO	9,10%	46,51%	-13,70%	-23,40%	63,88%	16,48%
BRISA	10,52%	8,77%	8,24%	25,38%	12,52%	13,09%
CIMPOR	0,95%	31,23%	3,20%	8,54%	28,26%	14,44%
EDP	42,56%	22,33%	-0,29%	2,86%	2,16%	13,92%
IMPRESA	-17,64%	2,88%	110,51%	8,25%	N/A	26,00%
JERÓNIMO MARTINS	2,94%	16,49%	7,31%	40,59%	13,96%	16,26%
MODELO CONTINENTE	-2,10%	19,96%	42,19%	44,92%	4,81%	21,96%
NOVABASE	78,20%	102,89%	46,39%	130,89%	N/A	89,59%
PARAREDE	-24,98%	17,29%	47,03%	97,97%	7,90%	29,04%
PORTUCEL	89,78%	70,76%	19,70%	-11,12%	16,87%	37,20%
PORTUGAL TELECOM	6,96%	56,91%	12,18%	6,27%	11,43%	18,75%
SAG	7,53%	7,62%	24,37%	36,77%	15,63%	18,38%
SEMAPA	3,26%	14,77%	6,78%	1,56%	5,43%	6,36%
SONAE SGPS	6,70%	30,28%	70,29%	N/A	N/A	35,76%
SONAECOM	35,88%	101,43%	466,05%	N/A	N/A	201,12%
TEXEIRA DUARTE	-0,78%	-0,58%	-4,11%	9,49%	40,68%	8,94%
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	9,58%	36,01%	46,69%	30,76%
ZON MULTIMÉDIA	147,29%	55,81%	-11,54%	N/A	N/A	63,85%

Tabela 9:33 Debt to Equity Ratio para o período 2001-1997

ACÇÕES	2001	2000	1999	1998	1997	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	7,59	8,91	5,26	4,26	5,13	6,23
BANCO ESPIRITO SANTO	8,00	6,72	7,06	6,90	6,27	6,99
BANCO P. INVESTIMENTO	8,98	7,26	5,25	5,38	6,11	6,60
BRISA	2,02	1,23	1,39	1,71	1,77	1,62
CIMPOR	1,03	1,02	0,74	0,24	0,10	0,63
EDP	0,92	0,80	0,72	0,57	0,51	0,70
IMPRESA	0,89	0,50	0,68	2,05	0,22	0,87
JERÓNIMO MARTINS	4,54	4,01	2,50	1,93	1,69	2,94
MODELO CONTINENTE	70,83	2,73	1,98	2,14	2,13	15,96
NOVABASE	0,06	0,07	0,50	0,36	0,11	0,22
PARAREDE	0,45	0,06	0,26	0,65	2,23	0,73
PORTUCEL	1,04	0,42	0,18	0,14	0,15	0,38
PORTUGAL TELECOM	1,15	0,77	1,07	2,24	0,51	1,15
SAG	3,91	2,36	1,07	0,94	1,18	1,89
SEMAPA	1,20	1,29	0,35	0,30	0,48	0,72
SONAE SGPS	2,10	1,00	1,40	1,19	1,06	1,35
SONAECOM	1,10	0,84	1,21	1,55	n/a	1,17
TEXEIRA DUARTE	3,70	1,54	1,45	1,24	0,66	1,72
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	0,38	1,05	1,05	0,83
ZON MULTIMÉDIA	0,12	0,01	0,03	0,04	0,15	0,07

Tabela 9:34 Classificação das acções por indicadores em 2002

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	cresc.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
BANCO COMERCIAL P.	√	√			√		√				√	5
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√		√	√		√				√	6
BANCO P. INVESTIMENTO	√				√		√	√			√	5
BRISA	√	√			√	√	√	√	√		√	8
CIMPOR			√	√		√	√	√	√	√	√	8
EDP			√				√	√		√	√	5
IMPRESA			√							√	√	3
JERÓNIMO MARTINS									√			1
MODELO CONTINENTE		√		√			√					3
NOVABASE					√	√	√		√	√		5
PARAREDE			√							√		2
PORTUCEL			√				√			√		3
PORTUGAL TELECOM		√			√	√	√	√	√		√	7
SAG	√	√			√	√	√		√			6
SEMAPA	√	√		√	√		√	√				6
SONAE SGPS	√		√				√		√			4
SONAECOM							√		√			1
TEXEIRA DUARTE			√				√					2
VODAFONE TELECEL		√			√	√	√	√	√	√		7
ZON MULTIMÉDIA										√	√	2

Tabela 9:35 Resultados Líquidos para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	272,70	571,70	505,50	430,39	270,37	<b>410,13</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	222,50	197,70	228,00	205,51	168,36	<b>204,41</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	140,10	133,30	152,40	124,80	136,99	<b>137,52</b>
BRISA	213,06	212,05	202,56	168,69	139,99	<b>187,27</b>
CIMPOR	176,56	137,83	152,00	128,00	118,69	<b>142,62</b>
COFINA	8,55	7,40	6,17	4,52	2,35	<b>5,80</b>
EDP	335,20	450,80	549,00	513,94	522,79	<b>474,35</b>
IBERSOL	8,12	5,51	5,36	4,60	3,82	<b>5,48</b>
IMPRESA	<b>-27,97</b>	<b>-52,24</b>	<b>-67,05</b>	0,06	2,38	<b>-28,96</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-204,38</b>	<b>-86,51</b>	<b>-63,87</b>	24,95	61,36	<b>-53,69</b>
NOVABASE	9,46	8,89	6,40	2,02	1,01	<b>5,56</b>
PARAREDE	<b>-43,54</b>	<b>-113,95</b>	3,12	4,22	3,75	<b>-29,28</b>
PORTUCEL	89,49	71,70	77,24	16,26	4,14	<b>51,77</b>
PORTUGAL TELECOM	391,06	307,40	540,30	494,68	441,14	<b>434,92</b>
SAG	31,19	38,98	36,74	34,23	24,23	<b>33,07</b>
SEMAPA	30,84	44,15	30,77	33,39	24,50	<b>32,73</b>
SONAE SGPS	<b>-56,03</b>	55,03	255,71	66,91	70,86	78,50
SONAECOM	<b>-65,11</b>	<b>-76,39</b>	<b>-43,44</b>	6,17	<b>-11,63</b>	<b>-38,08</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	77,33	96,64	86,98
ZON MULTIMÉDIA	<b>-134,45</b>	<b>-91,18</b>	<b>-265,42</b>	<b>-15,69</b>	1,23	<b>-101,10</b>

Tabela 9:37 PER para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	19,49	18,27	16,92	12,39	18,46	<b>17,11</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	16,57	14,65	14,59	15,95	17,85	<b>15,92</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	11,35	10,94	13,10	18,88	16,44	<b>14,14</b>
BRISA	14,75	13,37	14,03	13,53	21,49	<b>15,43</b>
CIMPOR	12,08	19,03	23,09	17,12	19,24	18,11
COFINA	8,67	9,58	14,74	12,06	14,77	<b>11,96</b>
EDP	14,20	16,16	19,23	20,23	21,52	18,27
IBERSOL	8,47	13,54	15,60	23,63	56,42	23,53
IMPRESA	-	-	-	N/A	N/A	
JERÓNIMO MARTINS	-	-	-	94,88	53,52	<b>74,20</b>
NOVABASE	17,26	26,53	56,39	N/A	N/A	33,39
PARAREDE	-	-	44,68	27,18	N/A	<b>35,93</b>
PORTUCEL	9,91	9,01	8,16	36,55	117,41	36,21
PORTUGAL TELECOM	17,56	29,60	16,09	18,45	14,03	19,14
SAG	7,05	7,33	8,66	12,19	17,57	<b>10,56</b>
SEMAPA	12,41	12,54	14,69	12,14	16,29	<b>13,61</b>
SONAE SGPS	-	17,83	5,32	24,90	N/A	<b>16,02</b>
SONAECOM	-	-	-	N/A	-	
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	48,04	3,87	25,96
ZON MULTIMÉDIA	-	-	-	-	N/A	

Tabela 9:36 EPS para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,09	0,20	0,19	0,35	0,21	<b>0,21</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	0,37	0,39	0,45	0,47	0,38	<b>0,41</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,18	0,19	0,22	0,19	0,22	<b>0,20</b>
BRISA	0,36	0,36	0,34	0,28	0,23	<b>0,31</b>
CIMPOR	0,27	0,21	0,23	0,20	0,18	<b>0,21</b>
COFINA	0,09	0,07	0,06	0,05	0,02	0,06
EDP	0,11	0,14	0,18	0,16	0,17	0,15
IBERSOL	0,42	0,28	0,27	0,23	N/A	<b>0,30</b>
IMPRESA	<b>-0,18</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,43</b>	N/A	N/A	<b>-0,32</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-0,38</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,12</b>	0,05	0,12	<b>-0,10</b>
NOVABASE	0,34	0,32	0,23	N/A	N/A	<b>0,29</b>
PARAREDE	<b>-3,29</b>	<b>-8,61</b>	0,42	0,66	N/A	<b>-2,70</b>
PORTUCEL	0,12	0,09	0,18	0,04	0,01	0,09
PORTUGAL TELECOM	0,31	0,25	0,44	0,46	0,46	<b>0,38</b>
SAG	0,21	0,26	0,25	0,23	0,16	<b>0,22</b>
SEMAPA	0,27	0,38	0,26	0,28	0,21	<b>0,28</b>
SONAE SGPS	<b>-0,03</b>	0,03	0,14	0,04	0,08	0,05
SONAECOM	<b>-0,29</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,24</b>	N/A	<b>-0,27</b>	<b>-0,30</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	0,36	4,49	2,43
ZON MULTIMÉDIA	<b>-0,43</b>	<b>-0,29</b>	<b>-1,49</b>	<b>-0,09</b>	N/A	<b>-0,58</b>

Tabela 9:38 ROE para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	12,49%	29,55%	31,05%	27,96%	23,40%	<b>24,89%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	13,07%	14,27%	18,09%	18,21%	17,60%	<b>16,25%</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	13,52%	14,52%	19,31%	20,53%	26,18%	<b>18,81%</b>
BRISA	20,03%	27,57%	29,87%	29,07%	28,51%	<b>27,01%</b>
CIMPOR	17,30%	12,40%	14,00%	11,70%	11,00%	13,28%
COFINA	13,30%	12,70%	14,70%	15,90%	12,39%	13,80%
EDP	5,78%	7,33%	8,95%	8,43%	8,50%	7,80%
IBERSOL	24,24%	19,29%	21,96%	22,28%	N/A	<b>21,94%</b>
IMPRESA	<b>-27,36%</b>	<b>-36,72%</b>	<b>46,20%</b>	0,08%	17,75%	<b>-0,01%</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-171,50%</b>	<b>-36,35%</b>	<b>-18,98%</b>	6,40%	17,39%	<b>-40,61%</b>
NOVABASE	14,24%	15,00%	19,22%	27,92%	41,26%	<b>23,53%</b>
PARAREDE	<b>-184,39%</b>	<b>-159,56%</b>	4,46%	15,72%	41,90%	<b>-56,37%</b>
PORTUCEL	8,71%	8,98%	13,55%	3,05%	0,81%	7,02%
PORTUGAL TELECOM	10,06%	6,81%	15,17%	20,09%	21,17%	14,66%
SAG	44,35%	54,07%	55,43%	60,77%	60,61%	<b>55,05%</b>
SEMAPA	14,16%	21,80%	16,08%	18,25%	15,36%	<b>17,13%</b>
SONAE SGPS	<b>-7,60%</b>	4,02%	17,04%	8,11%	N/A	5,39%
SONAECOM	<b>-196,05%</b>	<b>-20,78%</b>	<b>-14,51%</b>	6,58%	N/A	<b>-56,19%</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	5,28%	40,02%	22,65%
ZON MULTIMÉDIA	<b>-22,98%</b>	<b>-16,70%</b>	<b>-107,27%</b>	<b>-13,39%</b>	2,28%	<b>-31,61%</b>

Tabela 9:39 ROA para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,44%	0,92%	1,04%	1,35%	0,96%	0,94%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,56%	0,55%	0,72%	0,75%	0,73%	0,66%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,56%	0,57%	0,79%	0,78%	0,88%	0,72%
BRISA	5,32%	7,06%	8,09%	6,72%	5,64%	<b>6,57%</b>
CIMPOR	5,64%	4,78%	5,94%	6,27%	7,32%	<b>5,99%</b>
COFINA	2,48%	1,78%	1,82%	2,49%	2,66%	2,24%
EDP	1,95%	2,90%	3,84%	3,94%	4,34%	3,39%
IBERSOL	8,40%	7,13%	8,92%	9,73%	9,78%	<b>8,79%</b>
IMPRESA	<b>-6,54%</b>	<b>-12,56%</b>	<b>-16,79%</b>	0,23%	2,68%	<b>-6,60%</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>-8,24%</b>	<b>-3,01%</b>	<b>-2,30%</b>	1,00%	3,05%	<b>-1,90%</b>
NOVABASE	8,16%	9,15%	11,00%	9,95%	12,54%	<b>10,16%</b>
PARAREDE	<b>-58,79%</b>	<b>-95,28%</b>	2,82%	7,09%	11,93%	<b>-26,45%</b>
PORTUCEL	3,27%	3,55%	7,30%	2,05%	0,55%	3,34%
PORTUGAL TELECOM	2,49%	1,99%	4,97%	5,56%	6,18%	4,24%
SAG	5,00%	6,94%	7,94%	9,27%	8,89%	<b>7,61%</b>
SEMAPA	2,98%	4,51%	3,97%	5,93%	4,79%	4,44%
SONAE SGPS	<b>-6,90%</b>	0,68%	3,71%	1,63%	N/A	-0,22%
SONAECOM	<b>-41,72%</b>	<b>-5,59%</b>	<b>-4,03%</b>	0,97%	<b>N/A</b>	<b>-12,59%</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	3,83%	19,50%	11,66%
ZON MULTIMÉDIA	<b>-9,37%</b>	<b>-6,12%</b>	<b>-42,49%</b>	<b>-5,92%</b>	0,52%	<b>-12,68%</b>

Tabela 9:41 FCFPS para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,55	<b>-0,89</b>	0,95	2,58	3,50	1,34
BANCO ESPIRITO SANTO	<b>-2,53</b>	5,93	7,11	3,29	6,98	4,16
BANCO P. INVESTIMENTO	0,28	<b>-0,02</b>	3,17	2,38	2,05	1,57
BRISA	<b>-0,62</b>	<b>-0,18</b>	0,18	0,22	<b>-0,14</b>	<b>-0,11</b>
CIMPOR	0,44	0,31	0,30	0,27	0,28	<b>0,32</b>
COFINA	0,31	0,13	<b>-1,50</b>	0,05	<b>-0,04</b>	-0,21
EDP	<b>-0,01</b>	0,16	0,18	0,19	0,31	0,17
IBERSOL	0,36	0,18	0,13	0,21	0,03	0,18
IMPRESA	<b>-0,13</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,04</b>	N/A	N/A	<b>-0,12</b>
JERÓNIMO MARTINS	<b>0,38</b>	<b>0,26</b>	<b>-0,37</b>	<b>-0,32</b>	<b>-0,38</b>	<b>-0,09</b>
NOVABASE	0,19	0,19	<b>-0,36</b>	N/A	N/A	0,00
PARAREDE	<b>-1,33</b>	<b>-4,89</b>	<b>-4,14</b>	<b>-0,16</b>	N/A	<b>-2,63</b>
PORTUCEL	0,33	0,17	0,04	0,06	<b>-0,04</b>	0,11
PORTUGAL TELECOM	0,79	0,21	0,17	0,25	0,29	<b>0,34</b>
SAG	-0,68	<b>-0,60</b>	<b>-0,61</b>	<b>-0,19</b>	N/A	-0,52
SEMAPA	1,37	0,72	0,52	0,86	0,56	<b>0,80</b>
SONAE SGPS	0,07	<b>-0,34</b>	<b>-0,34</b>	0,08	<b>-0,05</b>	<b>-0,12</b>
SONAECOM	<b>-0,25</b>	<b>-0,95</b>	<b>-0,82</b>	N/A	<b>-6,01</b>	<b>-2,01</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	0,58	N/A	0,58
ZON MULTIMÉDIA	<b>0,12</b>	<b>-0,21</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,19</b>	N/A	<b>-0,24</b>

Tabela 9:40 Price to Book Ratio para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	2,42	4,86	6,94	3,36	3,39	4,19
BANCO ESPIRITO SANTO	1,87	2,06	2,62	2,84	2,81	<b>2,44</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	1,42	1,61	2,32	3,68	3,98	2,60
BRISA	2,38	3,51	3,88	3,65	5,61	3,81
CIMPOR	2,24	2,41	3,12	2,08	1,99	<b>2,37</b>
COFINA	1,10	1,16	1,63	1,92	1,23	<b>1,41</b>
EDP	0,86	1,20	1,70	1,71	1,84	<b>1,46</b>
IBERSOL	1,85	2,42	3,16	4,83	N/A	3,07
IMPRESA	1,56	1,35	2,76	N/A	N/A	<b>1,89</b>
JERÓNIMO MARTINS	14,39	4,61	3,71	6,25	8,41	7,47
NOVABASE	2,36	3,73	6,55	N/A	N/A	4,21
PARAREDE	6,09	1,97	1,47	2,86	N/A	3,10
PORTUCEL	0,84	0,91	1,05	1,11	0,92	<b>0,96</b>
PORTUGAL TELECOM	2,21	1,97	2,24	3,44	2,85	2,54
SAG	3,31	3,84	4,56	6,63	8,54	5,38
SEMAPA	1,70	2,62	2,32	2,14	2,25	<b>2,21</b>
SONAE SGPS	0,88	1,04	0,80	2,04	N/A	1,19
SONAECOM	1,38	1,84	3,25	N/A	N/A	2,16
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	13,79	1,55	7,67
ZON MULTIMÉDIA	4,36	1,51	6,02	28,89	N/A	<b>10,20</b>

Tabela 9:42 Margem Operacional para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	9,72%	15,10%	11,77%	5,53%	7,65%	9,95%
BANCO ESPIRITO SANTO	11,38%	9,14%	10,66%	13,40%	11,25%	11,17%
BANCO P. INVESTIMENTO	10,08%	9,50%	8,61%	11,78%	11,91%	10,38%
BRISA	55,56%	58,99%	59,11%	54,91%	53,53%	<b>56,42%</b>
CIMPOR	21,55%	19,47%	23,02%	23,13%	19,21%	<b>21,28%</b>
COFINA	9,61%	9,55%	16,59%	12,59%	12,32%	12,13%
EDP	10,16%	11,92%	18,83%	29,50%	35,24%	<b>21,13%</b>
IBERSOL	7,97%	8,37%	8,31%	8,48%	8,58%	8,34%
IMPRESA	<b>-8,05%</b>	<b>-14,96%</b>	12,72%	13,20%	2,07%	1,00%
JERÓNIMO MARTINS	2,54%	1,73%	1,03%	3,60%	4,67%	2,71%
NOVABASE	11,30%	12,09%	11,91%	14,15%	9,49%	11,79%
PARAREDE	<b>-77,23%</b>	<b>-107,02%</b>	2,76%	14,84%	23,63%	<b>-28,60%</b>
PORTUCEL	17,66%	16,44%	27,80%	12,52%	2,21%	<b>15,32%</b>
PORTUGAL TELECOM	20,13%	19,63%	17,12%	26,53%	27,48%	<b>22,18%</b>
SAG	6,51%	6,98%	7,61%	8,62%	7,99%	7,54%
SEMAPA	20,68%	20,03%	22,32%	27,46%	23,39%	<b>22,78%</b>
SONAE SGPS	3,49%	3,55%	3,54%	3,42%	n/a	3,50%
SONAECOM	<b>-68,52%</b>	<b>-14,47%</b>	<b>-12,25%</b>	-17,62%	<b>-64,35%</b>	<b>-35,44%</b>
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	18,21%	15,90%	17,05%
ZON MULTIMÉDIA	<b>-0,66%</b>	<b>-3,79%</b>	<b>-37,62%</b>	<b>-5,72%</b>	4,51%	<b>-8,66%</b>

Tabela 9:43 Crescimento Real das Vendas para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	-12,37%	3,68%	85,64%	-2,27%	-5,62%	13,81%
BANCO ESPIRITO SANTO	-11,35%	-2,39%	36,77%	3,50%	4,81%	6,27%
BANCO P. INVESTIMENTO	-8,71%	9,10%	46,51%	-13,70%	-23,40%	1,96%
BRISA	5,69%	10,52%	8,77%	8,24%	25,38%	11,72%
CIMPOR	-8,56%	0,95%	31,23%	3,20%	8,54%	7,07%
COFINA	-1,15%	25,80%	53,79%	11,80%	N/A	22,56%
EDP	9,41%	42,56%	22,33%	-0,29%	2,86%	15,37%
IBERSOL	18,97%	13,26%	6,81%	12,12%	57,78%	21,79%
IMPRESA	-20,39%	-17,64%	2,88%	110,51%	8,25%	16,72%
JERÓNIMO MARTINS	-10,96%	2,94%	16,49%	7,31%	40,59%	11,27%
NOVABASE	15,18%	78,20%	102,89%	46,39%	130,89%	74,71%
PARAREDE	-37,82%	-24,98%	17,29%	47,03%	97,97%	19,90%
PORTUCEL	-0,22%	89,78%	70,76%	19,70%	-11,12%	33,78%
PORTUGAL TELECOM	-6,13%	6,96%	56,91%	12,18%	6,27%	15,24%
SAG	-7,69%	7,53%	7,62%	24,37%	36,77%	13,72%
SEMAPA	-5,53%	3,26%	14,77%	6,78%	1,56%	4,17%
SONAE SGPS	-5,35%	6,70%	30,28%	70,29%	N/A	25,48%
SONAECOM	4,25%	35,88%	101,43%	466,05%	N/A	151,90%
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	9,58%	36,01%	22,80%
ZON MULTIMÉDIA	4,81%	147,29%	55,81%	-11,54%	N/A	49,09%

Tabela 9:44 Debt to Equity Ratio para o período 2002-1998

ACÇÕES	2002	2001	2000	1999	1998	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	7,85	7,59	8,91	5,26	4,26	6,77
BANCO ESPIRITO SANTO	7,62	8,00	6,72	7,06	6,90	7,26
BANCO P. INVESTIMENTO	7,61	8,98	7,26	5,25	5,38	6,90
BRISA	1,73	2,02	1,23	1,39	1,71	1,62
CIMPOR	1,47	1,03	1,02	0,74	0,24	0,90
COFINA	2,01	2,44	2,82	1,72	0,89	1,98
EDP	1,44	0,92	0,80	0,72	0,57	0,89
IBERSOL	0,78	0,63	0,55	0,18	0,16	0,46
IMPRESA	1,57	0,89	0,50	0,68	2,05	1,14
JERÓNIMO MARTINS	3,41	4,54	4,01	2,50	1,93	3,28
NOVABASE	0,14	0,06	0,07	0,50	0,36	0,22
PARAREDE	7,61	0,45	0,06	0,26	0,65	1,81
PORTUCEL	0,91	1,04	0,42	0,18	0,14	0,54
PORTUGAL TELECOM	1,77	1,15	0,77	1,07	2,24	1,40
SAG	5,28	3,91	2,36	1,07	0,94	2,71
SEMAPA	0,97	1,20	1,29	0,35	0,30	0,82
SONAE SGPS	2,82	2,10	1,00	1,40	1,19	1,70
SONAECOM	1,22	1,10	0,84	1,21	1,55	1,18
VODAFONE TELECEL	N/A	N/A	N/A	0,38	1,05	0,72
ZON MULTIMÉDIA	0,24	0,12	0,01	0,03	0,04	0,09

Tabela 9:0:45 Classificação das acções por indicadores em 2003

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	cresc.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
BANCO COMERCIAL P.	√	√			√		√				√	5
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√	√		√		√				√	6
BANCO P. INVESTIMENTO	√	√			√		√				√	5
BRISA	√	√			√		√		√		√	8
CIMPOR		√	√	√	√	√	√	√			√	7
COFINA	√		√				√				√	3
EDP			√				√	√		√	√	5
IBERSOL		√			√	√	√		√	√	√	7
IMPRESA			√								√	2
JERÓNIMO MARTINS												0
NOVABASE		√			√	√	√		√	√		6
PARAREDE												0
PORTUCEL			√				√	√		√		4
PORTUGAL TELECOM		√		√			√	√			√	5
SAG	√	√			√	√	√					5
SEMAPA	√	√	√	√	√		√	√		√		8
SONAE SGPS	√											1
SONAECOM									√			1
VODAFONE TELECEL	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	
ZON MULTIMÉDIA							√			√	√	3

Tabela 9:46 Resultados Líquidos para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	437,70	272,70	571,70	505,50	430,39	<b>443,60</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	250,20	222,50	197,70	228,00	205,51	<b>220,78</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	163,80	140,10	133,30	152,40	124,80	<b>142,88</b>
BRISA	151,67	213,06	212,05	202,56	168,69	<b>189,61</b>
CIMPOR	185,88	176,56	137,83	152,00	128,00	<b>156,05</b>
COFINA	9,83	8,55	7,40	6,17	4,52	<b>7,29</b>
CORTICEIRA AMORIM	8,12	1,51	<b>-14,80</b>	18,48	17,30	6,12
EDP	381,20	335,20	450,80	549,00	513,94	<b>446,03</b>
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	<b>-10,20</b>	<b>-27,97</b>	<b>-52,24</b>	<b>-67,05</b>	0,06	<b>-31,48</b>
JERÓNIMO MARTINS	58,25	<b>-204,38</b>	<b>-86,51</b>	<b>-63,87</b>	24,95	<b>-54,31</b>
NOVABASE	<b>-0,05</b>	<b>9,46</b>	8,89	6,40	2,02	5,34
PARAREDE	<b>-16,39</b>	<b>-43,54</b>	<b>-113,95</b>	3,12	4,22	<b>-33,31</b>
PORTUCEL	66,84	89,49	71,70	77,24	16,26	<b>64,31</b>
PORTUGAL TELECOM	240,24	391,06	307,40	540,30	494,68	<b>394,74</b>
SAG	20,11	31,19	38,98	36,74	34,23	<b>32,25</b>
SEMAPA	40,07	30,84	44,15	30,77	33,39	<b>35,84</b>
SONAE SGPS	114,46	<b>-56,03</b>	55,03	255,71	66,91	87,22
SONAECOM	<b>-19,17</b>	<b>-65,11</b>	<b>-76,39</b>	<b>-43,44</b>	6,17	<b>-39,59</b>
ZON MULTIMÉDIA	30,72	<b>-134,45</b>	<b>-91,18</b>	<b>-265,42</b>	<b>-15,69</b>	<b>-95,20</b>

Tabela 9:48 PER para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	12,64	19,49	18,27	16,92	12,39	<b>15,94</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	15,66	16,57	14,65	14,59	15,95	<b>15,48</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	13,46	11,35	10,94	13,10	18,88	<b>13,55</b>
BRISA	20,78	14,75	13,37	14,03	13,53	<b>15,29</b>
CIMPOR	14,70	12,08	19,03	23,09	17,12	<b>17,20</b>
COFINA	8,16	8,67	9,58	14,74	12,06	<b>10,64</b>
CORTICEIRA AMORIM	18,55	72,73	-	6,11	8,07	<b>26,37</b>
EDP	16,33	14,20	16,16	19,23	20,23	<b>17,23</b>
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	-	-	-	-	N/A	
JERÓNIMO MARTINS	17,18	-	-	-	94,88	<b>56,03</b>
NOVABASE	235,62	17,26	26,53	56,39	N/A	83,95
PARAREDE	-	-	-	44,68	27,18	<b>35,93</b>
PORTUCEL	16,09	9,91	9,01	8,16	36,55	<b>15,95</b>
PORTUGAL TELECOM	34,42	17,56	29,60	16,09	18,45	23,22
SAG	10,51	7,05	7,33	8,66	12,19	<b>9,15</b>
SEMAPA	10,40	12,41	12,54	14,69	12,14	<b>12,44</b>
SONAE SGPS	6,91	-	17,83	5,32	24,90	<b>13,74</b>
SONAECOM	-	-	-	-	N/A	
ZON MULTIMÉDIA	78,57	-	-	-	<b>N/A</b>	<b>78,57</b>

Tabela 9:47 EPS para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,12	0,09	0,20	0,19	0,35	0,19
BANCO ESPIRITO SANTO	0,41	0,37	0,39	0,45	0,47	<b>0,42</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,21	0,18	0,19	0,22	0,19	0,20
BRISA	0,25	0,36	0,36	0,34	0,28	<b>0,32</b>
CIMPOR	0,28	0,27	0,21	0,23	0,20	<b>0,24</b>
COFINA	0,10	0,09	0,07	0,06	0,05	0,07
CORTICEIRA AMORIM	0,06	0,01	<b>-0,11</b>	0,14	0,17	0,05
EDP	0,12	0,11	0,14	0,18	0,16	0,14
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	<b>-0,06</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,43</b>	N/A	<b>-0,25</b>
JERÓNIMO MARTINS	0,11	<b>-0,38</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,12</b>	0,05	<b>-0,10</b>
NOVABASE	0,00	0,34	0,32	0,23	N/A	<b>0,22</b>
PARAREDE	<b>-0,71</b>	<b>-3,29</b>	<b>-8,61</b>	0,42	0,66	<b>-2,30</b>
PORTUCEL	0,09	0,12	0,09	0,18	0,04	0,10
PORTUGAL TELECOM	0,20	0,31	0,25	0,44	0,46	<b>0,33</b>
SAG	0,14	0,21	0,26	0,25	0,23	<b>0,22</b>
SEMAPA	0,35	0,27	0,38	0,26	0,28	<b>0,31</b>
SONAE SGPS	0,06	<b>-0,03</b>	0,03	0,14	0,04	0,05
SONAECOM	<b>-0,08</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,24</b>	N/A	<b>-0,26</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,10	<b>-0,43</b>	<b>-0,29</b>	<b>-1,49</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,44</b>

Tabela 9:49 ROE para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	17,38%	12,49%	29,55%	31,05%	27,96%	<b>23,69%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	12,21%	13,07%	14,27%	18,09%	18,21%	<b>15,17%</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	13,86%	13,52%	14,52%	19,31%	20,53%	<b>16,35%</b>
BRISA	11,39%	20,03%	27,57%	29,87%	29,07%	<b>23,59%</b>
CIMPOR	19,46%	17,30%	12,40%	14,00%	11,70%	14,98%
COFINA	13,55%	13,30%	12,70%	14,70%	15,90%	14,03%
CORTICEIRA AMORIM	4,21%	0,78%	<b>-7,00%</b>	9,00%	10,55%	3,51%
EDP	7,06%	5,78%	7,33%	8,95%	8,43%	7,51%
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	<b>-11,12%</b>	<b>-27,36%</b>	<b>-36,72%</b>	<b>46,20%</b>	0,08%	<b>-5,78%</b>
JERÓNIMO MARTINS	94,78%	<b>-171,50%</b>	<b>-36,35%</b>	<b>-18,98%</b>	6,40%	<b>-25,13%</b>
NOVABASE	<b>-8,00%</b>	14,24%	15,00%	19,22%	27,92%	13,68%
PARAREDE	<b>-330,10%</b>	<b>-184,39%</b>	<b>-159,56%</b>	4,46%	15,72%	<b>-130,77%</b>
PORTUCEL	6,18%	8,71%	8,98%	13,55%	3,05%	8,09%
PORTUGAL TELECOM	7,94%	10,06%	6,81%	15,17%	20,09%	12,01%
SAG	28,43%	44,35%	54,07%	55,43%	60,77%	<b>48,61%</b>
SEMAPA	17,34%	14,16%	21,80%	16,08%	18,25%	<b>17,53%</b>
SONAE SGPS	20,36%	<b>-7,60%</b>	4,02%	17,04%	8,11%	8,39%
SONAECOM	<b>-7,74%</b>	<b>-196,05%</b>	<b>-20,78%</b>	<b>-14,51%</b>	6,58%	<b>-46,50%</b>
ZON MULTIMÉDIA	8,17%	<b>-22,98%</b>	<b>-16,70%</b>	<b>-107,27%</b>	<b>-13,39%</b>	<b>-30,43%</b>

Tabela 9:50 ROA para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,68%	0,44%	0,92%	1,04%	1,35%	0,89%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,59%	0,56%	0,55%	0,72%	0,75%	0,63%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,63%	0,56%	0,57%	0,79%	0,78%	0,67%
BRISA	3,33%	5,32%	7,06%	8,09%	6,72%	<b>6,11%</b>
CIMPOR	5,78%	5,64%	4,78%	5,94%	6,27%	<b>5,68%</b>
COFINA	2,80%	2,48%	1,78%	1,82%	2,49%	2,27%
CORTICEIRA AMORIM	1,40%	0,26%	<b>-2,44%</b>	3,33%	3,73%	1,25%
EDP	2,07%	1,95%	2,90%	3,84%	3,94%	2,94%
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	<b>-2,46%</b>	<b>-6,54%</b>	<b>-12,56%</b>	<b>-16,79%</b>	0,23%	<b>-7,62%</b>
JERÓNIMO MARTINS	2,68%	<b>-8,24%</b>	<b>-3,01%</b>	<b>-2,30%</b>	1,00%	<b>-1,97%</b>
NOVABASE	<b>-0,04%</b>	8,16%	9,15%	11,00%	9,95%	7,64%
PARAREDE	<b>-31,89%</b>	<b>-58,79%</b>	<b>-95,28%</b>	2,82%	7,09%	<b>-35,21%</b>
PORTUCEL	2,45%	3,27%	3,55%	7,30%	2,05%	3,72%
PORTUGAL TELECOM	1,76%	2,49%	1,99%	4,97%	5,56%	3,36%
SAG	3,11%	5,00%	6,94%	7,94%	9,27%	<b>6,45%</b>
SEMAPA	3,49%	2,98%	4,51%	3,97%	5,93%	4,18%
SONAE SGPS	1,46%	<b>-6,90%</b>	0,68%	3,71%	1,63%	0,12%
SONAE COM	<b>-1,58%</b>	<b>-41,72%</b>	<b>-5,59%</b>	<b>-4,03%</b>	0,97%	<b>-10,39%</b>
ZON MULTIMÉDIA	3,47%	<b>-9,37%</b>	<b>-6,12%</b>	<b>-42,49%</b>	<b>-5,92%</b>	<b>-12,09%</b>

Tabela 9:52 FCFPS para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	<b>-0,62</b>	0,55	<b>-0,89</b>	0,95	2,58	0,51
BANCO ESPIRITO SANTO	<b>-1,38</b>	<b>-2,53</b>	5,93	7,11	3,29	2,48
BANCO P. INVESTIMENTO	0,37	0,28	<b>-0,02</b>	3,17	2,38	1,24
BRISA	0,44	<b>-0,62</b>	<b>-0,18</b>	0,18	0,22	0,01
CIMPOR	0,38	0,44	0,31	0,30	0,27	<b>0,34</b>
COFINA	0,14	0,31	0,13	<b>-1,50</b>	0,05	<b>-0,17</b>
CORTICEIRA AMORIM	<b>-0,02</b>	0,24	0,11	<b>-0,58</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,11</b>
EDP	0,31	<b>-0,01</b>	0,16	0,18	0,19	0,17
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	0,01	<b>-0,13</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,04</b>	N/A	<b>-0,08</b>
JERÓNIMO MARTINS	0,45	0,38	0,26	<b>-0,37</b>	<b>-0,32</b>	0,08
NOVABASE	0,27	0,19	0,19	<b>-0,36</b>	N/A	0,07
PARAREDE	<b>-0,52</b>	<b>-1,33</b>	<b>-4,89</b>	<b>-4,14</b>	<b>-0,16</b>	<b>-2,21</b>
PORTUCEL	0,28	0,33	0,17	0,04	0,06	0,18
PORTUGAL TELECOM	1,21	0,79	0,21	0,17	0,25	<b>0,53</b>
SAG	<b>-0,05</b>	<b>-0,68</b>	<b>-0,60</b>	<b>-0,61</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,43</b>
SEMAPA	0,43	1,37	0,72	0,52	0,86	<b>0,78</b>
SONAE SGPS	0,17	<b>0,07</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,34</b>	0,08	-0,07
SONAE COM	0,19	<b>-0,25</b>	<b>-0,95</b>	<b>-0,82</b>	N/A	<b>-0,46</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,28	0,12	<b>-0,21</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,14</b>

Tabela 9:51 Price to Book Value Ratio para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	2,02	2,42	4,86	6,94	3,36	3,92
BANCO ESPIRITO SANTO	1,86	1,87	2,06	2,62	2,84	<b>2,25</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	1,83	1,42	1,61	2,32	3,68	<b>2,17</b>
BRISA	2,35	2,38	3,51	3,88	3,65	3,16
CIMPOR	2,85	2,24	2,41	3,12	2,08	2,54
COFINA	1,05	1,10	1,16	1,63	1,92	<b>1,37</b>
CORTICEIRA AMORIM	0,77	0,56	0,59	0,64	0,82	<b>0,67</b>
EDP	1,18	0,86	1,20	1,70	1,71	<b>1,33</b>
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	3,07	1,56	1,35	2,76	N/A	<b>2,19</b>
JERÓNIMO MARTINS	13,05	14,39	4,61	3,71	6,25	8,40
NOVABASE	2,50	2,36	3,73	6,55	N/A	3,79
PARAREDE	9,77	6,09	1,97	1,47	2,86	4,43
PORTUCEL	0,97	0,84	0,91	1,05	1,11	<b>0,98</b>
PORTUGAL TELECOM	2,78	2,21	1,97	2,24	3,44	2,53
SAG	2,81	3,31	3,84	4,56	6,63	4,23
SEMAPA	1,75	1,70	2,62	2,32	2,14	<b>2,11</b>
SONAE SGPS	1,35	0,88	1,04	0,80	2,04	<b>1,22</b>
SONAE COM	2,25	1,38	1,84	3,25	n/a	<b>2,18</b>
ZON MULTIMÉDIA	6,17	4,36	1,51	6,02	28,89	9,39

Tabela 9:53 Margem Operacional para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	11,37%	9,72%	15,10%	11,77%	5,53%	10,70%
BANCO ESPIRITO SANTO	11,16%	11,38%	9,14%	10,66%	13,40%	11,15%
BANCO P. INVESTIMENTO	10,98%	10,08%	9,50%	8,61%	11,78%	10,19%
BRISA	51,42%	55,56%	58,99%	59,11%	54,91%	<b>56,00%</b>
CIMPOR	21,23%	21,55%	19,47%	23,02%	23,13%	<b>21,68%</b>
COFINA	8,09%	9,61%	9,55%	16,59%	12,59%	11,28%
CORTICEIRA AMORIM	4,83%	3,00%	<b>-0,88%</b>	8,24%	7,42%	4,52%
EDP	12,98%	10,16%	11,92%	18,83%	29,50%	<b>16,68%</b>
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	2,93%	<b>-8,05%</b>	<b>-14,96%</b>	12,72%	13,20%	1,17%
JERÓNIMO MARTINS	4,23%	2,54%	1,73%	1,03%	3,60%	2,63%
NOVABASE	2,00%	11,30%	12,09%	11,91%	14,15%	10,29%
PARAREDE	<b>-30,24%</b>	<b>-77,23%</b>	<b>-107,02%</b>	2,76%	14,84%	<b>-39,38%</b>
PORTUCEL	11,09%	17,66%	16,44%	27,80%	12,52%	<b>17,10%</b>
PORTUGAL TELECOM	20,83%	20,13%	19,63%	17,12%	26,53%	<b>20,85%</b>
SAG	6,12%	6,51%	6,98%	7,61%	8,62%	7,17%
SEMAPA	9,76%	20,68%	20,03%	22,32%	27,46%	<b>20,05%</b>
SONAE SGPS	3,25%	3,49%	3,55%	3,54%	3,42%	3,45%
SONAE COM	1,93%	<b>-68,52%</b>	<b>-14,47%</b>	<b>-12,25%</b>	<b>-17,62%</b>	<b>-22,19%</b>
ZON MULTIMÉDIA	8,64%	<b>-0,66%</b>	<b>-3,79%</b>	<b>-37,62%</b>	<b>-5,72%</b>	<b>-7,83%</b>

Tabela 9:54 Crescimento Real das Vendas para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	4,37%	-12,37%	3,68%	85,64%	-2,27%	15,81%
BANCO ESPIRITO SANTO	-7,66%	-11,35%	-2,39%	36,77%	3,50%	3,77%
BANCO P. INVESTIMENTO	-7,36%	-8,71%	9,10%	46,51%	-13,70%	5,17%
BRISA	6,49%	5,69%	10,52%	8,77%	8,24%	7,94%
CIMPOR	0,05%	-8,56%	0,95%	31,23%	3,20%	5,37%
COFINA	-2,49%	-1,15%	25,80%	53,79%	11,80%	17,55%
CORTICEIRA AMORIM	-6,33%	-5,14%	-7,14%	18,57%	2,88%	0,57%
EDP	5,98%	9,41%	42,56%	22,33%	-0,29%	16,00%
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	3,65%	-20,39%	-17,64%	2,88%	110,51%	15,80%
JERÓNIMO MARTINS	-15,46%	-10,96%	2,94%	16,49%	7,31%	0,06%
NOVABASE	8,56%	15,18%	78,20%	102,89%	46,39%	50,24%
PARAREDE	9,50%	-37,82%	-24,98%	17,29%	47,03%	2,20%
PORTUCEL	-11,10%	-0,22%	89,78%	70,76%	19,70%	33,79%
PORTUGAL TELECOM	0,21%	-6,13%	6,96%	56,91%	12,18%	14,02%
SAG	-17,07%	-7,69%	7,53%	7,62%	24,37%	2,95%
SEMAPA	-18,18%	-5,53%	3,26%	14,77%	6,78%	0,22%
SONAE SGPS	-3,52%	-5,35%	6,70%	30,28%	70,29%	19,68%
SONAECOM	2,91%	4,25%	35,88%	101,43%	466,05%	122,10%
ZON MULTIMÉDIA	-2,13%	4,81%	147,29%	55,81%	-11,54%	38,85%

Tabela 9:55 Debt to Equity Ratio para o período 2003-1999

ACÇÕES	2003	2002	2001	2000	1999	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	6,61	7,85	7,59	8,91	5,26	7,24
BANCO ESPIRITO SANTO	7,50	7,62	8,00	6,72	7,06	7,38
BANCO P. INVESTIMENTO	7,72	7,61	8,98	7,26	5,25	7,36
BRISA	1,64	1,73	2,02	1,23	1,39	1,60
CIMPOR	1,47	1,47	1,03	1,02	0,74	1,15
COFINA	2,04	2,01	2,44	2,82	1,72	2,21
CORTICEIRA AMORIM	1,45	1,44	1,45	1,23	1,35	1,39
EDP	1,35	1,44	0,92	0,80	0,72	1,05
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	1,53	1,57	0,89	0,50	0,68	1,03
JERÓNIMO MARTINS	3,12	3,41	4,54	4,01	2,50	3,52
NOVABASE	0,17	0,14	0,06	0,07	0,50	0,19
PARAREDE	3,75	7,61	0,45	0,06	0,26	2,43
PORTUCEL	0,97	0,91	1,04	0,42	0,18	0,70
PORTUGAL TELECOM	1,60	1,77	1,15	0,77	1,07	1,27
SAG	4,93	5,28	3,91	2,36	1,07	3,51
SEMAPA	3,22	0,97	1,20	1,29	0,35	1,41
SONAE SGPS	2,42	2,82	2,10	1,00	1,40	1,95
SONAECOM	1,18	1,22	1,10	0,84	1,21	1,11
ZON MULTIMÉDIA	0,04	0,24	0,12	0,01	0,03	0,09

Tabela 9:56 Classificação das acções por indicadores em 2004

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	cresc.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
BANCO COMERCIAL P.	√				√		√				√	4
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√	√		√		√				√	6
BANCO P. INVESTIMENTO	√		√		√		√				√	5
BRISA	√	√			√	√	√	√			√	7
CIMPOR	√	√		√		√	√	√			√	7
COFINA	√		√									2
CORTICEIRA AMORIM			√									1
EDP	√		√				√	√			√	5
GESCARTAO	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	
IMPRESA			√								√	2
JERÓNIMO MARTINS												0
NOVABASE		√							√	√		3
PARAREDE												0
PORTUCEL	√		√				√	√		√		5
PORTUGAL TELECOM		√		√			√	√			√	5
SAG	√	√			√	√	√	√				5
SEMAPA	√	√	√	√	√		√	√				7
SONAE SGPS	√		√									2
SONAECOM			√						√			2
ZON MULTIMÉDIA										√	√	2

Tabela 9:57 Resultados Líquidos para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	606,47	437,70	272,70	571,70	505,50	<b>478,81</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	151,64	250,20	222,50	197,70	228,00	<b>210,01</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	159,30	163,80	140,10	133,30	152,40	<b>149,78</b>
BRISA	191,12	151,67	213,06	212,05	202,56	<b>194,09</b>
CIMPOR	256,15	185,88	176,56	137,83	152,00	<b>181,68</b>
COFINA	18,83	9,83	8,55	7,40	6,17	<b>10,16</b>
CORTICEIRA AMORIM	15,16	8,12	1,51	<b>-14,80</b>	18,48	
EDP	42,82	381,20	335,20	450,80	549,00	<b>351,80</b>
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	17,33	<b>-10,20</b>	<b>-27,97</b>	<b>-52,24</b>	<b>-67,05</b>	<b>-28,03</b>
JERÓNIMO MARTINS	92,52	58,25	<b>-204,38</b>	<b>-86,51</b>	<b>-63,87</b>	<b>-40,80</b>
MEDIA CAPITAL	9,45	<b>-43,51</b>	<b>-6,00</b>	<b>-26,35</b>	N/A	<b>-16,60</b>
NOVABASE	4,32	<b>-0,05</b>	9,46	8,89	6,40	5,80
PARAREDE	5,40	<b>-16,39</b>	<b>-43,54</b>	<b>-113,95</b>	3,12	<b>-33,07</b>
PORTUGAL TELECOM	623,20	240,24	391,06	307,40	540,30	<b>420,44</b>
REDITUS	9,70	<b>-2,64</b>	<b>-0,84</b>	<b>-0,77</b>	0,43	1,18
SEMAPA	189,42	40,07	30,84	44,15	30,77	<b>67,05</b>
SONAE SGPS	256,15	114,46	<b>-56,03</b>	55,03	255,71	125,06
SONAECOM	18,05	<b>-19,17</b>	<b>-65,11</b>	<b>-76,39</b>	<b>-43,44</b>	<b>-37,21</b>
ZON MULTIMÉDIA	122,91	30,72	<b>-134,45</b>	<b>-91,18</b>	<b>-265,42</b>	<b>-67,48</b>

Tabela 9:58 EPS para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,17	0,12	0,09	0,20	0,19	0,15
BANCO ESPIRITO SANTO	0,26	0,41	0,37	0,39	0,45	<b>0,37</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,20	0,21	0,18	0,19	0,22	0,20
BRISA	0,32	0,25	0,36	0,36	0,34	<b>0,33</b>
CIMPOR	0,38	0,28	0,27	0,21	0,23	<b>0,27</b>
COFINA	0,18	0,10	0,09	0,07	0,06	0,10
CORTICEIRA AMORIM	0,12	0,06	0,01	<b>-0,11</b>	0,14	0,04
EDP	0,01	0,12	0,11	0,14	0,18	0,11
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	0,10	<b>-0,06</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,43</b>	<b>-0,18</b>
JERÓNIMO MARTINS	0,15	0,11	<b>-0,38</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,12</b>	<b>-0,08</b>
MEDIA CAPITAL	0,11	N/A	N/A	N/A	N/A	0,11
NOVABASE	0,15	<b>0,00</b>	0,34	0,32	0,23	0,21
PARAREDE	0,18	<b>-0,71</b>	<b>-3,29</b>	<b>-8,61</b>	0,42	<b>-2,40</b>
PORTUGAL TELECOM	0,56	0,20	0,31	0,25	0,44	<b>0,35</b>
REDITUS	1,49	<b>-0,41</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,12</b>	0,07	0,18
SEMAPA	1,64	0,35	0,27	0,38	0,26	<b>0,58</b>
SONAE SGPS	0,13	0,06	<b>-0,03</b>	0,03	0,14	0,06
SONAECOM	0,08	<b>-0,08</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,19</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,40	0,10	<b>-0,43</b>	<b>-0,29</b>	<b>-1,49</b>	<b>-0,34</b>

Tabela 9:59 PER para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	10,50	12,64	19,49	18,27	16,92	<b>15,56</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	25,57	15,66	16,57	14,65	14,59	<b>17,41</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	14,09	13,46	11,35	10,94	13,10	<b>12,59</b>
BRISA	21,09	20,78	14,75	13,37	14,03	<b>16,81</b>
CIMPOR	10,81	14,70	12,08	19,03	23,09	<b>15,94</b>
COFINA	33,01	8,16	8,67	9,58	14,74	<b>14,83</b>
CORTICEIRA AMORIM	9,14	18,55	72,73	-	6,11	26,63
EDP	171,54	16,33	14,20	16,16	19,23	47,49
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	28,11	-	-	-	-	<b>28,11</b>
JERÓNIMO MARTINS	11,62	17,18	-	-	-	<b>14,40</b>
MEDIA CAPITAL	43,36	-	-	-	N/A	<b>43,36</b>
NOVABASE	21,07	<b>235,62</b>	17,26	26,53	56,39	71,37
PARAREDE	16,82	-	-	-	44,68	<b>30,75</b>
PORTUGAL TELECOM	14,94	34,42	17,56	29,60	16,09	22,52
REDITUS	2,77	-	-	-	30,37	16,57
SEMAPA	2,50	10,40	12,41	12,54	14,69	<b>10,51</b>
SONAE SGPS	4,98	6,91	-	17,83	5,32	<b>8,76</b>
SONAECOM	47,64	-	-	-	-	<b>47,64</b>
ZON MULTIMÉDIA	24,09	78,57	-	-	-	<b>51,33</b>

Tabela 9:60 ROE para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	21,23%	17,38%	12,49%	29,55%	31,05%	<b>22,34%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	7,57%	12,21%	13,07%	14,27%	18,09%	13,04%
BANCO P. INVESTIMENTO	14,54%	13,86%	13,52%	14,52%	19,31%	<b>15,15%</b>
BRISA	13,32%	11,39%	20,03%	27,57%	29,87%	<b>20,44%</b>
CIMPOR	24,17%	19,46%	17,30%	12,40%	14,00%	<b>17,47%</b>
COFINA	20,85%	13,55%	13,30%	12,70%	14,70%	<b>15,02%</b>
CORTICEIRA AMORIM	7,70%	4,21%	0,78%	<b>-7,00%</b>	9,00%	2,94%
EDP	0,92%	7,06%	5,78%	7,33%	8,95%	6,01%
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	16,72%	<b>-11,12%</b>	<b>-27,36%</b>	<b>-36,72%</b>	<b>46,20%</b>	<b>-2,46%</b>
JERÓNIMO MARTINS	44,23%	94,78%	<b>-171,50%</b>	<b>-36,35%</b>	<b>-18,98%</b>	<b>-17,56%</b>
MEDIA CAPITAL	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>-53,08%</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>-53,08%</b>
NOVABASE	6,23%	<b>-8,00%</b>	14,24%	15,00%	19,22%	9,34%
PARAREDE	26,87%	<b>-330,10%</b>	<b>-184,39%</b>	<b>-159,56%</b>	4,46%	<b>-128,54%</b>
PORTUGAL TELECOM	26,94%	7,94%	10,06%	6,81%	15,17%	13,38%
REDITUS	67,79%	<b>-9,82%</b>	<b>-2,73%</b>	<b>-2,15%</b>	1,68%	10,95%
SEMAPA	60,73%	17,34%	14,16%	21,80%	16,08%	<b>26,02%</b>
SONAE SGPS	32,79%	20,36%	<b>-7,60%</b>	4,02%	17,04%	13,32%
SONAECOM	7,29%	<b>-7,74%</b>	<b>-196,05%</b>	<b>-20,78%</b>	<b>-14,51%</b>	<b>-46,36%</b>
ZON MULTIMÉDIA	27,63%	8,17%	<b>-22,98%</b>	<b>-16,70%</b>	<b>-107,27%</b>	<b>-22,23%</b>



Tabela 9:61 ROA para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	0,85%	0,68%	0,44%	0,92%	1,04%	0,79%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,35%	0,59%	0,56%	0,55%	0,72%	0,55%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,61%	0,63%	0,56%	0,57%	0,79%	0,63%
BRISA	4,43%	3,33%	5,32%	7,06%	8,09%	<b>5,65%</b>
CIMPOR	7,88%	5,78%	5,64%	4,78%	5,94%	<b>6,00%</b>
COFINA	5,13%	2,80%	2,48%	1,78%	1,82%	2,80%
CORTICEIRA AMORIM	2,73%	1,40%	0,26%	<b>-2,44%</b>	3,33%	1,05%
EDP	0,22%	2,07%	1,95%	2,90%	3,84%	2,20%
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	4,76%	<b>-2,46%</b>	<b>-6,54%</b>	<b>-12,56%</b>	<b>-16,79%</b>	<b>-6,72%</b>
JERÓNIMO MARTINS	4,24%	2,68%	<b>-8,24%</b>	<b>-3,01%</b>	<b>-2,30%</b>	<b>-1,33%</b>
MEDIA CAPITAL	2,86%	<b>-12,33%</b>	<b>-1,58%</b>	N/A	N/A	<b>-3,69%</b>
NOVABASE	2,81%	<b>-0,04%</b>	8,16%	9,15%	11,00%	6,22%
PARAREDE	9,90%	<b>-31,89%</b>	<b>-58,79%</b>	<b>-95,28%</b>	2,82%	<b>-34,65%</b>
PORTUGAL TELECOM	4,54%	1,76%	2,49%	1,99%	4,97%	3,15%
REDITUS	3,53%	3,11%	5,00%	6,94%	7,94%	<b>5,30%</b>
SEMAPA	7,48%	3,49%	2,98%	4,51%	3,97%	4,49%
SONAE SGPS	3,75%	1,46%	<b>-6,90%</b>	0,68%	3,71%	0,54%
SONAECOM	1,59%	<b>-1,58%</b>	<b>-41,72%</b>	<b>-5,59%</b>	<b>-4,03%</b>	<b>-10,27%</b>
ZON MULTIMÉDIA	12,17%	3,47%	<b>-9,37%</b>	<b>-6,12%</b>	<b>-42,49%</b>	<b>-8,47%</b>

Tabela 9:63 FCFPS para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	<b>-0,44</b>	<b>-0,62</b>	0,55	<b>-0,89</b>	0,95	<b>-0,09</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	0,57	<b>-1,38</b>	<b>-2,53</b>	5,93	7,11	1,94
BANCO P. INVESTIMENTO	0,08	0,37	0,28	-0,02	3,17	<b>0,78</b>
BRISA	0,25	0,44	<b>-0,62</b>	<b>-0,18</b>	0,18	0,02
CIMPOR	0,30	0,38	0,44	0,31	0,30	<b>0,35</b>
COFINA	0,09	0,14	0,31	0,13	<b>-1,50</b>	<b>-0,16</b>
CORTICEIRA AMORIM	0,37	<b>-0,02</b>	0,24	0,11	<b>-0,58</b>	0,03
EDP	0,04	0,31	<b>-0,01</b>	0,16	0,18	0,14
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	0,24	0,01	<b>-0,13</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,04</b>	<b>-0,02</b>
JERÓNIMO MARTINS	0,21	0,45	0,38	0,26	<b>-0,37</b>	0,19
MEDIA CAPITAL	0,22	N/A	N/A	N/A	N/A	0,22
NOVABASE	0,17	0,27	0,19	0,19	<b>-0,36</b>	0,09
PARAREDE	<b>-0,09</b>	<b>-0,52</b>	<b>-1,33</b>	<b>-4,89</b>	<b>-4,14</b>	<b>-2,19</b>
PORTUGAL TELECOM	0,98	1,21	0,79	0,21	0,17	<b>0,67</b>
REDITUS	N/A	0,05	<b>0,00</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,06</b>
SEMAPA	0,08	0,43	1,37	0,72	0,52	<b>0,62</b>
SONAE SGPS	0,10	0,17	0,07	<b>-0,34</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,07</b>
SONAECOM	0,39	0,19	<b>-0,25</b>	<b>-0,95</b>	<b>-0,82</b>	<b>-0,29</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,31	0,28	0,12	<b>-0,21</b>	<b>-0,69</b>	<b>-0,04</b>

Tabela 9:62 Price to Book Value Ratio para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	2,27	2,02	2,42	4,86	6,94	3,70
BANCO ESPIRITO SANTO	2,03	1,86	1,87	2,06	2,62	<b>2,09</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	2,28	1,83	1,42	1,61	2,32	<b>1,89</b>
BRISA	2,64	2,35	2,38	3,51	3,88	2,95
CIMPOR	2,39	2,85	2,24	2,41	3,12	2,60
COFINA	1,15	1,05	1,10	1,16	1,63	<b>1,22</b>
CORTICEIRA AMORIM	0,71	0,77	0,56	0,59	0,64	<b>0,65</b>
EDP	2,01	1,18	0,86	1,20	1,70	<b>1,39</b>
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	4,36	3,07	1,56	1,35	2,76	2,62
JERÓNIMO MARTINS	3,57	13,05	14,39	4,61	3,71	7,86
MEDIA CAPITAL	4,13	N/A	N/A	N/A	N/A	4,13
NOVABASE	2,47	2,50	2,36	3,73	6,55	3,52
PARAREDE	3,23	9,77	6,09	1,97	1,47	4,51
PORTUGAL TELECOM	5,01	2,78	2,21	1,97	2,24	2,84
REDITUS	9,76	0,34	0,26	0,37	0,55	<b>2,26</b>
SEMAPA	1,23	1,75	1,70	2,62	2,32	<b>1,92</b>
SONAE SGPS	1,39	1,35	0,88	1,04	0,80	<b>1,09</b>
SONAECOM	3,35	2,25	1,38	1,84	3,25	2,41
ZON MULTIMÉDIA	5,74	6,17	4,36	1,51	6,02	4,76

Tabela 9:64 Margem Operacional para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	6,95%	11,37%	9,72%	15,10%	11,77%	10,98%
BANCO ESPIRITO SANTO	8,01%	11,16%	11,38%	9,14%	10,66%	10,07%
BANCO P. INVESTIMENTO	9,19%	10,98%	10,08%	9,50%	8,61%	9,67%
BRISA	56,26%	51,42%	55,56%	58,99%	59,11%	<b>56,27%</b>
CIMPOR	23,68%	21,23%	21,55%	19,47%	23,02%	<b>21,79%</b>
COFINA	7,81%	8,09%	9,61%	9,55%	16,59%	10,33%
CORTICEIRA AMORIM	5,92%	4,83%	3,00%	<b>-0,88%</b>	8,24%	4,22%
EDP	4,34%	12,98%	10,16%	11,92%	18,83%	11,65%
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	16,42%	2,93%	<b>-8,05%</b>	<b>-14,96%</b>	<b>12,72%</b>	1,81%
JERÓNIMO MARTINS	5,94%	4,23%	2,54%	1,73%	1,03%	3,09%
MEDIA CAPITAL	13,86%	2,76%	1,56%	<b>-4,46%</b>	N/A	3,43%
NOVABASE	6,91%	2,00%	11,30%	12,09%	11,91%	8,84%
PARAREDE	<b>-2,07%</b>	<b>-30,24%</b>	<b>-77,23%</b>	<b>-107,02%</b>	2,76%	<b>-42,76%</b>
PORTUGAL TELECOM	24,26%	20,83%	20,13%	19,63%	17,12%	<b>20,39%</b>
REDITUS	60,19%	<b>-17,97%</b>	<b>-7,32%</b>	3,86%	7,69%	9,29%
SEMAPA	13,62%	9,76%	20,68%	20,03%	22,32%	<b>17,28%</b>
SONAE SGPS	11,35%	3,25%	3,49%	3,55%	3,54%	5,04%
SONAECOM	8,57%	1,93%	<b>-68,52%</b>	<b>-14,47%</b>	<b>-12,25%</b>	<b>-16,95%</b>
ZON MULTIMÉDIA	21,77%	8,64%	<b>-0,66%</b>	<b>-3,79%</b>	<b>-37,62%</b>	<b>-2,33%</b>

Tabela 9:65 Crescimento Real das Vendas para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	-9,13%	4,37%	-12,37%	3,68%	85,64%	14,44%
BANCO ESPIRITO SANTO	4,31%	-7,66%	-11,35%	-2,39%	36,77%	3,93%
BANCO P. INVESTIMENTO	-6,70%	-7,36%	-8,71%	9,10%	46,51%	6,57%
BRISA	2,21%	6,49%	5,69%	10,52%	8,77%	6,74%
CIMPOR	-2,01%	0,05%	-8,56%	0,95%	31,23%	4,33%
COFINA	-51,69%	-2,49%	-1,15%	25,80%	53,79%	4,85%
CORTICEIRA AMORIM	-2,53%	-6,33%	-5,14%	-7,14%	18,57%	-0,52%
EDP	2,42%	5,98%	9,41%	42,56%	22,33%	16,54%
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	-5,77%	3,65%	-20,39%	-17,64%	2,88%	-7,45%
JERÓNIMO MARTINS	-0,10%	-15,46%	-10,96%	2,94%	16,49%	-1,42%
MEDIA CAPITAL	5,34%	11,64%	-16,51%	N/A	N/A	0,16%
NOVABASE	31,51%	8,56%	15,18%	78,20%	102,89%	47,27%
PARAREDE	24,60%	9,50%	-37,82%	-24,98%	17,29%	-2,28%
PORTUGAL TELECOM	-0,45%	0,21%	-6,13%	6,96%	56,91%	11,50%
REDITUS	51,76%	-27,24%	-33,41%	76,03%	7,51%	14,93%
SEMAPA	73,98%	-18,18%	-5,53%	3,26%	14,77%	13,66%
SONAE SGPS	-37,53%	-3,52%	-5,35%	6,70%	30,28%	-1,88%
SONAECOM	2,70%	2,91%	4,25%	35,88%	101,43%	29,43%
ZON MULTIMÉDIA	-16,85%	-2,13%	4,81%	147,29%	55,81%	37,79%

Tabela 9:66 Debt to Equity Ratio para o período 2004-2000

ACÇÕES	2004	2003	2002	2001	2000	MÉDIA
BANCO COMERCIAL P.	8,63	6,61	7,85	7,59	8,91	7,92
BANCO ESPIRITO SANTO	7,75	7,50	7,62	8,00	6,72	7,52
BANCO P. INVESTIMENTO	7,37	7,72	7,61	8,98	7,26	7,79
BRISA	1,48	1,64	1,73	2,02	1,23	1,62
CIMPOR	1,20	1,47	1,47	1,03	1,02	1,24
COFINA	1,51	2,04	2,01	2,44	2,82	2,16
CORTICEIRA AMORIM	1,12	1,45	1,44	1,45	1,23	1,34
EDP	1,91	1,35	1,44	0,92	0,80	1,28
GESCARTAO	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
IMPRESA	0,83	1,53	1,57	0,89	0,50	1,06
JERÓNIMO MARTINS	1,33	3,12	3,41	4,54	4,01	3,28
MEDIA CAPITAL	1,06	-13,10	14,40	10,30	N/A	3,17
NOVABASE	0,22	0,17	0,14	0,06	0,07	0,13
PARAREDE	0,20	3,75	7,61	0,45	0,06	2,42
PORTUGAL TELECOM	2,45	1,60	1,77	1,15	0,77	1,55
REDITUS	2,64	0,81	0,59	0,37	0,22	0,93
SEMAPA	2,53	3,22	0,97	1,20	1,29	1,84
SONAE SGPS	1,58	2,42	2,82	2,10	1,00	1,98
SONAECOM	0,72	1,18	1,22	1,10	0,84	1,01
ZON MULTIMÉDIA	0,52	0,04	0,24	0,12	0,01	0,18

Tabela 9:67 Classificação das acções por indicadores em 2005

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	crec.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
BANCO COMERCIAL P.	√				√		√				√	4
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√					√				√	5
BANCO P. INVESTIMENTO	√		√	√	√		√				√	6
BRISA	√	√			√	√	√	√			√	7
CIMPOR	√	√		√	√	√	√	√			√	8
COFINA	√				√		√					4
CORTICEIRA AMORIM												1
EDP									√		√	4
GESCARTAO	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	N/D	
IMPRESA											√	1
JERÓNIMO MARTINS												0
MEDIA CAPITAL												0
NOVABASE									√	√		2
PARAREDE												0
PORTUGAL TELECOM		√		√			√	√			√	5
REDITUS			√			√						2
SEMAPA	√	√	√	√	√		√	√				7
SONAE SGPS	√		√									2
SONAECOM									√			1
ZON MULTIMÉDIA										√	√	2

Tabela 9:68 Resultados Líquidos para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	10,42	N/A	N/A	N/A	N/A	10,42
BANCO COMERCIAL P.	753,49	606,47	437,70	272,70	571,70	<b>528,41</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	280,48	151,64	250,20	222,50	197,70	<b>220,50</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	250,82	159,30	163,80	140,10	133,30	<b>169,46</b>
BRISA	297,81	191,12	151,67	213,06	212,05	<b>213,14</b>
CIMPOR	266,16	256,15	185,88	176,56	137,83	<b>204,52</b>
COFINA	10,57	18,83	9,83	8,55	7,40	<b>11,04</b>
EDP	1071,10	42,82	381,20	335,20	450,80	<b>456,22</b>
IMPRESA	22,01	17,33	<b>-10,20</b>	<b>-27,97</b>	<b>-52,24</b>	<b>-10,21</b>
JERÓNIMO MARTINS	110,38	92,52	58,25	<b>-204,38</b>	<b>-86,51</b>	<b>-5,95</b>
MEDIA CAPITAL	13,01	9,45	<b>-43,51</b>	<b>-6,00</b>	<b>-26,35</b>	<b>-10,68</b>
MOTA ENGL	30,41	22,34	15,38	19,36	19,71	<b>21,44</b>
NOVABASE	5,08	4,32	<b>-0,05</b>	9,46	8,89	5,54
PARAREDE	<b>-13,97</b>	5,40	<b>-16,39</b>	<b>-43,54</b>	<b>-113,95</b>	<b>-36,49</b>
PORTUGAL TELECOM	653,98	623,20	240,24	391,06	307,40	<b>443,18</b>
REDITUS	2,66	9,70	<b>-2,64</b>	<b>-0,84</b>	<b>-0,77</b>	1,62
SEMAPA	334,18	189,42	40,07	30,84	44,15	<b>127,73</b>
SONAE SGPS	186,47	256,15	114,46	<b>-56,03</b>	55,03	111,22
SONAECOM	2,16	18,05	<b>-19,17</b>	<b>-65,11</b>	<b>-76,39</b>	<b>-28,09</b>
ZON MULTIMÉDIA	111,67	122,91	30,72	<b>-134,45</b>	<b>-91,18</b>	7,93

Tabela 9:70 PER para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	13,64	N/A	N/A	N/A	N/A	13,64
BANCO COMERCIAL P.	10,58	10,50	12,64	19,49	18,27	<b>14,30</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	16,11	25,57	15,66	16,57	14,65	<b>17,71</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	11,54	14,09	13,46	11,35	10,94	<b>12,28</b>
BRISA	14,32	21,09	20,78	14,75	13,37	<b>16,86</b>
CIMPOR	11,67	10,81	14,70	12,08	19,03	<b>13,66</b>
COFINA	20,55	33,01	8,16	8,67	9,58	<b>15,99</b>
EDP	9,22	171,54	16,33	14,20	16,16	45,49
IMPRESA	19,08	28,11	-	-	-	<b>23,60</b>
JERÓNIMO MARTINS	14,46	11,62	17,18	-	-	<b>14,42</b>
MEDIA CAPITAL	46,05	43,36	-	-	-	<b>44,71</b>
MOTA ENGL	20,97	17,37	19,24	15,05	14,14	<b>17,35</b>
NOVABASE	41,25	21,07	<b>235,62</b>	17,26	26,53	68,35
PARAREDE	-	16,82	-	-	-	<b>16,82</b>
PORTUGAL TELECOM	12,86	14,94	34,42	17,56	29,60	21,88
REDITUS	8,16	2,77	-	-	-	5,47
SEMAPA	2,36	2,50	10,40	12,41	12,54	<b>8,04</b>
SONAE SGPS	10,59	4,98	6,91	-	17,83	<b>10,08</b>
SONAECOM	443,69	47,64	-	-	-	<b>245,67</b>
ZON MULTIMÉDIA	30,56	24,09	78,57	-	-	44,41

Tabela 9:69 EPS para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	0,10	N/A	N/A	N/A	N/A	0,10
BANCO COMERCIAL P.	0,19	0,17	0,12	0,09	0,20	0,15
BANCO ESPIRITO SANTO	0,47	0,26	0,41	0,37	0,39	<b>0,38</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,32	0,20	0,21	0,18	0,19	<b>0,22</b>
BRISA	0,50	0,32	0,25	0,36	0,36	<b>0,36</b>
CIMPOR	0,40	0,38	0,28	0,27	0,21	<b>0,31</b>
COFINA	0,10	0,18	0,10	0,09	0,07	0,11
EDP	0,29	0,01	0,12	0,11	0,14	0,14
IMPRESA	0,13	0,10	<b>-0,06</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,34</b>	<b>-0,07</b>
JERÓNIMO MARTINS	0,18	0,15	0,11	<b>-0,38</b>	<b>-0,16</b>	<b>-0,02</b>
MEDIA CAPITAL	0,15	0,11	N/A	N/A	N/A	0,13
MOTA ENGL	0,15	0,11	0,08	0,10	0,10	0,11
NOVABASE	0,18	0,15	<b>0,00</b>	0,34	0,32	0,20
PARAREDE	<b>-0,38</b>	0,18	<b>-0,71</b>	<b>-3,29</b>	<b>-8,61</b>	<b>-2,56</b>
PORTUGAL TELECOM	0,59	0,56	0,20	0,31	0,25	<b>0,38</b>
REDITUS	0,41	1,49	<b>-0,41</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,12</b>	0,25
SEMAPA	2,89	1,64	0,35	0,27	0,38	<b>1,10</b>
SONAE SGPS	0,10	0,13	0,06	<b>-0,03</b>	0,03	0,06
SONAECOM	0,01	0,08	<b>-0,08</b>	<b>-0,29</b>	<b>-0,42</b>	<b>-0,14</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,36	0,40	0,10	<b>-0,43</b>	<b>-0,29</b>	0,03

Tabela 9:71 ROE para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO COMERCIAL P.	24,19%	21,23%	17,38%	12,49%	29,55%	<b>20,97%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	11,67%	7,57%	12,21%	13,07%	14,27%	11,76%
BANCO P. INVESTIMENTO	23,06%	14,54%	13,86%	13,52%	14,52%	<b>15,90%</b>
BRISA	18,97%	13,32%	11,39%	20,03%	27,57%	<b>18,25%</b>
CIMPOR	19,87%	24,17%	19,46%	17,30%	12,40%	<b>18,64%</b>
COFINA	13,82%	20,85%	13,55%	13,30%	12,70%	14,84%
EDP	24,17%	0,92%	7,06%	5,78%	7,33%	9,05%
IMPRESA	17,94%	16,72%	<b>-11,12%</b>	<b>-27,36%</b>	<b>-36,72%</b>	<b>-8,11%</b>
JERÓNIMO MARTINS	28,99%	44,23%	94,78%	<b>-171,50%</b>	<b>-36,35%</b>	<b>-7,97%</b>
MEDIA CAPITAL	10,94%	N/A	<b>N/A</b>	<b>-53,08%</b>	<b>N/A</b>	<b>-21,07%</b>
MOTA ENGL	12,10%	9,80%	6,57%	7,51%	7,36%	8,67%
NOVABASE	6,74%	6,23%	<b>-8,00%</b>	14,24%	15,00%	6,84%
PARAREDE	<b>-35,65%</b>	26,87%	<b>-330,10%</b>	<b>-184,39%</b>	<b>-159,56%</b>	<b>-136,57%</b>
PORTUGAL TELECOM	37,21%	26,94%	7,94%	10,06%	6,81%	<b>17,79%</b>
REDITUS	91,13%	67,79%	<b>-9,82%</b>	<b>-2,73%</b>	<b>-2,15%</b>	28,84%
SEMAPA	61,35%	60,73%	17,34%	14,16%	21,80%	<b>35,08%</b>
SONAE SGPS	17,59%	32,79%	20,36%	<b>-7,60%</b>	4,02%	13,43%
SONAECOM	0,52%	7,29%	<b>-7,74%</b>	<b>-196,05%</b>	<b>-20,78%</b>	<b>-43,35%</b>
ZON MULTIMÉDIA	24,09%	27,63%	8,17%	<b>-22,98%</b>	<b>-16,70%</b>	4,04%

Tabela 9:72 ROA para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO COMERCIAL P.	0,97%	0,85%	0,68%	0,44%	0,92%	0,77%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,53%	0,35%	0,59%	0,56%	0,55%	0,52%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,90%	0,61%	0,63%	0,56%	0,57%	0,65%
BRISA	7,08%	4,43%	3,33%	5,32%	7,06%	<b>5,45%</b>
CIMPOR	7,38%	7,88%	5,78%	5,64%	4,78%	<b>6,29%</b>
COFINA	3,57%	5,13%	2,80%	2,48%	1,78%	3,15%
EDP	4,77%	0,22%	2,07%	1,95%	2,90%	2,38%
IMPRESA	5,66%	4,76%	<b>-2,46%</b>	<b>-6,54%</b>	<b>-12,56%</b>	<b>-2,23%</b>
JERÓNIMO MARTINS	4,79%	4,24%	2,68%	<b>-8,24%</b>	<b>-3,01%</b>	<b>0,09%</b>
MEDIA CAPITAL	3,75%	2,86%	<b>-12,33%</b>	<b>-1,58%</b>	<b>N/A</b>	<b>-1,83%</b>
MOTA ENGL	2,04%	1,73%	1,29%	1,65%	1,78%	1,70%
NOVABASE	2,71%	2,81%	<b>-0,04%</b>	8,16%	9,15%	4,56%
PARAREDE	<b>-19,89%</b>	9,90%	<b>-31,89%</b>	<b>-58,79%</b>	<b>-95,28%</b>	<b>-39,19%</b>
PORTUGAL TELECOM	4,28%	4,54%	1,76%	2,49%	1,99%	3,01%
REDITUS	9,23%	20,89%	<b>-4,42%</b>	<b>-1,40%</b>	<b>-1,31%</b>	4,60%
SEM APA	9,14%	7,48%	3,49%	2,98%	4,51%	<b>5,52%</b>
SONAE SGPS	3,04%	3,75%	1,46%	<b>-6,90%</b>	0,68%	0,41%
SONAECOM	0,17%	1,59%	<b>-1,58%</b>	<b>-41,72%</b>	<b>-5,59%</b>	<b>-9,43%</b>
ZON MULTIMÉDIA	10,54%	12,17%	3,47%	<b>-9,37%</b>	<b>-6,12%</b>	2,14%

Tabela 9:74 FCFPS para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	0,01	N/A	N/A	N/A	N/A	0,01
BANCO COMERCIAL P.	0,10	<b>-0,44</b>	<b>-0,62</b>	0,55	<b>-0,89</b>	<b>-0,26</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	<b>-1,44</b>	0,57	<b>-1,38</b>	<b>-2,53</b>	5,93	0,23
BANCO P. INVESTIMENTO	<b>-3,35</b>	0,08	0,37	0,28	<b>-0,02</b>	<b>-0,53</b>
BRISA	<b>-0,04</b>	0,25	0,44	<b>-0,62</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,03</b>
CIMPOR	0,37	0,30	0,38	0,44	0,31	<b>0,36</b>
COFINA	0,15	0,09	0,14	0,31	0,13	0,17
EDP	<b>-0,06</b>	0,04	0,31	<b>-0,01</b>	0,16	0,09
IMPRESA	0,20	0,24	0,01	<b>-0,13</b>	<b>-0,18</b>	<b>0,03</b>
JERÓNIMO MARTINS	0,21	0,21	0,45	0,38	0,26	0,30
MEDIA CAPITAL	0,27	0,22	N/A	N/A	N/A	0,25
MOTA ENGL	<b>-0,10</b>	0,40	0,39	0,02	<b>-0,12</b>	0,12
NOVABASE	<b>-0,05</b>	0,17	0,27	0,19	0,19	0,15
PARAREDE	<b>-0,06</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,52</b>	<b>-1,33</b>	<b>-4,89</b>	<b>-1,38</b>
PORTUGAL TELECOM	0,38	0,98	1,21	0,79	0,21	<b>0,72</b>
REDITUS	N/A	N/A	0,05	<b>0,00</b>	<b>-0,19</b>	-0,05
SEM APA	0,75	0,08	0,43	1,37	0,72	<b>0,67</b>
SONAE SGPS	N/A	0,10	0,17	0,07	<b>-0,34</b>	0,00
SONAECOM	0,16	0,39	0,19	<b>-0,25</b>	<b>-0,95</b>	<b>-0,09</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,38	0,31	0,28	0,12	<b>-0,21</b>	0,18

Tabela 9:73 Price to Book Value Ratio para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	1,98	N/A	N/A	N/A	N/A	1,98
BANCO COMERCIAL P.	2,57	2,27	2,02	2,42	4,86	2,83
BANCO ESPIRITO SANTO	1,71	2,03	1,86	1,87	2,06	<b>1,91</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	2,45	2,28	1,83	1,42	1,61	<b>1,92</b>
BRISA	2,64	2,64	2,35	2,38	3,51	2,70
CIMPOR	2,05	2,39	2,85	2,24	2,41	<b>2,39</b>
COFINA	3,10	1,15	1,05	1,10	1,16	<b>1,51</b>
EDP	1,96	2,01	1,18	0,86	1,20	<b>1,44</b>
IMPRESA	3,14	4,36	3,07	1,56	1,35	2,70
JERÓNIMO MARTINS	3,80	3,57	13,05	14,39	4,61	7,88
MEDIA CAPITAL	4,72	4,13	N/A	N/A	N/A	4,42
MOTA ENGL	2,34	1,70	1,31	1,21	0,00	<b>1,31</b>
NOVABASE	2,32	2,47	2,50	2,36	3,73	2,68
PARAREDE	2,40	3,23	9,77	6,09	1,97	4,69
PORTUGAL TELECOM	4,36	5,01	2,78	2,21	1,97	3,26
REDITUS	7,05	9,76	0,34	0,26	0,37	3,56
SEM APA	1,12	1,23	1,75	1,70	2,62	<b>1,68</b>
SONAE SGPS	1,73	1,39	1,35	0,88	1,04	<b>1,28</b>
SONAECOM	1,90	3,35	2,25	1,38	1,84	<b>2,14</b>
ZON MULTIMÉDIA	6,93	5,74	6,17	4,36	1,51	4,94

Tabela 9:75 Margem Operacional para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	12,16%	N/A	N/A	N/A	N/A	12,16%
BANCO COMERCIAL P.	17,96%	6,95%	11,37%	9,72%	15,10%	12,22%
BANCO ESPIRITO SANTO	12,99%	8,01%	11,16%	11,38%	9,14%	10,54%
BANCO P. INVESTIMENTO	16,24%	9,19%	10,98%	10,08%	9,50%	11,20%
BRISA	52,76%	56,26%	51,42%	55,56%	58,99%	<b>55,00%</b>
CIMPOR	23,16%	23,68%	21,23%	21,55%	19,47%	<b>21,82%</b>
COFINA	12,16%	7,81%	8,09%	9,61%	9,55%	9,44%
EDP	11,80%	4,34%	12,98%	10,16%	11,92%	10,24%
IMPRESA	15,58%	16,42%	2,93%	<b>-8,05%</b>	<b>-14,96%</b>	2,38%
JERÓNIMO MARTINS	5,66%	5,94%	4,23%	2,54%	1,73%	4,02%
MEDIA CAPITAL	13,53%	13,86%	2,76%	1,56%	-4,46%	5,45%
MOTA ENGL	6,74%	6,59%	5,70%	5,49%	5,91%	6,08%
NOVABASE	2,68%	6,91%	2,00%	11,30%	12,09%	7,00%
PARAREDE	<b>-19,70%</b>	<b>-2,07%</b>	<b>-30,24%</b>	<b>-77,23%</b>	<b>-107,02%</b>	<b>-47,25%</b>
PORTUGAL TELECOM	22,85%	24,26%	20,83%	20,13%	19,63%	<b>21,54%</b>
REDITUS	4,34%	60,19%	<b>-17,97%</b>	<b>-7,32%</b>	3,86%	8,62%
SEM APA	11,16%	13,62%	9,76%	20,68%	20,03%	<b>15,05%</b>
SONAE SGPS	5,76%	11,35%	3,25%	3,49%	3,55%	5,48%
SONAECOM	3,40%	8,57%	1,93%	<b>-68,52%</b>	<b>-14,47%</b>	<b>-13,82%</b>
ZON MULTIMÉDIA	21,62%	21,77%	8,64%	<b>-0,66%</b>	<b>-3,79%</b>	9,52%

Tabela 9:76 Crescimento Real das Vendas para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
BANCO COMERCIAL P.	12,42%	-9,13%	4,37%	-12,37%	3,68%	-0,21%
BANCO ESPIRITO SANTO	-6,06%	4,31%	-7,66%	-11,35%	-2,39%	-4,63%
BANCO P. INVESTIMENTO	8,57%	-6,70%	-7,36%	-8,71%	9,10%	-1,02%
BRISA	-2,09%	2,21%	6,49%	5,69%	10,52%	4,56%
CIMPOR	10,10%	-2,01%	0,05%	-8,56%	0,95%	0,11%
COFINA	-3,09%	-51,69%	-2,49%	-1,15%	25,80%	-6,52%
EDP	30,08%	2,42%	5,98%	9,41%	42,56%	18,09%
IMPRESA	0,04%	-5,77%	3,65%	-20,39%	-17,64%	-8,02%
JERÓNIMO MARTINS	7,26%	-0,10%	-15,46%	-10,96%	2,94%	-3,26%
MEDIA CAPITAL	2,07%	5,34%	11,64%	-16,51%	N/A	0,64%
MOTA ENGL	15,82%	13,95%	11,48%	-2,78%	70,87%	21,87%
NOVABASE	29,67%	31,51%	8,56%	15,18%	78,20%	32,62%
PARAREDE	42,12%	24,60%	9,50%	-37,82%	-24,98%	2,68%
PORTUGAL TELECOM	4,47%	-0,45%	0,21%	-6,13%	6,96%	1,01%
REDITUS	2,29%	51,76%	-27,24%	-33,41%	76,03%	13,89%
SEMAPA	105,33%	73,98%	-18,18%	-5,53%	3,26%	31,77%
SONAE SGPS	-0,84%	-37,53%	-3,52%	-5,35%	6,70%	-8,11%
SONAECOM	-6,46%	2,70%	2,91%	4,25%	35,88%	7,86%
ZON MULTIMÉDIA	3,15%	-16,85%	-2,13%	4,81%	147,29%	27,25%

Tabela 9:77 Debt to Equity Ratio para o período 2005-2001

ACÇÕES	2005	2004	2003	2002	2001	MÉDIA
ALTRI	1,62	N/A	N/A	N/A	N/A	1,62
BANCO COMERCIAL P.	7,16	8,63	6,61	7,85	7,59	7,57
BANCO ESPIRITO SANTO	8,31	7,75	7,50	7,62	8,00	7,84
BANCO P. INVESTIMENTO	5,65	7,37	7,72	7,61	8,98	7,46
BRISA	1,47	1,48	1,64	1,73	2,02	1,67
CIMPOR	0,92	1,20	1,47	1,47	1,03	1,22
COFINA	1,66	1,51	2,04	2,01	2,44	1,93
EDP	1,73	1,91	1,35	1,44	0,92	1,47
IMPRESA	1,71	0,83	1,53	1,57	0,89	1,31
JERÓNIMO MARTINS	1,05	1,33	3,12	3,41	4,54	2,69
MEDIA CAPITAL	0,81	1,06	-13,10	14,40	10,30	2,69
MOTA ENGL	1,84	1,77	1,92	1,83	1,49	1,77
NOVABASE	0,21	0,22	0,17	0,14	0,06	0,16
PARAREDE	0,19	0,20	3,75	7,61	0,45	2,44
PORTUGAL TELECOM	2,94	2,45	1,60	1,77	1,15	1,98
REDITUS	1,64	2,64	0,81	0,59	0,37	1,21
SEMAPA	1,15	2,53	3,22	0,97	1,20	1,82
SONAE SGPS	1,65	1,58	2,42	2,82	2,10	2,11
SONAECOM	0,67	0,72	1,18	1,22	1,10	0,98
ZON MULTIMÉDIA	0,41	0,52	0,04	0,24	0,12	0,27

Tabela 9:78 Classificação das acções por indicadores em 2006

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	cresc.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
ALTRI												0
BANCO COMERCIAL P.	√				√		√				√	4
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√	√				√				√	5
BANCO P. INVESTIMENTO	√	√	√		√		√				√	6
BRISA	√	√			√	√	√	√			√	7
CIMPOR	√	√	√	√	√	√	√	√			√	9
COFINA	√		√				√				√	3
EDP			√				√		√		√	4
IMPRESA											√	1
JERÓNIMO MARTINS	√											1
MEDIA CAPITAL	ND	ND	ND	ND	ND							5
MOTA ENGL	√		√				√					3
NOVABASE									√	√		2
PARAREDE												0
PORTUGAL TELECOM		√			√		√	√			√	5
REDITUS												0
SEMAPA	√	√	√	√	√	√		√				7
SONAE SGPS	√		√									2
SONAECOM			√									1
ZON MULTIMÉDIA										√	√	2

Tabela 9:79 Resultados Líquidos para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	20,84	10,42	N/A	N/A	N/A	15,63
BANCO COMERCIAL P.	779,89	753,49	606,47	437,70	272,70	570,05
BANCO ESPIRITO SANTO	420,71	280,48	151,64	250,20	222,50	265,11
BANCO P. INVESTIMENTO	308,76	250,82	159,30	163,80	140,10	204,56
BRISA	167,05	297,81	191,12	151,67	213,06	204,14
CIMPOR	291,92	266,16	256,15	185,88	176,56	235,33
COFINA	9,69	10,57	18,83	9,83	8,55	11,49
EDP	940,82	1071,10	42,82	381,20	335,20	554,23
GALP	754,77	700,66	453,44	247,45	114,52	454,17
IMPRESA	16,46	22,01	17,33	-10,20	-27,97	3,53
JERÓNIMO MARTINS	116,15	110,38	92,52	58,25	-204,38	34,58
MOTA ENGL	32,21	30,41	22,34	15,38	19,36	23,94
NOVABASE	5,17	5,08	4,32	-0,05	9,46	4,80
PORTUCEL	124,65	63,29	51,28	66,84	89,49	79,11
PORTUGAL TELECOM	866,76	653,98	623,20	240,24	391,06	555,05
SEMAPA	91,40	334,18	189,42	40,07	30,84	137,18
SONAE SGPS	241,82	186,47	256,15	114,46	-56,03	148,57
SONAE INDUSTRIA	32,31	36,38	42,58	-78,57	-81,85	-9,83
SONAE COM	-13,88	2,16	18,05	-19,17	-65,11	-15,59
ZON MULTIMÉDIA	71,15	111,67	122,91	30,72	-134,45	40,40

Tabela 9:81 PER para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	17,93	13,64	N/A	N/A	N/A	15,79
BANCO COMERCIAL P.	13,81	10,58	10,50	12,64	19,49	13,40
BANCO ESPIRITO SANTO	13,30	16,11	25,57	15,66	16,57	17,44
BANCO P. INVESTIMENTO	14,28	11,54	14,09	13,46	11,35	12,94
BRISA	33,75	14,32	21,09	20,78	14,75	20,94
CIMPOR	14,41	11,67	10,81	14,70	12,08	12,73
COFINA	19,27	20,55	33,01	8,16	8,67	17,93
EDP	14,57	9,22	171,54	16,33	14,20	45,17
GALP	7,62	N/A	N/A	N/A	N/A	7,62
IMPRESA	22,27	19,08	28,11	-	-	23,15
JERÓNIMO MARTINS	18,40	14,46	11,62	17,18	0,00	12,33
MOTA ENGL	31,36	20,97	17,37	19,24	15,05	20,80
NOVABASE	32,78	41,25	21,07	235,62	17,26	69,60
PORTUCEL	14,78	20,37	21,40	16,09	9,91	16,51
PORTUGAL TELECOM	10,52	12,86	14,94	34,42	17,56	18,06
SEMAPA	11,18	2,36	2,50	10,40	12,41	7,77
SONAE SGPS	10,46	10,59	4,98	6,91	-	8,23
SONAE INDUSTRIA	32,50	24,63	N/A	N/A	N/A	28,57
SONAE COM	-	443,69	47,64	-	-	245,67
ZON MULTIMÉDIA	42,40	30,56	24,09	78,57	-	43,91

Tabela 9:80 EPS para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	0,20	0,10	N/A	N/A	N/A	0,15
BANCO COMERCIAL P.	0,19	0,19	0,17	0,12	0,09	0,15
BANCO ESPIRITO SANTO	0,54	0,47	0,26	0,41	0,37	0,41
BANCO P. INVESTIMENTO	0,40	0,32	0,20	0,21	0,18	0,26
BRISA	0,28	0,50	0,32	0,25	0,36	0,34
CIMPOR	0,44	0,40	0,38	0,28	0,27	0,35
COFINA	0,09	0,10	0,18	0,10	0,09	0,11
EDP	0,26	0,29	0,01	0,12	0,11	0,16
GALP	0,91	0,84	0,55	0,30	0,14	0,55
IMPRESA	0,10	0,13	0,10	-0,06	-0,18	0,02
JERÓNIMO MARTINS	0,18	0,18	0,15	0,11	-0,38	0,05
MOTA ENGL	0,16	0,15	0,11	0,08	0,10	0,12
NOVABASE	0,17	0,18	0,15	0,00	0,34	0,17
PORTUCEL	0,16	0,08	0,07	0,09	0,12	0,10
PORTUGAL TELECOM	0,78	0,59	0,56	0,20	0,31	0,49
SEMAPA	0,79	2,89	1,64	0,35	0,27	1,19
SONAE SGPS	0,13	0,10	0,13	0,06	-0,03	0,08
SONAE INDUSTRIA	0,23	0,26	0,30	-0,79	-0,82	-0,16
SONAE COM	-0,04	0,01	0,08	-0,08	-0,29	-0,06
ZON MULTIMÉDIA	0,23	0,36	0,40	0,10	-0,43	0,13

Tabela 9:82 ROE para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	26,65%	N/A	N/A	N/A	N/A	26,65%
BANCO COMERCIAL P.	20,62%	24,19%	21,23%	17,38%	12,49%	19,18%
BANCO ESPIRITO SANTO	13,03%	11,67%	7,57%	12,21%	13,07%	11,51%
BANCO P. INVESTIMENTO	23,46%	23,06%	14,54%	13,86%	13,52%	17,69%
BRISA	10,60%	18,97%	13,32%	11,39%	20,03%	14,86%
CIMPOR	18,84%	19,87%	24,17%	19,46%	17,30%	19,93%
COFINA	18,11%	13,82%	20,85%	13,55%	13,30%	15,92%
EDP	18,07%	24,17%	0,92%	7,06%	5,78%	11,20%
GALP	34,47%	33,50%	26,11%	15,90%	7,99%	23,59%
IMPRESA	11,60%	17,94%	16,72%	-11,12%	-27,36%	1,56%
JERÓNIMO MARTINS	25,48%	28,99%	44,23%	94,78%	-171,50%	4,40%
MOTA ENGL	11,58%	12,10%	9,80%	6,57%	7,51%	9,51%
NOVABASE	5,96%	6,74%	6,23%	-8,00%	14,24%	5,03%
PORTUCEL	11,57%	6,20%	4,86%	6,18%	8,71%	7,50%
PORTUGAL TELECOM	42,45%	37,21%	26,94%	7,94%	10,06%	24,92%
SEMAPA	12,69%	61,35%	60,73%	17,34%	14,16%	33,26%
SONAE SGPS	19,88%	17,59%	32,79%	20,36%	-7,60%	16,60%
SONAE INDUSTRIA	6,44%	7,95%	13,85%	-36,79%	-27,43%	-7,20%
SONAE COM	-1,88%	0,52%	7,29%	-7,74%	-196,05%	-39,57%
ZON MULTIMÉDIA	16,86%	24,09%	27,63%	8,17%	-22,98%	10,75%

Tabela 9:83 ROA para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	3,92%	N/A	N/A	N/A	N/A	3,92%
BANCO COMERCIAL P.	0,94%	0,97%	0,85%	0,68%	0,44%	0,78%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,77%	0,53%	0,35%	0,59%	0,56%	0,56%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,94%	0,90%	0,61%	0,63%	0,56%	0,73%
BRISA	3,82%	7,08%	4,43%	3,33%	5,32%	4,80%
CIMPOR	7,62%	7,38%	7,88%	5,78%	5,64%	<b>6,86%</b>
COFINA	4,34%	3,57%	5,13%	2,80%	2,48%	3,66%
EDP	3,80%	4,77%	0,22%	2,07%	1,95%	2,56%
GALP	13,51%	12,26%	7,84%	4,13%	1,96%	<b>7,94%</b>
IMPRESA	3,58%	5,66%	4,76%	<b>-2,46%</b>	<b>-6,54%</b>	1,00%
JERÓNIMO MARTINS	4,67%	4,79%	4,24%	2,68%	<b>-8,24%</b>	1,63%
MOTA ENGIL	1,91%	2,04%	1,73%	1,29%	1,65%	1,72%
NOVABASE	2,39%	2,71%	2,81%	<b>-0,04%</b>	8,16%	3,21%
PORTUCEL	5,52%	2,80%	2,04%	2,45%	3,27%	3,22%
PORTUGAL TELECOM	5,63%	4,28%	4,54%	1,76%	2,49%	3,74%
SEMAPA	2,61%	9,14%	7,48%	3,49%	2,98%	<b>5,14%</b>
SONAE SGPS	3,83%	3,04%	3,75%	1,46%	<b>-6,90%</b>	1,04%
SONAE INDUSTRIA	1,63%	2,03%	2,22%	<b>-3,58%</b>	<b>-3,32%</b>	<b>-0,20%</b>
SONAE COM	<b>-0,88%</b>	0,17%	1,59%	<b>-1,58%</b>	<b>-41,72%</b>	<b>-8,48%</b>
ZON MULTIMÉDIA	7,20%	10,54%	12,17%	3,47%	<b>-9,37%</b>	4,80%

Tabela 9:85 FCFPS para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	<b>-0,03</b>	0,01	N/A	N/A	N/A	<b>-0,01</b>
BANCO COMERCIAL P.	0,26	0,10	<b>-0,44</b>	<b>-0,62</b>	0,55	<b>-0,03</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	<b>-0,49</b>	<b>-1,44</b>	0,57	<b>-1,38</b>	<b>-2,53</b>	<b>-1,05</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,01	<b>-3,35</b>	0,08	0,37	0,28	<b>-0,52</b>
BRISA	<b>-0,39</b>	<b>-0,04</b>	0,25	0,44	<b>-0,62</b>	<b>-0,07</b>
CIMPOR	0,38	0,37	0,30	0,38	0,44	<b>0,37</b>
COFINA	0,01	0,15	0,09	0,14	0,31	0,14
EDP	0,07	<b>-0,06</b>	0,04	0,31	<b>-0,01</b>	0,07
GALP	0,57	0,43	0,61	0,14	0,08	<b>0,37</b>
IMPRESA	0,06	0,20	0,24	0,01	<b>-0,13</b>	0,08
JERÓNIMO MARTINS	0,13	0,21	0,21	0,45	0,38	<b>0,28</b>
MOTA ENGIL	0,44	<b>-0,10</b>	0,40	0,39	0,02	0,23
NOVABASE	<b>-0,47</b>	<b>-0,05</b>	0,17	0,27	0,19	0,02
PORTUCEL	0,38	0,20	0,07	0,28	0,33	0,25
PORTUGAL TELECOM	0,62	0,38	0,98	1,21	0,79	<b>0,80</b>
SEMAPA	2,62	0,75	0,08	0,43	1,37	<b>1,05</b>
SONAE SGPS	<b>-0,63</b>	N/A	0,10	0,17	0,07	<b>-0,07</b>
SONAE INDUSTRIA	0,37	0,63	0,24	0,74	0,79	<b>0,55</b>
SONAE COM	<b>0,00</b>	0,16	0,39	0,19	<b>-0,25</b>	0,10
ZON MULTIMÉDIA	0,23	0,38	0,31	0,28	0,12	<b>0,26</b>

Tabela 9:84 Price to Book Value Ratio para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	4,36	1,98	N/A	N/A	N/A	3,17
BANCO COMERCIAL P.	2,63	2,57	2,27	2,02	2,42	<b>2,38</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	1,63	1,71	2,03	1,86	1,87	<b>1,82</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	3,05	2,45	2,28	1,83	1,42	<b>2,21</b>
BRISA	3,61	2,64	2,64	2,35	2,38	2,72
CIMPOR	2,66	2,05	2,39	2,85	2,24	2,44
COFINA	3,27	3,10	1,15	1,05	1,10	<b>1,94</b>
EDP	2,51	1,96	2,01	1,18	0,86	<b>1,70</b>
GALP	2,85	N/A	N/A	N/A	N/A	2,85
IMPRESA	2,62	3,14	4,36	3,07	1,56	2,95
JERÓNIMO MARTINS	4,34	3,80	3,57	13,05	14,39	7,83
MOTA ENGIL	3,57	2,34	1,70	1,31	1,21	<b>2,02</b>
NOVABASE	1,79	2,32	2,47	2,50	2,36	<b>2,29</b>
PORTUCEL	1,64	1,25	1,09	0,97	0,84	<b>1,16</b>
PORTUGAL TELECOM	4,04	4,36	5,01	2,78	2,21	3,68
SEMAPA	1,39	1,12	1,23	1,75	1,70	<b>1,44</b>
SONAE SGPS	1,95	1,73	1,39	1,35	0,88	<b>1,46</b>
SONAE INDUSTRIA	2,02	1,85	N/A	N/A	N/A	<b>1,94</b>
SONAE COM	2,02	1,90	3,35	2,25	1,38	<b>2,18</b>
ZON MULTIMÉDIA	7,25	6,93	5,74	6,17	4,36	6,09

Tabela 9:86 Margem Operacional para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	15,28%	12,16%	N/A	N/A	N/A	13,72%
BANCO COMERCIAL P.	17,76%	17,96%	6,95%	11,37%	9,72%	12,75%
BANCO ESPIRITO SANTO	15,86%	12,99%	8,01%	11,16%	11,38%	11,88%
BANCO P. INVESTIMENTO	17,51%	16,24%	9,19%	10,98%	10,08%	12,80%
BRISA	52,52%	52,76%	56,26%	51,42%	55,56%	<b>53,70%</b>
CIMPOR	24,90%	23,16%	23,68%	21,23%	21,55%	<b>22,90%</b>
COFINA	12,81%	12,16%	7,81%	8,09%	9,61%	10,10%
EDP	12,11%	11,80%	4,34%	12,98%	10,16%	10,28%
GALP	5,76%	7,70%	6,96%	4,51%	3,03%	5,59%
IMPRESA	13,01%	15,58%	16,42%	2,93%	<b>-8,05%</b>	7,98%
JERÓNIMO MARTINS	4,90%	5,66%	5,94%	4,23%	2,54%	4,65%
MOTA ENGIL	6,44%	13,53%	13,86%	2,76%	1,56%	7,63%
NOVABASE	3,29%	6,74%	6,59%	5,70%	5,49%	5,56%
PORTUCEL	18,52%	12,95%	9,59%	11,09%	17,66%	13,96%
PORTUGAL TELECOM	19,44%	22,85%	24,26%	20,83%	20,13%	<b>21,50%</b>
SEMAPA	17,19%	11,16%	13,62%	9,76%	20,68%	14,48%
SONAE SGPS	5,18%	5,76%	11,35%	3,25%	3,49%	5,81%
SONAE INDUSTRIA	7,07%	7,40%	8,83%	0,21%	1,75%	5,05%
SONAE COM	2,12%	3,40%	8,57%	1,93%	<b>-68,52%</b>	<b>-10,50%</b>
ZON MULTIMÉDIA	16,89%	21,62%	21,77%	8,64%	<b>-0,66%</b>	13,65%

Tabela 9:87 Crescimento Real das Vendas para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	89,54%	N/A	N/A	N/A	N/A	89,54%
BANCO COMERCIAL P.	<b>-0,97%</b>	12,42%	<b>-9,13%</b>	4,37%	<b>-12,37%</b>	<b>-1,14%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	19,29%	<b>-6,06%</b>	4,31%	<b>-7,66%</b>	<b>-11,35%</b>	<b>-0,30%</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	10,39%	8,57%	<b>-6,70%</b>	<b>-7,36%</b>	<b>-8,71%</b>	<b>-0,76%</b>
BRISA	<b>-3,21%</b>	<b>-2,09%</b>	2,21%	6,49%	5,69%	1,82%
CIMPOR	3,68%	10,10%	<b>-2,01%</b>	0,05%	<b>-8,56%</b>	0,65%
COFINA	1,21%	<b>-3,09%</b>	<b>-51,69%</b>	<b>-2,49%</b>	<b>-1,15%</b>	<b>-11,44%</b>
EDP	3,85%	30,08%	2,42%	5,98%	9,41%	<b>10,35%</b>
GALP	6,53%	17,82%	22,72%	4,00%	<b>-3,17%</b>	9,58%
IMPRESA	<b>-5,71%</b>	0,04%	<b>-5,77%</b>	3,65%	<b>-20,39%</b>	<b>-5,64%</b>
JERÓNIMO MARTINS	12,02%	7,26%	<b>-0,10%</b>	<b>-15,46%</b>	<b>-10,96%</b>	<b>-1,45%</b>
MOTA ENGL	<b>-8,37%</b>	15,82%	13,95%	11,48%	<b>-2,78%</b>	6,02%
NOVABASE	12,40%	29,67%	31,51%	8,56%	15,18%	<b>19,46%</b>
PORTUCEL	1,91%	2,90%	<b>-4,59%</b>	<b>-11,10%</b>	<b>-0,22%</b>	<b>-2,22%</b>
PORTUGAL TELECOM	<b>-3,70%</b>	4,47%	<b>-0,45%</b>	0,21%	<b>-6,13%</b>	<b>-1,12%</b>
SEMAPA	<b>-1,97%</b>	105,33%	73,98%	<b>-18,18%</b>	<b>-5,53%</b>	30,73%
SONAE SGPS	3,38%	<b>-0,84%</b>	<b>-37,53%</b>	<b>-3,52%</b>	<b>-5,35%</b>	<b>-8,77%</b>
SONAE INDUSTRIA	12,89%	<b>-4,11%</b>	1,19%	<b>-5,87%</b>	<b>-5,12%</b>	<b>-0,20%</b>
SONAECOM	<b>-3,98%</b>	<b>-6,46%</b>	2,70%	2,91%	4,25%	<b>-0,12%</b>
ZON MULTIMÉDIA	3,37%	3,15%	<b>-16,85%</b>	<b>-2,13%</b>	<b>4,81%</b>	<b>-1,53%</b>

Tabela 9:88 Debt to Equity Ratio para o período 2006-2002

ACÇÕES	2006	2005	2004	2003	2002	MÉDIA
ALTRI	6,00	1,62	N/A	N/A	N/A	3,81
BANCO COMERCIAL P.	7,58	7,16	8,63	6,61	7,85	7,57
BANCO ESPIRITO SANTO	6,34	8,31	7,75	7,50	7,62	7,51
BANCO P. INVESTIMENTO	5,85	5,65	7,37	7,72	7,61	6,84
BRISA	1,64	1,47	1,48	1,64	1,73	1,59
CIMPOR	0,86	0,92	1,20	1,47	1,47	1,18
COFINA	0,89	1,66	1,51	2,04	2,01	1,62
EDP	1,55	1,73	1,91	1,35	1,44	1,60
GALP	0,54	0,57	0,94	1,27	1,52	0,97
IMPRESA	1,49	1,71	0,83	1,53	1,57	1,43
JERÓNIMO MARTINS	0,85	1,05	1,33	3,12	3,41	1,95
MOTA ENGL	2,07	1,84	1,77	1,92	1,83	1,88
NOVABASE	0,24	0,21	0,22	0,17	0,14	<b>0,20</b>
PORTUCEL	0,67	0,80	0,94	0,97	0,91	<b>0,86</b>
PORTUGAL TELECOM	1,88	2,94	2,45	1,60	1,77	2,13
SEMAPA	1,10	1,15	2,53	3,22	0,97	1,80
SONAE SGPS	1,62	1,65	1,58	2,42	2,82	2,02
SONAE INDUSTRIA	1,54	1,22	1,08	2,04	1,79	1,53
SONAECOM	0,51	0,67	0,72	1,18	1,22	<b>0,86</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,63	0,41	0,52	0,04	0,24	<b>0,37</b>

Tabela 9:89 Classificação das acções por indicadores em 2007

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	crec.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
ALTRI												0
BANCO COMERCIAL P.	√		√		√		√				√	5
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√	√				√				√	5
BANCO P. INVESTIMENTO	√	√	√		√		√				√	<b>6</b>
BRISA		√					√	√			√	4
CIMPOR		√		√	√	√	√	√			√	<b>7</b>
COFINA			√		√		√				√	3
EDP			√				√		√		√	4
GALP		√		√	√	√	√				√	5
IMPRESA											√	1
JERÓNIMO MARTINS	√			√							√	2
MOTA ENGL			√				√				√	2
NOVABASE			√						√	√	√	3
PORTUCEL	√		√				√			√	√	4
PORTUGAL TELECOM		√		√	√		√	√			√	<b>6</b>
SEMAPA	√	√	√	√	√	√	√				√	<b>7</b>
SONAE SGPS	√		√	√		√	√				√	2
SONAE INDUSTRIA			√	√							√	2
SONAECOM			√							√	√	2
ZON MULTIMÉDIA				√						√	√	3



Tabela 9:90 Resultados Líquidos para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	35,19	20,84	10,42	N/A	N/A	<b>22,15</b>
BANCO COMERCIAL P.	563,29	779,89	753,49	606,47	437,70	<b>628,17</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	607,07	420,71	280,48	151,64	250,20	<b>342,02</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	355,11	308,76	250,82	159,30	163,80	<b>247,56</b>
BRISA	259,36	167,05	297,81	191,12	151,67	<b>213,40</b>
CIMPOR	304,07	291,92	266,16	256,15	185,88	<b>260,84</b>
EDP	907,25	940,82	1071,10	42,82	381,20	<b>668,64</b>
GALP	776,63	754,77	700,66	453,44	247,45	<b>586,59</b>
IMPRESA	18,09	16,46	22,01	17,33	<b>-10,20</b>	12,74
JERÓNIMO MARTINS	131,26	116,15	110,38	92,52	58,25	<b>101,71</b>
MOTA ENGL	97,54	32,21	30,41	22,34	15,38	<b>39,58</b>
PORTUCEL	153,95	124,65	63,29	51,28	66,84	<b>92,00</b>
PORTUGAL TELECOM	741,86	866,76	653,98	623,20	240,24	<b>625,21</b>
REN	145,15	496,19	103,89	31,48	N/A	<b>194,18</b>
SEMAPA	121,95	91,40	334,18	189,42	40,07	<b>155,40</b>
SOARES DA COSTA	12,04	5,83	0,41	<b>-3,26</b>	<b>-2,65</b>	2,47
SONAE SGPS	284,04	241,82	186,47	256,15	114,46	<b>216,59</b>
SONAE INDUSTRIA	78,61	32,31	36,38	42,58	<b>-78,57</b>	22,26
SONAE COM	36,78	<b>-13,88</b>	2,16	18,05	<b>-19,17</b>	4,79
ZON MULTIMÉDIA	48,92	71,15	111,67	122,91	30,72	<b>77,07</b>

Tabela 9:92 PER para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	13,94	17,93	13,64	N/A	N/A	<b>15,17</b>
BANCO COMERCIAL P.	20,49	13,81	10,58	10,50	12,64	<b>13,60</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	12,25	13,30	16,11	25,57	15,66	<b>16,58</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	11,34	14,28	11,54	14,09	13,46	<b>12,94</b>
BRISA	22,84	33,75	14,32	21,09	20,78	22,56
CIMPOR	13,33	14,41	11,67	10,81	14,70	<b>12,98</b>
EDP	17,88	14,57	9,22	171,54	16,33	45,91
GALP	19,64	7,62	N/A	N/A	N/A	13,63
IMPRESA	19,10	22,27	19,08	28,11	-	22,14
JERÓNIMO MARTINS	25,85	18,40	14,46	11,62	17,18	<b>17,50</b>
MOTA ENGL	10,30	31,36	20,97	17,37	19,24	19,85
PORTUCEL	11,09	14,78	20,37	21,40	16,09	<b>16,75</b>
PORTUGAL TELECOM	13,47	10,52	12,86	14,94	34,42	<b>17,24</b>
REN	13,41	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>13,41</b>
SEMAPA	8,21	11,18	2,36	2,50	10,40	<b>6,93</b>
SOARES DA COSTA	25,88	15,78	34,39	-	-	25,35
SONAE SGPS	11,68	10,46	10,59	4,98	6,91	<b>8,92</b>
SONAE INDUSTRIA	11,84	32,50	24,63	N/A	N/A	22,99
SONAE COM	32,67	-	443,69	47,64	-	174,67
ZON MULTIMÉDIA	60,34	42,40	30,56	24,09	78,57	47,19

Tabela 9:91 EPS para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	0,34	0,20	0,10	N/A	N/A	<b>0,22</b>
BANCO COMERCIAL P.	0,14	0,19	0,19	0,17	0,12	0,16
BANCO ESPIRITO SANTO	0,77	0,54	0,47	0,26	0,41	<b>0,49</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	0,45	0,40	0,32	0,20	0,21	<b>0,32</b>
BRISA	0,44	0,28	0,50	0,32	0,25	<b>0,36</b>
CIMPOR	0,46	0,44	0,40	0,38	0,28	<b>0,39</b>
EDP	0,25	0,26	0,29	0,01	0,12	<b>0,19</b>
GALP	0,94	0,91	0,84	0,55	0,30	<b>0,71</b>
IMPRESA	0,11	0,10	0,13	0,10	<b>-0,06</b>	0,08
JERÓNIMO MARTINS	0,21	0,18	0,18	0,15	0,11	0,16
MOTA ENGL	0,50	0,16	0,15	0,11	0,08	0,20
PORTUCEL	0,20	0,16	0,08	0,07	0,09	0,12
PORTUGAL TELECOM	0,74	0,78	0,59	0,56	0,20	<b>0,57</b>
REN	0,27	0,93	N/A	N/A	N/A	0,60
SEMAPA	1,08	0,79	2,89	1,64	0,35	<b>1,35</b>
SOARES DA COSTA	0,08	0,04	0,00	<b>-0,02</b>	<b>-0,02</b>	0,02
SONAE SGPS	0,15	0,13	0,10	0,13	0,06	0,11
SONAE INDUSTRIA	0,56	0,23	0,26	0,30	<b>-0,79</b>	0,11
SONAE COM	0,10	<b>-0,04</b>	0,01	0,08	<b>-0,08</b>	0,01
ZON MULTIMÉDIA	0,16	0,23	0,36	0,40	0,10	<b>0,25</b>

Tabela 9:93 ROE para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	34,55%	26,65%	N/A	N/A	N/A	30,60%
BANCO COMERCIAL P.	13,79%	20,62%	24,19%	21,23%	17,38%	<b>19,44%</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	13,78%	13,03%	11,67%	7,57%	12,21%	11,65%
BANCO P. INVESTIMENTO	23,02%	23,46%	23,06%	14,54%	13,86%	<b>19,59%</b>
BRISA	16,38%	10,60%	18,97%	13,32%	11,39%	14,13%
CIMPOR	18,01%	18,84%	19,87%	24,17%	19,46%	<b>20,07%</b>
EDP	15,31%	18,07%	24,17%	0,92%	7,06%	13,11%
GALP	35,12%	34,47%	33,50%	26,11%	15,90%	<b>29,02%</b>
IMPRESA	11,36%	11,60%	17,94%	16,72%	<b>-11,12%</b>	9,30%
JERÓNIMO MARTINS	24,56%	25,48%	28,99%	44,23%	94,78%	<b>43,61%</b>
MOTA ENGL	31,29%	11,58%	12,10%	9,80%	6,57%	14,27%
PORTUCEL	13,39%	11,57%	6,20%	4,86%	6,18%	8,44%
PORTUGAL TELECOM	41,29%	42,45%	37,21%	26,94%	7,94%	<b>31,17%</b>
REN	14,87%	43,71%	9,64%	N/A	N/A	<b>22,74%</b>
SEMAPA	16,45%	12,69%	61,35%	60,73%	17,34%	<b>33,71%</b>
SOARES DA COSTA	9,31%	4,85%	0,35%	<b>-2,29%</b>	<b>-1,55%</b>	2,13%
SONAE SGPS	23,07%	19,88%	17,59%	32,79%	20,36%	<b>22,74%</b>
SONAE INDUSTRIA	14,10%	6,44%	7,95%	13,85%	<b>-36,79%</b>	1,11%
SONAE COM	3,99%	<b>-1,88%</b>	0,52%	7,29%	<b>-7,74%</b>	0,44%
ZON MULTIMÉDIA	12,32%	16,86%	24,09%	27,63%	8,17%	<b>17,81%</b>

Tabela 9:94 ROA para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	3,85%	3,92%	N/A	N/A	N/A	3,89%
BANCO COMERCIAL P.	0,61%	0,94%	0,97%	0,85%	0,68%	0,81%
BANCO ESPIRITO SANTO	0,95%	0,77%	0,53%	0,35%	0,59%	0,64%
BANCO P. INVESTIMENTO	0,93%	0,94%	0,90%	0,61%	0,63%	0,80%
BRISA	5,29%	3,82%	7,08%	4,43%	3,33%	4,79%
CIMPOR	7,00%	7,62%	7,38%	7,88%	5,78%	<b>7,13%</b>
EDP	3,19%	3,80%	4,77%	0,22%	2,07%	2,81%
GALP	14,14%	13,51%	12,26%	7,84%	4,13%	<b>10,38%</b>
IMPRESA	3,73%	3,58%	5,66%	4,76%	<b>-2,46%</b>	3,05%
JERÓNIMO MARTINS	4,58%	4,67%	4,79%	4,24%	2,68%	4,19%
MOTA ENGL	3,81%	1,91%	2,04%	1,73%	1,29%	2,16%
PORTUCEL	6,48%	5,52%	2,80%	2,04%	2,45%	3,86%
PORTUGAL TELECOM	5,44%	5,63%	4,28%	4,54%	1,76%	4,33%
REN	3,69%	13,64%	3,49%	N/A	N/A	<b>6,94%</b>
SEMAPA	3,59%	2,61%	9,14%	7,48%	3,49%	<b>5,26%</b>
SOARES DA COSTA	1,65%	0,88%	0,06%	<b>-0,43%</b>	<b>-0,34%</b>	0,36%
SONAE SGPS	4,26%	3,83%	3,04%	3,75%	1,46%	3,27%
SONAE INDUSTRIA	3,64%	1,63%	2,03%	2,22%	<b>-3,58%</b>	1,19%
SONAECOM	2,11%	<b>-0,88%</b>	0,17%	1,59%	<b>-1,58%</b>	0,28%
ZON MULTIMÉDIA	4,95%	7,20%	10,54%	12,17%	3,47%	<b>7,67%</b>

Tabela 9:96 FCFPS para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	<b>-0,61</b>	<b>-0,03</b>	0,01	N/A	N/A	<b>-0,21</b>
BANCO COMERCIAL P.	<b>-0,63</b>	0,26	0,10	<b>-0,44</b>	<b>-0,62</b>	<b>-0,27</b>
BANCO ESPIRITO SANTO	0,76	<b>-0,49</b>	<b>-1,44</b>	0,57	<b>-1,38</b>	<b>-0,40</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	<b>-1,25</b>	0,01	<b>-3,35</b>	0,08	0,37	<b>-0,83</b>
BRISA	<b>-0,79</b>	<b>-0,39</b>	<b>-0,04</b>	0,25	0,44	<b>-0,11</b>
CIMPOR	0,33	0,38	0,37	0,30	0,38	<b>0,35</b>
EDP	<b>-0,26</b>	0,07	<b>-0,06</b>	0,04	0,31	0,02
GALP	0,59	0,57	0,43	0,61	0,14	<b>0,47</b>
IMPRESA	0,18	0,06	0,20	0,24	0,01	0,14
JERÓNIMO MARTINS	<b>-0,01</b>	0,13	0,21	0,21	0,45	0,20
MOTA ENGL	0,16	0,44	<b>-0,10</b>	0,40	0,39	0,26
PORTUCEL	0,30	0,38	0,20	0,07	0,28	0,25
PORTUGAL TELECOM	0,87	0,62	0,38	0,98	1,21	<b>0,81</b>
REN	0,08	0,01	N/A	N/A	N/A	<b>0,04</b>
SEMAPA	2,15	2,62	0,75	0,08	0,43	<b>1,21</b>
SOARES DA COSTA	<b>-0,35</b>	0,14	0,24	<b>-0,04</b>	0,09	0,02
SONAE SGPS	<b>-0,16</b>	<b>-0,63</b>	N/A	0,10	0,17	<b>-0,13</b>
SONAE INDUSTRIA	<b>-0,14</b>	0,37	0,63	0,24	0,74	0,37
SONAECOM	0,05	<b>0,00</b>	0,16	0,39	0,19	0,16
ZON MULTIMÉDIA	0,49	0,23	0,38	0,31	0,28	<b>0,34</b>

Tabela 9:95 Price to Book Value Ratio para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	4,16	4,36	1,98	N/A	N/A	3,50
BANCO COMERCIAL P.	2,91	2,63	2,57	2,27	2,02	2,48
BANCO ESPIRITO SANTO	1,59	1,63	1,71	2,03	1,86	<b>1,76</b>
BANCO P. INVESTIMENTO	2,47	3,05	2,45	2,28	1,83	2,42
BRISA	3,62	3,61	2,64	2,64	2,35	2,97
CIMPOR	2,23	2,66	2,05	2,39	2,85	2,44
EDP	2,60	2,51	1,96	2,01	1,18	<b>2,05</b>
GALP	6,34	2,85	N/A	N/A	N/A	4,60
IMPRESA	2,06	2,62	3,14	4,36	3,07	3,05
JERÓNIMO MARTINS	5,88	4,34	3,80	3,57	13,05	6,13
MOTA ENGL	2,94	3,57	2,34	1,70	1,31	<b>2,37</b>
PORTUCEL	1,46	1,64	1,25	1,09	0,97	<b>1,28</b>
PORTUGAL TELECOM	6,71	4,04	4,36	5,01	2,78	4,58
REN	1,92	N/A	N/A	N/A	N/A	<b>1,92</b>
SEMAPA	1,33	1,39	1,12	1,23	1,75	<b>1,36</b>
SOARES DA COSTA	2,45	0,89	0,48	0,52	0,38	<b>0,94</b>
SONAE SGPS	2,82	1,95	1,73	1,39	1,35	<b>1,85</b>
SONAE INDUSTRIA	1,56	2,02	1,85	N/A	N/A	<b>1,81</b>
SONAECOM	1,29	2,02	1,90	3,35	2,25	<b>2,16</b>
ZON MULTIMÉDIA	7,78	7,25	6,93	5,74	6,17	6,77

Tabela 9:97 Margem Operacional para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	18,51%	15,28%	12,16%	N/A	N/A	<b>15,32%</b>
BANCO COMERCIAL P.	12,51%	17,76%	17,96%	6,95%	11,37%	13,31%
BANCO ESPIRITO SANTO	17,34%	15,86%	12,99%	8,01%	11,16%	13,07%
BANCO P. INVESTIMENTO	14,93%	17,51%	16,24%	9,19%	10,98%	13,77%
BRISA	45,20%	52,52%	52,76%	56,26%	51,42%	<b>51,63%</b>
CIMPOR	22,28%	24,90%	23,16%	23,68%	21,23%	<b>23,05%</b>
EDP	14,17%	12,11%	11,80%	4,34%	12,98%	11,08%
GALP	8,05%	5,76%	7,70%	6,96%	4,51%	6,60%
IMPRESA	14,09%	13,01%	15,58%	16,42%	2,93%	12,40%
JERÓNIMO MARTINS	4,21%	4,90%	5,66%	5,94%	4,23%	4,99%
MOTA ENGL	10,57%	6,44%	13,53%	13,86%	2,76%	9,43%
PORTUCEL	22,44%	18,52%	12,95%	9,59%	11,09%	14,92%
PORTUGAL TELECOM	20,33%	19,44%	22,85%	24,26%	20,83%	<b>21,54%</b>
REN	46,16%	157,05%	34,10%	20,51%	N/A	<b>64,45%</b>
SEMAPA	19,00%	17,19%	11,16%	13,62%	9,76%	14,14%
SOARES DA COSTA	4,27%	4,90%	0,89%	2,51%	3,21%	3,16%
SONAE SGPS	6,57%	5,18%	5,76%	11,35%	3,25%	6,42%
SONAE INDUSTRIA	9,92%	7,07%	7,40%	8,83%	0,21%	6,69%
SONAECOM	2,47%	2,12%	3,40%	8,57%	1,93%	3,70%
ZON MULTIMÉDIA	10,35%	16,89%	21,62%	21,77%	8,64%	<b>15,85%</b>

Tabela 9:98 Crescimento Real das Vendas para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	40,88%	89,54%	N/A	N/A	N/A	65,21%
BANCO COMERCIAL P.	18,97%	<b>-0,97%</b>	12,42%	<b>-9,13%</b>	4,37%	5,13%
BANCO ESPIRITO SANTO	24,93%	19,29%	<b>-6,06%</b>	4,31%	<b>-7,66%</b>	6,96%
BANCO P. INVESTIMENTO	34,53%	10,39%	8,57%	<b>-6,70%</b>	<b>-7,36%</b>	7,89%
BRISA	8,82%	<b>-3,21%</b>	<b>-2,09%</b>	2,21%	6,49%	2,44%
CIMPOR	17,51%	3,68%	10,10%	<b>-2,01%</b>	0,05%	5,87%
EDP	3,94%	3,85%	30,08%	2,42%	5,98%	9,25%
GALP	0,42%	6,53%	17,82%	22,72%	4,00%	<b>10,30%</b>
IMPRESA	6,46%	<b>-5,71%</b>	0,04%	<b>-5,77%</b>	3,65%	<b>-0,27%</b>
JERÓNIMO MARTINS	18,94%	12,02%	7,26%	<b>-0,10%</b>	<b>-15,46%</b>	4,53%
MOTA ENGIL	4,71%	<b>-8,37%</b>	15,82%	13,95%	11,48%	7,52%
PORTUCEL	3,73%	1,91%	2,90%	<b>-4,59%</b>	<b>-11,10%</b>	<b>-1,43%</b>
PORTUGAL TELECOM	<b>-5,28%</b>	<b>-3,70%</b>	4,47%	<b>-0,45%</b>	0,21%	<b>-0,95%</b>
REN	40,62%	3,26%	26,83%	N/A	N/A	<b>23,57%</b>
SEMAPA	<b>-9,67%</b>	<b>-1,97%</b>	105,33%	73,98%	<b>-18,18%</b>	29,90%
SOARES DA COSTA	<b>-4,54%</b>	<b>-1,56%</b>	<b>-7,17%</b>	4,25%	<b>-25,25%</b>	<b>-6,85%</b>
SONAE SGPS	3,11%	3,38%	<b>-0,84%</b>	<b>-37,53%</b>	<b>-3,52%</b>	<b>-7,08%</b>
SONAE INDUSTRIA	19,15%	12,89%	<b>-4,11%</b>	1,19%	<b>-5,87%</b>	4,65%
SONAECOM	4,33%	<b>-3,98%</b>	<b>-6,46%</b>	2,70%	2,91%	<b>-0,10%</b>
ZON MULTIMÉDIA	5,64%	3,37%	3,15%	<b>-16,85%</b>	<b>-2,13%</b>	<b>-1,36%</b>

Tabela 9:99 Debt to Equity Ratio para o período 2007-2003

ACÇÕES	2007	2006	2005	2004	2003	MÉDIA
ALTRI	3,57	6,00	1,62	N/A	N/A	3,73
BANCO COMERCIAL P.	7,99	7,58	7,16	8,63	6,61	7,59
BANCO ESPIRITO SANTO	6,80	6,34	8,31	7,75	7,50	7,34
BANCO P. INVESTIMENTO	5,57	5,85	5,65	7,37	7,72	6,43
BRISA	1,96	1,64	1,47	1,48	1,64	1,64
CIMPOR	1,03	0,86	0,92	1,20	1,47	1,10
EDP	1,74	1,55	1,73	1,91	1,35	1,66
GALP	0,35	0,54	0,57	0,94	1,27	<b>0,73</b>
IMPRESA	1,25	1,49	1,71	0,83	1,53	1,36
JERÓNIMO MARTINS	0,92	0,85	1,05	1,33	3,12	1,45
MOTA ENGIL	4,95	2,07	1,84	1,77	1,92	2,51
PORTUCEL	0,64	0,67	0,80	0,94	0,97	<b>0,80</b>
PORTUGAL TELECOM	2,99	1,88	2,94	2,45	1,60	2,37
REN	2,04	1,99	1,03	1,45	N/A	1,63
SEMAPA	1,26	1,10	1,15	2,53	3,22	1,86
SOARES DA COSTA	2,42	1,48	1,71	1,95	1,03	1,72
SONAE SGPS	1,83	1,62	1,65	1,58	2,42	1,82
SONAE INDUSTRIA	1,32	1,54	1,22	1,08	2,04	1,44
SONAECOM	0,42	0,51	0,67	0,72	1,18	<b>0,70</b>
ZON MULTIMÉDIA	0,68	0,63	0,41	0,52	0,04	<b>0,46</b>

Tabela 9:100 Classificação das acções por indicadores em 2007

ACÇÕES	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	TOTAL
	PER	EPS	Price to Book V	FCFPS	ROE	ROA	RL positivos	Margem Op	cresc.real vendas	Debt to Equity	Monopólio	
ALTRI	√	√			N/D	N/D	√	√				4
BANCO COMERCIAL P.	√				√		√				√	4
BANCO ESPIRITO SANTO	√	√	√				√				√	5
BANCO P. INVESTIMENTO	√	√			√		√				√	5
BRISA		√					√	√			√	4
CIMPOR	√	√		√	√	√	√	√			√	<b>8</b>
EDP		√	√		√		√				√	4
GALP	N/D	√	N/D	√	√	√	√		√	√		<b>7</b>
IMPRESA											√	1
JERÓNIMO MARTINS	√				√		√					3
MOTA ENGIL			√				√					2
PORTUCEL	√		√				√			√		4
PORTUGAL TELECOM	√	√		√	√		√	√			√	<b>7</b>
REN	N/D		N/D		√	√	√	√	√		√	<b>6</b>
SEMAPA		√	√	√	√	√	√					<b>6</b>
SOARES DA COSTA			√									1
SONAE SGPS	√		√		√		√					4
SONAE INDUSTRIA			√									1
SONAECOM			√							√		2
ZON MULTIMÉDIA		√		√	√	√	√	√		√	√	<b>8</b>

Tabela 9:101 Evolução da Carteira WB

2000					2001					2002				
Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final	Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final	Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final
Activos com Risco					Activos com Risco	16 559 084	16,67%	-67,62%	5 362 016	Activos com Risco	44 502 433	50,00%	-7,20%	38 089 904
Banco Espírito Santo					Banco Espírito Santo					Banco Espírito Santo	14 834 144	16,67%	9,34%	16 220 168
Brisa					Brisa					Brisa				
Cimpor					Cimpor					Cimpor				
Portugal Telecom					Pararede	16 559 084	16,67%	-67,62%	5 362 016	Pararede				
Semapa					Portugal Telecom					Portugal Telecom	14 834 144	16,67%	-25,90%	10 991 364
Vodafone Telecel					Vodafone Telecel					Semapa	14 834 144	16,67%	-26,67%	10 878 373
										Vodafone Telecel				
Activo sem Risco					Activo sem Risco					Activo sem Risco				
OCZ	100 000 000	100,00%	-0,65%	99 354 511	OCZ	82 795 426	83,33%	1,02%	83 642 851	OCZ	44 502 433	50,00%	0,69%	44 808 003
<b>TOTAL</b>	<b>100 000 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>-0,65%</b>	<b>99 354 511</b>	<b>TOTAL</b>	<b>99 354 511</b>	<b>100,00%</b>	<b>-10,42%</b>	<b>89 004 867</b>	<b>TOTAL</b>	<b>89 004 867</b>	<b>100,00%</b>	<b>-6,86%</b>	<b>82 897 907</b>

2003					2004					2005				
Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final	Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final	Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final
Activos com Risco	82 897 907	100,00%	7,31%	88 961 727	Activos com Risco	88 961 727	100,00%	11,26%	98 979 544	Activos com Risco	98 979 544	100,00%	29,02%	127 707 781
Banco Espírito Santo	13 816 318	16,67%	3,67%	14 323 161	Banco Espírito Santo	22 240 432	25,00%	1,99%	22 683 896	Banco Espírito Santo	24 744 886	25,00%	2,26%	25 303 067
Brisa	13 816 318	16,67%	-0,56%	13 738 552	Brisa	14 826 954	16,67%	26,88%	18 812 395	Banco P. Investimento				
Cimpor					Cimpor					Brisa	16 496 591	16,67%	5,92%	17 472 720
Ibersol	13 816 318	16,67%	12,03%	15 479 027	Novabase	14 826 954	16,67%	4,85%	15 545 987	Cimpor				
Novabase	13 816 318	16,67%	0,85%	13 934 406	Pararede					Novabase				
Pararede					Portugal Telecom	14 826 954	16,67%	12,48%	16 678 048	Pararede				
Portugal Telecom	13 816 318	16,67%	19,46%	16 505 031	Semapa	22 240 433	25,00%	13,57%	25 259 217	Portugal Telecom	16 496 591	16,67%	-5,52%	15 585 215
Semapa	13 816 318	16,67%	8,43%	14 981 549						Semapa	41 241 477	41,67%	68,15%	69 346 779
Vodafone Telecel														
Activo sem Risco					Activo sem Risco					Activo sem Risco				
OCZ					OCZ					OCZ				
<b>TOTAL</b>	<b>82 897 907</b>	<b>100,00%</b>	<b>7,31%</b>	<b>88 961 727</b>	<b>TOTAL</b>	<b>88 961 727</b>	<b>100,00%</b>	<b>11,26%</b>	<b>98 979 544</b>	<b>TOTAL</b>	<b>98 979 544</b>	<b>100,00%</b>	<b>29,02%</b>	<b>127 707 781</b>

Continuação da Tabela 9:101

2006					2007					2008				
Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final	Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final	Activos	Valor Inicial	Peso	Rend.	Valor Final
Activos com Risco	127 707 781	100,00%	27,36%	162 642 967	Activos com Risco	121 982 225	75,00%	0,20%	122 306 841	Activos com Risco	122 169 670	75,00%	-17,97%	91 985 815
Banco Espírito Santo	31 926 945	25,00%	27,33%	40 653 309	Banco Espírito Santo					Banco Espírito Santo				
Banco P. Investimento					Banco P. Investimento					Banco P. Investimento				
Brisa	21 284 630	16,67%	32,91%	28 289 698	Brisa	27 107 161	16,67%	4,36%	28 289 405	Brisa				
Cimpor					Cimpor					Cimpor				
Novabase					Novabase					Galp				
Pararede					Portugal Telecom					Portugal Telecom				
Portugal Telecom	21 284 630	16,67%	15,22%	24 524 912	Semapa	94 875 064	58,33%	-0,90%	94 017 437	Ren	27 148 815	16,67%	-21,69%	21 261 572
Semapa	53 211 575	41,67%	30,00%	69 175 048						Semapa	95 020 855	58,33%	-25,57%	70 724 243
										Zon Multimédia				
Activo sem Risco					Activo sem Risco					Activo sem Risco				
OCZ					OCZ	40 660 742	25,00%	-0,18%	40 586 052	OCZ	40 723 223	25,00%	2,26%	41 642 298
<b>TOTAL</b>	127 707 781	100,00%	27,36%	162 642 967	<b>TOTAL</b>	162 642 967	100,00%	0,15%	162 892 894	<b>TOTAL</b>	162 892 894	100,00%	-17,97%	133 628 114

Tabela 9:102 Evolução da Carteira Buy & Hold

Activos	Ponto de Partida		2000		2001		2002		2003		
	Valor Inicial	Peso	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Saída da Vodafone	Valor Final
<b>Activos com Risco</b>	83 333 333	83,33%	8,80%	90 668 656	-15,32%	76 557 753	-8,00%	71 428 460	11,69%	15,89%	80 108 149
Banco Espírito Santo	16 666 667	16,67%	-4,44%	15 927 399	-17,74%	13 102 202	9,34%	14 326 401	3,67%	1,64%	16 845 085
Brisa	16 666 667	16,67%	25,83%	20 971 302	-3,05%	20 330 631	13,30%	23 035 565	-0,56%	9,50%	25 053 225
Cimpor	16 666 667	16,67%	63,49%	27 248 515	-25,38%	20 333 172	-18,99%	16 472 443	26,15%	26,15%	23 254 428
Portugal Telecom	16 666 667	16,67%	-8,63%	15 228 286	-7,42%	14 098 736	-25,90%	10 446 463	19,46%	26,27%	14 955 411
Vodafone Telecel	16 666 667	16,67%	-32,24%	11 293 154	-23,02%	8 693 012	-17,78%	7 147 588	9,74%	7 843 781	
<b>Activo sem Risco</b>											
OCZ	16 666 667	16,67%	-0,65%	16 559 085	1,02%	16 728 570	0,69%	16 843 435	0,40%	-	16 909 971
<b>TOTAL</b>	100 000 000	100,00%	7,23%	107 227 741	-12,60%	93 286 323	-6,56%	88 271 895	9,81%	-	97 018 120

Activos	2004			2005		2006		2007		2008	
	Novo Peso	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final
<b>Activos com Risco</b>	82,57%	10,46%	89 158 008	3,61%	93 249 466	28,13%	121 225 437	4,39%	125 080 816	-44,21%	68 776 949
Banco Espírito Santo	17,36%	1,99%	17 180 969	2,26%	17 568 527	27,33%	22 370 407	9,81%	24 564 892	-55,13%	11 021 981
Brisa	25,82%	26,88%	31 787 457	5,92%	33 668 371	32,91%	44 749 101	4,36%	46 700 775	-46,86%	24 815 874
Cimpor	23,97%	0,48%	23 367 041	11,78%	26 119 408	37,04%	35 793 263	-5,21%	33 927 264	-42,67%	19 450 886
Portugal Telecom	15,42%	12,48%	16 822 542	-5,52%	15 893 159	15,22%	18 312 666	8,60%	19 887 884	-32,18%	13 488 208
Vodafone Telecel											
<b>Activo sem Risco</b>											
OCZ	17,43%	-0,04%	16 903 404	-0,45%	16 826 504	-1,04%	16 650 925	-0,18%	16 620 339	2,26%	16 995 440
<b>TOTAL</b>	100,00%	9,32%	106 061 412	3,81%	110 075 969	24,29%	137 876 362	2,87%	141 701 155	-36,47%	85 772 389

Figura 9:1 Desvalorização da Carteira Buy & Hold

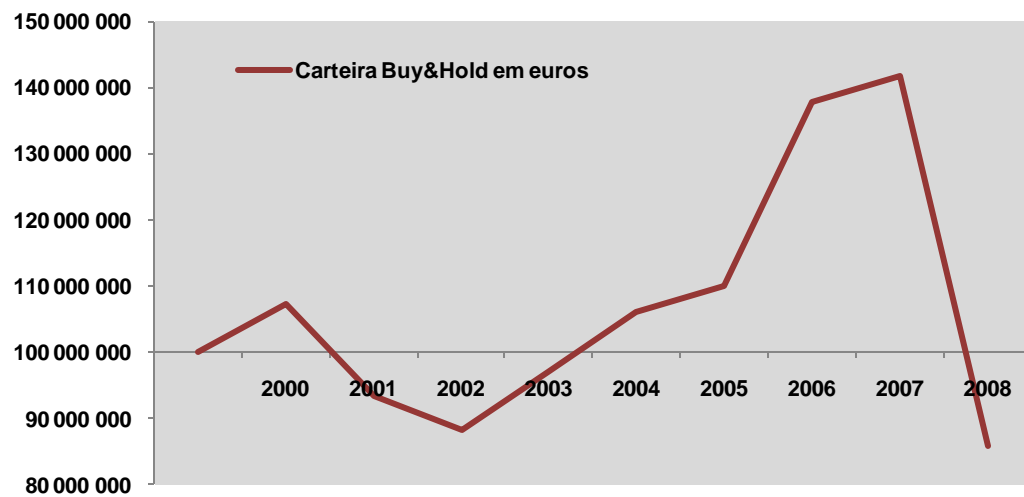


Figura 9:2 Taxa de Rendibilidade da Carteira Buy & Hold

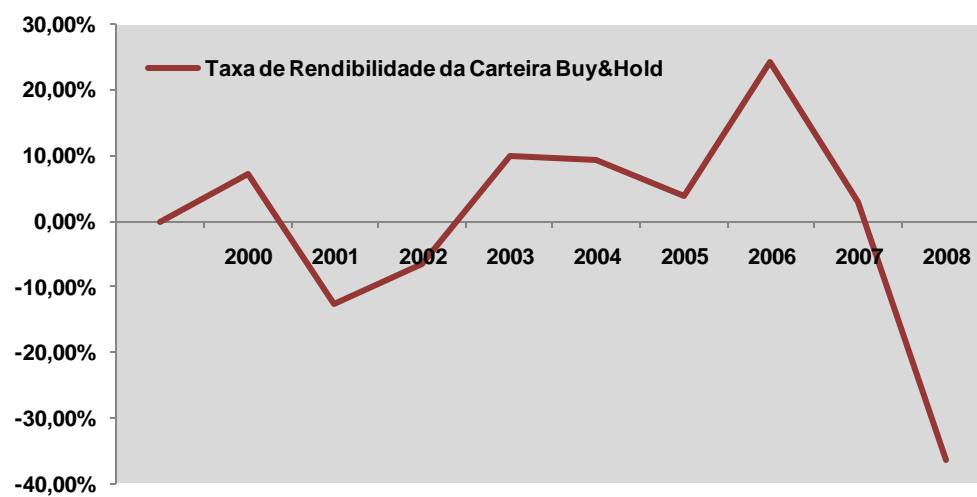


Tabela 9:103 Evolução da Carteira Índice

Activo	Ponto de Partida		2000		2001		2002		2003	
	Valor Inicial	Peso	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final
Activo com Risco										
PSI-20	100 000 000	100%	-12,21%	87 786 819	-24,49%	66 288 791	-25,28%	49 533 331	13,48%	56 210 730

Activo	2004		2005		2006		2007		2008	
	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final	Rendibilidade	Valor Final
Activo com Risco										
PSI-20	10,81%	62 287 757	13,33%	70 592 594	30,17%	91 892 961	15,97%	106 566 365	-50,81%	52 415 086

Figura 9:3 Desvalorização da Carteira Índice

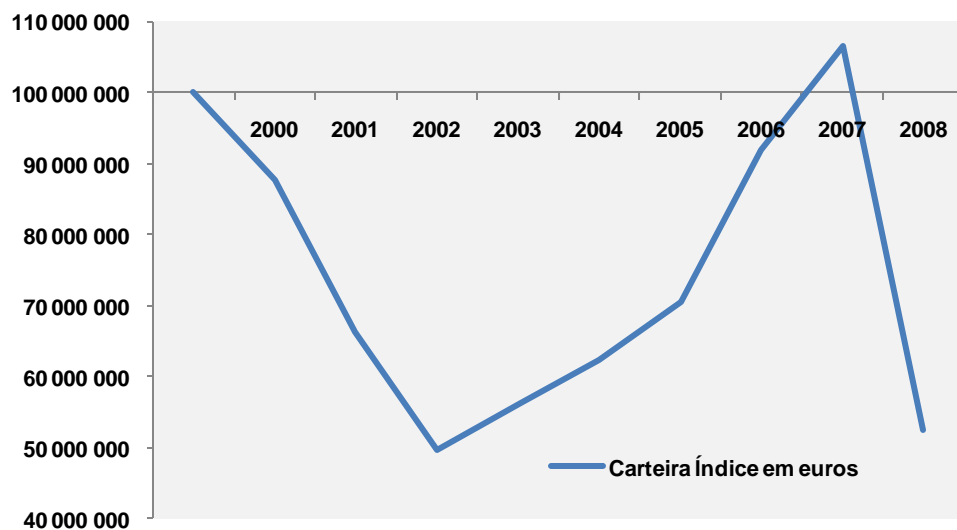


Figura 9:4 Evolução da taxa de Rendibilidade da Carteira Índice

