

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA NÃO COTADA DO SECTOR
DA DISTRIBUIÇÃO CINEMATOGRAFICA
(ESTUDO DE CASO)**

Pedro Miguel Duarte

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Finanças

Orientador:

Prof. Dr. Pedro Leite Inácio

Maio de 2007

ABSTRACT

In seeing an increase in the frequency of acquisition processes, whether they be of listed or non-listed companies, the enterprise value is increasingly becoming an important issue within the current enterprise realm. Their value assessment becomes easier when in the presence of an active market with comparable asset prices and above all when considering listed companies. The valuation of a non-listed company on the other hand is a more complicated task. This said, and before these companies became public, a considerable number of them began functioning as a private. In order to be admitted in the stock exchange market or becoming a component of a holding, a valuation process had to be put in motion, of which consisted the valuation of the intrinsic value's potential and the interest of the potential investor as well as undoubtedly its capital structure. It is this difficulty in valuation that will be analyzed, through a case study of a private Portuguese company, Columbia TriStar Warner Filmes, within the theatrical distribution sector. Considering this is a non-listed company, the multiples methodology will be applied, from which through the use of a number of multiple regressions based on a sample composed essentially of entertainment sector companies, an enterprise value and a value per share will be obtained for the above mentioned company and in turn will be supported by hypotheses with the most statistical significance and financial theory adherence. An expansion plan along with a seven year forecast will also be projected for the current activity.

Keywords: Entertainment, multiple, private companies, valuation.

J.E.L. classification: G12, G39.

RESUMO

O valor das empresas é cada vez mais uma questão importantíssima no âmbito empresarial actual, uma vez que assistimos a processos de aquisição com mais frequência, sendo as empresas-alvo cotadas ou não. Esta avaliação torna-se mais fácil perante um mercado em actividade com preços de activos comparáveis e sobretudo com empresas cotadas na bolsa. A avaliação de uma empresa não cotada torna-se portanto mais complicada, no entanto muitas das empresas antes de se transformarem em sociedades anónimas iniciaram a sua actividade assumindo um tipo de sociedade diferente, e para se efectivar a entrada no mercado bolsista ou para se tornarem partes integrantes de *holdings*, uma análise teve de ser desenvolvida, análise esta que consistiu certamente na avaliação do potencial de valor intrínseco e de atractividade para o potencial investidor, considerando impreterivelmente a estrutura financeira. É esta a problemática que vai ser analisada, através de um estudo de caso de uma empresa não cotada do sector da distribuição cinematográfica em Portugal, a Columbia TriStar Warner Filmes. Através do método dos múltiplos, por se tratar precisamente de uma empresa não cotada, e com o auxílio de regressões múltiplas tendo por base uma amostragem composta essencialmente por empresas de *entertainment*, será indicado um *Enterprise Value* e um valor por acção para a empresa em questão, baseado nas hipóteses com maior significância estatística e maior adesão à teoria financeira. Será igualmente projectado um plano de expansão da actividade, com um horizonte temporal de sete anos.

Palavras chave: Avaliação, *entertainment*, empresas não cotadas, múltiplos.

Classificação J.E.L.: G12, G39.

ÍNDICE

Introdução	1
Revisão da literatura	
Noções e conceitos de valor	5
Princípios fundamentais de análise	8
<i>Due diligence</i>	10
Ópticas de avaliação de empresas	
Óptica patrimonial	11
Óptica mista ou económica	13
Óptica financeira ou do rendimento	17
Óptica de mercado	26
Óptica das opções reais	34
Óptica regulamentar	37
Criação de valor	38
Estudo de caso	
Enquadramento sectorial	43
Análise de rácios e indicadores de empresas do sector e de sectores relacionados	49
Decomposição do valor das empresas da amostra	55
Método dos múltiplos	59
Análise de um plano de expansão futura	70
Conclusão	76
Lista de siglas/abreviaturas utilizadas	82
Lista de abreviaturas utilizadas para as empresas da amostra	84
Bibliografia	86
<i>Sites</i> consultados	89
Anexos	
Anexo A - Dados do sector	92
Anexo B - Dados e indicadores das empresas	99

Anexo C - Médias de rácios e indicadores com <i>outliers</i>	120
Anexo D - Decomposição de valor nas ópticas <i>firm</i> e <i>equity</i>	122
Anexo E - Regressões	123
Anexo F - Planos de expansão da actividade	129

ÍNDICE DE TABELAS

TABELA 1:	Médias sem <i>outliers</i> de alguns rácios e indicadores do sector de <i>media e electrical/electronics</i>	50
TABELA 2:	Médias sem <i>outliers</i> de alguns rácios e indicadores do sector de <i>entertainment</i> e do segmento de distribuição de cinema	51
TABELA 3:	Médias de 2003 a 2005 sem <i>outliers</i> por cada sector/segmento e médias de cada sector/segmento do período de 2003 a 2005	52
TABELA 4:	Decomposição de valor através da óptica <i>firm</i> (valores em milhões na respectiva divisa)	56
TABELA 5:	Decomposição de valor através da óptica <i>equity</i> (valores em milhões na respectiva divisa)	57
TABELA 6:	Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o <i>EV/EBITDA</i>	60
TABELA 7:	Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o <i>PBV</i>	61
TABELA 8:	Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o <i>PS</i>	62
TABELA 9:	Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o <i>q</i> de Tobin	63
TABELA 10:	Regressões seleccionadas	64

INTRODUÇÃO

Devido à turbulência económica a que se assistiu nos últimos anos na economia portuguesa, motivada por diversos e variados factores, como por exemplo a crescente onda de privatizações, à mais comum realidade de fusões e aquisições, ao próprio desenvolvimento do mercado de capitais, à presença mais recorrente de sociedades de capital de risco e também pela diversidade e elasticidade das políticas de financiamento, as técnicas de avaliação de empresas ganharam também um certo relevo, pois da qualidade da avaliação e análise pode resultar um factor crítico de sucesso para a performance futura da empresa que possa estar em questão.

A subjectividade e o contexto empresarial, podem ditar e influenciar a(s) técnica(s) a utilizar/adaptar, pois é fundamental uma aderência consistente e uma coerência predominante, para que possamos ter uma avaliação o mais sólida e segura possível, de modo a permitir uma tomada de decisão devidamente fundamentada, justificando as conclusões obtidas.

A estratégia que se pretende seguir, se já estiver definida antecipadamente, pode ajudar a ajustar e a fundamentar as técnicas de avaliação em questão, assim como a avaliação em si pode igualmente condicionar e redireccionar a estratégia que se pensava ou pretendia estabelecer e dirigir de início, pelo que é sempre importante e favorável para a condução eficiente da perspectiva de negócio futura, uma estratégia apenas delineada à partida (se for o caso) não demasiadamente rígida nem particularmente vocacionada para certos e determinados pontos de base, pois isto pode após a avaliação, trazer conflitos não necessariamente correctos ou emergentes da natureza base da empresa e do potencial de valor, mas sim conflitantes com a estratégia que se pensava implementar e seguir sem antes ter uma ideia e conhecimento mais profundo do potencial da empresa em termos actuais e de crescimento futuro.

Questões juridico-fiscais podem influenciar igualmente a avaliação, cujo grau de complexidade será ditado pelo propósito da avaliação, uma vez que esta pode ser efectuada com objectivo de preparar a aquisição ou a venda de apenas uma participação

social ou até mesmo da totalidade do capital social da empresa. No caso de aquisições, dever-se-á proceder à pesquisa de informação relevante sobre todos recursos da empresa, riscos inerentes e oportunidades de negócio e investimento (*due diligence*). Neste caso, a *due diligence* terá um papel fulcral e preponderante no plano futuro de integração da empresa. Portanto, não só a análise das demonstrações financeiras é suficiente para se aferir qualquer conclusão.

Este é o ponto de partida para o trabalho que se irá desenvolver. A avaliação de uma empresa não cotada é à partida um desafio interessante, pela “problemática” que traz o facto de ser uma avaliação feita com base em indicadores, trazendo provavelmente uma dose de subjectividade e imprevisibilidade, mas por outro lado criando e mostrando uma nova realidade que essa mesma empresa teria se adoptasse uma nova forma de actuação corporativa.

Proceder-se-á à avaliação de uma empresa não cotada da área da distribuição cinematográfica, utilizando como valores da sua actividade, como ponto de partida para a avaliação, valores que não correspondem precisamente aos reais por razões de confidencialidade, dados estes no entanto coerentes com a actividade e performance da empresa, de modo a permitir uma análise não muito afastada da realidade.

Recorrendo a dados de empresas cotadas do mesmo sector, de outros sectores relacionados e igualmente a dados dos segmentos da distribuição de cinema destas mesmas empresas cotadas, procura-se então através do método dos múltiplos proceder à avaliação da empresa, calculando o seu *Enterprise Value*, avançar um valor de cotação e até avaliar o seu potencial de crescimento.

O sector em questão é um sector que não permite uma estimação completamente fiável de *cash flows* futuros, uma vez que o potencial de receitas assenta não num produto ou serviço completamente estruturado em termos de base de oferta, mas sim num produto de características variáveis, motivada por diversos factores e não só pela natureza dos filmes mas também pela oferta concorrencial a cada momento de lançamento de um novo filme, pela altura do ano, pela qualidade dos filmes em questão, pela temática abordada em cada filme em ligação directa com a globalização e mediatização contextualizante a nível nacional e internacional.

A incerteza assenta também na dependência do que os produtores poderão trazer para o ecrã e na alimentação de sequelas de êxitos de bilheteira anteriores, que nunca são à partida sinónimo de novo sucesso. Portanto, o prazo temporal de estimação de receitas é relativamente curto e extremamente relativo. É certo que se trata de um sector vital para o entretenimento da sociedade, visto que o *entertainment* é uma fonte cultural imprescindível e enraizada em toda a população, ou seja, não será de todo uma actividade com risco de cessação, mas também não será menos verdade que novas ideias e conceitos cinematográficos são necessários para revitalizar um público-alvo que tem vindo a decrescer nestes últimos anos (como se irá ver na aplicação prática), pois não basta a garantia da subsistência mas também a continuidade do interesse e do entusiasmo, sob risco de fazer decrescer a actividade a níveis criticamente preocupantes.

Tudo isto, toda esta realidade envolvente e estrutural, terá de ser levada em conta para a avaliação da empresa, pois não será suficiente a análise nua e crua de simples dados de actividade, descurando o que possa estar para vir. A informação é cada vez mais poder, e a capacidade de previsão e antevisão, pode ser um factor crítico de sucesso, vital e imprescindível para o desfecho das empresas. Estruturou-se o trabalho tentando dar uma ideia o mais esclarecedora possível de como um processo de avaliação deve ser feito. Primeiro com uma abordagem teórica sobre toda a problemática que envolve a avaliação de empresas, não concentrado apenas no método e na especificidade do caso, mas pelo contrário, indicando-se em termos gerais o que se deve fazer e ter em conta para dar início a este tipo de análises, e o que fazer para se obter resultados o mais fiáveis possíveis.

Depois, passa-se para o estudo de caso, apresentado de forma mais minuciosa. Inicia-se com um enquadramento sectorial, para que determinadas variáveis sejam evidenciadas, variáveis estas que podiam até eventualmente ter sido desprezadas por falta de conhecimento, e que seja desta forma possível uma maior e mais fácil percepção do contexto situacional histórico e presente, que é sempre fundamental para qualquer análise a fazer.

A análise de informação financeira através de alguns rácios e indicadores é o ponto de partida para o trabalho prático. Foi recolhida uma série de informação, de vinte

empresas cotadas norte-americanas (doze das quais do sector de *entertainment* em que uma não é cotada, e as restantes do sector de media e ainda de outros sectores com segmentos-empresa relacionados com a distribuição de cinema), de dezoito empresas europeias (igualmente do sector de *entertainment* e de outros relacionados, sendo três não cotadas), e ainda de quinze segmentos-empresa de distribuição de cinema, destas já consideradas, em que duas delas não são cotadas. Toda esta informação, como outras complementares mas necessárias à análise, podem ser encontradas em anexos.

Após esta breve análise de rácios e indicadores das empresas que compõem a amostra e que servirão de base para exequibilidade deste trabalho, através das ópticas *firm* e *equity* decompõe-se o valor de cada uma delas, e afere-se da sua sub ou sobreavaliação, e tenta-se dar uma breve explicação do porquê.

O passo seguinte é o trabalho estatístico, e várias regressões múltiplas vão ser testadas na tentativa de obter regressões com R^2 admissíveis, conjugadas com variáveis independentes (*ROA*, *ROE*, *ROI* e *ROS* como variáveis de rentabilidade, *GCA* e *GEA* como variáveis de risco e *g* como variável de crescimento) com coeficientes teoricamente correctos para a obtenção de múltiplos admissíveis, para depois se proceder à selecção da melhor regressão dentro de cada um dos múltiplos. Como variáveis independentes tem-se à partida o *Enterprise Value/EBITDA*, o *Price to Book Value*, o *Price to Earnings*, o *Price Earnings to Growth*, o *Price to Sales* e o *q* de Tobin. Várias hipóteses serão depois testadas conjugando os melhores múltiplos, para chegar finalmente ao *Enterprise Value (EV)* e ao valor de cotação decorrentes. Como se dispõe igualmente dados de outras empresas não cotadas, avançar-se-á também um *EV* para mais três empresas (das quais uma fundação) e dois segmentos-empresa.

Finalmente, testa-se a viabilidade de um projecto de expansão futura para a Columbia TriStar Warner, tendo em conta o potencial de exploração de algumas áreas de negócio ainda não operadas – a distribuição de filmes nacionais e a aquisição dos direitos de distribuição de filmes independentes - ou pelo menos não operadas com regularidade (no caso da distribuição dos filmes nacionais), procurando avaliar o acréscimo de valor criado por cada uma destas oportunidades isoladamente e o potencial sinérgico desta possibilidade de expansão no seu todo e qual o acréscimo de valor para o valor do capital próprio.

REVISÃO DA LITERATURA

1. NOÇÕES E CONCEITOS DE VALOR

O processo de avaliação de uma empresa não obedece simplesmente a factores objectivos, mas está igualmente associado a uma envolvimento subjectiva. Fundamentalmente, no equilíbrio entre o que um potencial comprador estiver disposto a pagar e o que o vendedor aceite receber, encontra-se o valor da empresa. Este equilíbrio estará muito próximo do valor que se possa estimar para a empresa.

Podemos encontrar um valor para empresa em termos de base, mas se por detrás desta avaliação estiver um objectivo ou um projecto pré-concebido, esta avaliação poderá ser conduzida para um campo mais específico de modo a poder com mais objectividade esclarecer o que dela se pretende em termos futuros, como por exemplo avaliar e analisar uma participação do capital próprio ou uma das unidades de negócio.

Em termos gerais, podemos dizer que o processo utilizado para determinar o valor de uma entidade, é a avaliação de uma empresa. O processo não será nunca rígido. Toda a informação sobre a empresa, o sector em que está inserida, o contexto de inserção e as perspectivas de evolução da empresa e do mercado actuante são fundamentais para a análise, de modo a permitirem uma maior compreensão de determinados factos que poderão não ser entendíveis sem uma análise prévia e detalhada. Relativamente à empresa, será absolutamente fundamental conhecer todos os acordos existentes, políticas internas e direitos e deveres concedidos aos trabalhadores. Todo o activo e passivo deve ser analisado com todo o detalhe possível, L.C. Soffer e R.J. Soffer (2003)¹.

¹ Soffer, Leonard C., e R.J. Soffer, 2003, *Financial Statement Analysis: A Valuation Approach*, *passim*.

Conceitos essenciais de valor da empresa

- Valor do negócio ou valor do rendimento de exploração: Corresponde ao valor dos activos afectos à exploração, determinado pela sua capacidade para gerar *cash flows* futuros.
- Valor dos capitais próprios: É o valor da empresa para os seus sócios ou accionistas.
- Valor de cada acção: Será o valor dos capitais próprios a dividir pelo número total de acções existentes.
- Valor de uma quota: Valor dos capitais próprios a multiplicar pela percentagem de capital detida pelo sócio em questão.

Outros conceitos de valor

- Justo valor: Segundo o *International Valuation Standards (IVS)*, será o preço expresso em dinheiro ou algo equivalente, a que uma propriedade troca de proprietário, entre um interessado vendedor e um interessado comprador, num mercado aberto sem restrições, sem que nenhum seja forçado a vender ou a comprar sob pressões, e em que ambos têm conhecimento razoável dos factos relevantes. Como o conceito e definição de justo valor pode ser relativo, aqui fica esta de acordo com o *IVS*.
- Valor para o investidor: O valor que o investidor encontra, é um valor próprio, partindo de variáveis e condições específicas e próprias, que pensa poder usufruir ou desenvolver através da sua acção ou gestão. Varia portanto de investidor para investidor e em função do que considera ou estima ser possível, através de sinergias, reformulações ou outros actos de gestão ou de intervenção. Não pode ser comparado com o valor intrínseco precisamente por este condicionalismo e/ou por esta relatividade introduzida.
- Valor de mercado: Valor pelo qual (neste caso a empresa) podia ser transaccionada num mercado de referência competitivo e sem restrições, permitindo uma troca justa entre comprador e vendedor, perfeitamente conscientes da situação e das condições presentes de concorrência, regulamentações e conjunturas emergentes, assim como de todos os factores internos relevantes. É portanto encontrado um valor com base nas condições

gerais de mercado, sem ter em conta qualquer variável ou condicionantes relativas a potenciais compradores.

- Valor de rendimento ou intrínseco: É um conceito de valor que resulta da avaliação efectuada por um avaliador credenciado ou por um analista financeiro, tomando em consideração todas as características relativas à empresa, quer em termos internos quer em termos de investimento, igualmente sem sofrer a influência de potenciais investidores. Em certos casos, poderá coincidir com o valor de mercado, mas apenas quando a opinião de valor produzida por vários especialistas é perfeitamente convergente.
- Valor fundamental: É um conceito de valor mais elaborado. Visa fundamentalmente a acção (mercado de capitais), em que através da avaliação de variáveis críticas de sucesso e de actividade, pode ser encontrado o seu valor intrínseco. Desta forma, e após uma avaliação rigorosa, podemos facilmente, e apenas pela comparação do valor de cotação com o valor fundamental, aferir se valerá a pena vender (preço de cotação superior) ou comprar.

Copeland, Koller, e Murrin (1994)²

² Copeland, Tom; T. Koller, e J. Murrin, 1994, *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, *passim*.

2. PRINCÍPIOS FUNDAMENTAIS DE ANÁLISE

- Estrutura accionista

A repartição das várias percentagens de capital detido e a inerente forma de distribuição do capital, o número e composição dos diversos sócios e accionistas, direitos e restrições diversas (estatutárias, de voto, etc.), tudo isto define o nível de controlo e a complexidade deste na empresa, e permite aferir o valor de cada participação, pois o seu valor pode não corresponder apenas à percentagem detida. Para a tomada de decisão, o valor da participação torna-se cada vez mais elevado quanto mais proporcionar a capacidade de acção. Para as escolhas estratégicas esta é uma questão fundamental, pois a liberdade de tomada de decisão é sem dúvida alguma um factor crítico.

- Going concern value³

O princípio de continuidade da empresa é uma questão também extremamente relevante. É pressuposto que a empresa em questão funcionará de modo continuado, com uma duração ilimitada. Não serão consideradas portanto manobras de redução de actividade ou de liquidações parciais (de segmentos ou em termos globais). A viabilidade é à partida igualmente um pressuposto. O normal funcionamento da empresa é portanto mantido numa base estável, de modo a que se possa estender no tempo a previsão da actividade futura, permitindo uma estimação de valor, com base em dados de actividade actuais. Caso contrário, a avaliação tornar-se-ia ainda mais subjectiva e relativa.

- Objectivo/propósito

Diversos propósitos correntes podem surgir, como avaliação de uma ou mais áreas/segmentos de negócio, preparação de aquisições ou vendas, fusões ou cisões, até mesmo conflitos internos de sócios ou accionistas, ou eventualmente questões familiares podem estar em jogo. A complexidade pode ainda ser aumentada perante restrições fiscais e/ou jurídicas. Tudo isto condicionará e influenciará por outro lado os critérios de avaliação. Será portanto, escolhido o

³ Pelo POC, é definido o termo de “continuidade”, enquanto há autores que preferem o termo “funcionamento”, daí utilizar-se o termo em inglês que também é bastante utilizado e talvez mais consensual.

que se considere ser o método mais eficaz de avaliação, tendo em conta todo este contexto, de modo a tornar a avaliação o mais objectiva e acertada possível. É então fundamental que esta questão relativa ao objectivo analítico seja abordada e encarada de uma forma o mais realista possível, para que a sua identificação clara contribua para a definição também do objectivo a que se proporá a análise e avaliação que terá lugar. Este é um ponto fundamental e essencial de partida.

- Ciclo de vida

A avaliação deve ter seriamente em conta o ciclo de vida da empresa. As decisões de fusões, aquisições ou outro tipo de aliança, devem ser sustentadas após o enquadramento desta questão, uma vez que em função do ciclo de vida que a empresa atravessa, todas as decisões estratégicas de curto e médio prazo serão impreterivelmente influenciadas. Por exemplo, a fusão entre a AOL e a Time Warner acabou por ser um *case study* relativamente a esta questão, dada a combinação existente entre algumas variáveis, estando presente uma série de factores comuns a ambas as empresas, mas igualmente uma série de condicionantes, Domingos Ferreira (2002)⁴.

⁴ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 98.

3. DUE DILIGENCE

O plano de recolha de informação, é essencial para um conhecimento profundo (o mais possível) da empresa, isto após já estar definido o objectivo da avaliação e análise e as técnicas/métodos a utilizar.

A recolha de informação mais profunda está presente nos processos de aquisição, e é o mais frequente. Nesta situação, todo o contexto envolvente da empresa, como as potenciais oportunidades de negócio, riscos associados, pontos fortes e fracos, assim como uma análise exaustiva aos recursos activos, passivos, colaboradores, tecnologias, etc., serão fundamentais pontos de interesse.

Não só o aspecto técnico deve ser evidenciado e preparado, pois existem questões muitas vezes de pormenor, que ao serem esquecidas ou descuradas, podem levar à utilização de dados incorrectos ou desajustados, precisamente pela falta de aderência à realidade. Todos os aspectos que possam ter impacto directo ou indirecto, imediato ou futuro no valor da empresa, devem ser objecto de consideração para efeitos de análise.

A determinação do grau de profundidade das auditorias e diagnósticos deverá ser feita à partida, para que a obtenção de informação válida e real seja o mais verdadeira possível, de modo a permitir um ponto de partida o mais prometedo possível. Nesta fase o diagnóstico estratégico, será tão importante como a auditoria financeira ou como a análise da cultura organizacional, ou das tecnologias ou até mesmo do imobilizado. Esta panóplia de informação deve ser vista como um todo que vai permitir um ponto de partida para o esmiuçar de focos de informação que ajudarão de forma vital a avaliação final a que se propõe, J. C. das Neves (2002)⁵.

⁵ Neves, João Carvalho das, 2002. *Avaliação de Empresas e Negócios*, p.8 e 9.

4. ÓPTICAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Em função dos objectivos de avaliação estabelecidos, diferentes ópticas de avaliação podem ser utilizadas. No entanto importa referir que por detrás de qualquer avaliação está sempre subjacente o conceito de justo valor. Como a subjectividade associada a este conceito é elevada, iremos recorrer então a diferentes metodologias/ópticas de avaliação. É importante ter também sempre em consideração que avaliar para quem compra é diferente de avaliar para quem vende, uma vez que estão em jogo interesses antagónicos. As referências para avaliar uma empresa são valores mínimos e máximos, sendo que o intervalo de conveniência ajustado entre estes valores terá de ser positivo e será a base do processo. Se houver lugar a transacção fixar-se-á monetariamente o valor da empresa, caso contrário, não se saberá qual o valor, devido à falta de sintonia.

Citando Domingos Ferreira (2002, *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 99), “A avaliação de uma organização sempre constituiu um tema de profunda reflexão, desejando os especialistas encontrar os modelos que melhor se adaptem a uma determinada situação específica e para a qual precisam de determinar um valor. O óptimo seria poder encontrar um padrão de medida adequado e razoável, que fosse possível aplicar a todas as situações e independentemente dos pontos de vista em presença. Tal não é possível e basta analisar a literatura da especialidade ao longo do tempo para concluir que esse padrão de medida universalmente reconhecido e incontestado não foi ainda encontrado. Possivelmente nunca existirá!!!!”.

Podemos definir as seguintes ópticas:

4.1 ÓPTICA PATRIMONIAL

Esta é uma óptica considerada tradicional, Domingos Ferreira (2002)⁶. Aqui, os Activos e Passivos (contabilizados e não contabilizados) serão tomados em consideração individualmente, e constituirão a base de trabalho e avaliação segundo esta metodologia, utilizando-se um critério de valorimetria aplicável a cada um destes elementos fundamentais. Nesta óptica vários critérios de avaliação são utilizados, como

⁶ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 103 a 107.

por exemplo os já referidos valor de substituição, valor de mercado, assim como valor substancial, valor contabilístico e valor de liquidação.

Por exemplo, para o cálculo do *goodwill* contabilístico, é necessário o cálculo do justo valor dos activos e dos passivos, razão fundamental para a avaliação patrimonial.

Também em situações que sejam necessários os cálculos de mais e menos valias, estas serão obtidas através da diferença entre o valor contabilístico e o respectivo justo valor do activo (esta pode ser, por exemplo, uma situação frequente em reestruturações de empresas recentemente adquiridas). As demonstrações financeiras serão o ponto de partida para a avaliação da empresa, em que procurará aferir o custo do investimento realizado pela empresa ou o custo de mercado de cada um dos elementos do activo levando em linha de conta os respectivos elementos do passivo e efectuando a sua dedução. Dever-se-á portanto proceder a uma análise profunda e rigorosa das demonstrações financeiras e, a ajustamentos se necessário, para permitir a consistência comparativa com empresas concorrentes, e/ou para ajustar activos, passivos, custos e proveitos, ou ainda, se tal se pensar relevante, ajustar valores históricos para valores correntes.

A análise das políticas contabilísticas praticadas apresenta um carácter fundamental, nomeadamente o princípio da especialização exigirá particular atenção. Para garantir que esta e outras análises são efectuadas com o máximo de rigor e isenção, é frequente a recorrência a auditorias financeiras de carácter genérico.

Algumas críticas são apontadas aos métodos baseados nesta óptica:

- A avaliação ao custo histórico motiva a que a avaliação de empresas através de critérios contabilísticos seja inadequada. O apuramento de valores pode estar claramente afectado pelo critério contabilístico adoptado por exemplo nas amortizações dos bens imobilizados, na valorimetria das existências, as provisões e a capitalização de despesas (investigação e desenvolvimento, etc.);
- Não tomam em consideração o *goodwill* nem qualquer valor imaterial;
- Dificuldade de avaliar determinados activos, quer pela dificuldade em termos de comparabilidade de mercado, quer pela subjectividade do valor que representam para a actividade da própria empresa pela utilização que proporcionam, independentemente do seu valor actual ou contabilístico (algumas vezes zero);

- Não pode identificar o valor da empresa em *going concern*, a continuidade não é aqui relevante, sendo até que é uma óptica considerada útil para um negócio que não tenha perspectivas de continuidade. Desta forma a análise resumir-se-á apenas à situação actual e presente, o mais objectiva possível, uma vez que proporciona a identificação dos bens activos e passivos integrantes do património da empresa objecto de avaliação.

J. C. das Neves (2002)⁷

4.2 ÓPTICA MISTA OU ECONÓMICA

Esta óptica está fundamentalmente ligada à óptica patrimonial, na medida em que nesta óptica, o valor da empresa é obtido através da adição do *goodwill* ao valor patrimonial, ou seja, para além de considerar a metodologia adoptada pela óptica patrimonial, acrescenta (e aqui a diferenciação entre as duas metodologias) para a análise a capacidade de geração de rendimentos superiores ao normal, através da capacidade inerente para gerar lucros anormais, que resultarão das rendas económicas provenientes das suas vantagens competitivas. Portanto, para a previsão do lucro, além da componente de lucro normal, é considerada uma fracção de lucros residuais ou supranormais, um activo intangível importante. Para além dos métodos aditivo (após avaliada cada fonte de *goodwill*, este é directamente adicionado) e subtrativo ou indirecto (o valor do *goodwill* é obtido através do valor de rendimento da empresa e o do seu valor substancial), temos também o método directo, em que a avaliação do *goodwill* é feita através do cálculo do valor actual dos lucros supranormais considerados.

Duas ópticas podem servir de base a este método:

- A óptica do capital próprio (a remuneração do capital próprio, ou seja, o resultado líquido será o rendimento a ter em conta, devendo ser considerado para efeitos de cálculo capital próprio uma vez que este é o capital dos accionistas, utilizando o custo do capital próprio como taxa de actualização), e;
- A óptica dos capitais totais investidos (aqui tomar-se-á em conta a totalidade dos capitais investidos, próprios e alheios, em que a taxa de actualização a

⁷ Neves, João Carvalho das, 2002. *Avaliação de Empresas e Negócios*, p.33.

considerar será o custo médio de capital – *EVA* e *MVA* serão conceitos a serem utilizados).

Os lucros supranormais (ou supra-lucros ou sobre-lucros – várias designações são referenciadas pelos diversos autores) têm um papel essencial, como já foi indicado. A consideração sobre esta nova componente a levar em linha de conta, não reúne consenso, o que justifica a incerteza, dificuldade e relatividade sobre o valor.

Os lucros supranormais podem ser considerados como:

- Renda perpétua de termos constantes;
- Renda constante finita e com risco de realização, considerando que o valor do *goodwill* tenderá a reduzir-se num horizonte finito (uma vez que este se baseia em vantagens competitivas não perpétuas), e tem associado um risco de não realização;
- A renda deixa de ser constante, mas com risco de não realização.

Estes modelos são extremamente apelativos, e transmitem uma certa confiança aos analistas, e congregam a rendibilidade exigida pelos accionistas e o potencial excedente criado pela utilização dos capitais.

Os investimentos em capital fixo merecem uma atenção especial, em que o seu custo de oportunidade não é de modo nenhum descurado, assim como as necessidades mais correntes de fundo de maneio necessário, mas estas a um nível mais genérico.

Economic Value Added (EVA) e Market Value Added (MVA)

O conceito de EVA é simples: lucro operacional após impostos, menos o custo de capital aplicado para obtenção desse lucro, Stewart (1991)⁸. Para o apuramento destes custos devem ser considerados os capitais próprios e alheios. O *EVA* é uma forma de medição da verdadeira rentabilidade de uma empresa (ou divisão). O custo de capital alheio (juros), é deduzido quando se calcula o lucro líquido, no entanto não se deduz nenhum custo para reflectir o custo de capital próprio. Portanto, no sentido económico, o lucro líquido contabilístico sobre-estima o "verdadeiro".

⁸ Stewart, G. Bennett, 1991. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, *passim*.

O *EVA* supera esta falha contabilística convencional. Este valor é o que se denomina como lucro residual, que significa exactamente aquilo que implica: É o resíduo que sobra depois de todos os custos serem cobertos. Sempre que uma empresa é capaz de produzir um retorno acima do exigido pelo mercado, atinge o seu objectivo máximo de criar valor para o accionista. Ou seja, sempre que o seu *Return on Investment (ROI)* for maior do que o custo médio ponderado de capital (*WACC*), a empresa terá um *EVA* positivo.

Temos:

$$EVA = RO_{\text{após impostos}} - WACC \times C_i$$

Ou, se considerarmos em termos de rentabilidade⁹:

$$EVA = (ROI - WACC) \times C_i$$

A popularidade do *EVA* deve-se em muito à sua utilidade como instrumento de gestão. Enquanto medidas de desempenho baseadas em lucros contabilísticos estáticos podem causar sérias distorções na viabilidade de longo prazo da empresa, o *EVA* leva em consideração tanto os fluxos futuros como o risco do projecto. Neste sentido, podem-se identificar como principais vantagens a linguagem conceptual simplificada, ser um único instrumento que atende a vários interesses, a agregação de conceitos, *benchmarking* para análise externa, e indicar o resultado que remunera realmente todos os *stakeholders* envolvidos, tendo em consideração o risco.

No entanto, por tratar-se de um conceito baseado numa agregação de outros conceitos mais elementares, o *EVA* carrega consigo todas as deficiências já apresentadas nestes conceitos individualmente. Entre outras questões, o *EVA* usualmente não considera as distintas probabilidades e os diferentes cenários de flexibilidade disponíveis à gestão, considerando uma única taxa de desconto (o *WACC*) como base para a obtenção do valor económico agregado. Adicionalmente, o método está sujeito a uma certa dose de subjectividade nos critérios, pairando sobre um dilema entre a simplicidade e o fácil entendimento, contra a complexidade e a precisão.

⁹ *EVA spread* = *ROI* - *WACC*.

O *MVA* não é nada mais que o valor actual dos *EVA*'s futuros, e constitui uma medida definitiva de criação de valor, podendo também ser encarado como o resultado líquido entre o capital investido e o valor de venda das acções (no mercado), uma vez que se apresenta como uma medida de desempenho cumulativa, traduzindo a avaliação que o mercado faz num certo momento, do valor actual da actividade passada e das expectativas quanto ao futuro, Domingos Ferreira (2002)¹⁰.

Pode-se estabelecer uma estreita relação entre o *EVA*, o *MVA* e os *FCFF*, que irá ser abordada um pouco mais adiante.

Avaliação do *goodwill* através do método directo

- Óptica dos capitais totais investidos

MVA ou *EVA* actualizado

$$GW = \sum_{i=1}^n \frac{RO_i(1-t) - k_m \cdot CI_{i-1}}{(1+k_m)^i} \quad (1)$$

- Óptica dos capitais próprios

$$GW = \sum_{i=1}^n \frac{RL_i - k_e \cdot CP_{i-1}}{(1+k_e)^i} \quad (2)$$

Avaliação do *goodwill* considerando uma renda perpétua de termos constantes

- Óptica dos capitais totais investidos

$$GW = \frac{RO(1-t) - k_m \cdot CI}{k_m} \quad (3)$$

- Óptica dos capitais próprios

$$GW = \frac{RL - k_e \cdot CP}{k_e} \quad (4)$$

¹⁰ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 213.

Este tipo de avaliação, se considerarmos que num mercado eficiente as rendibilidades supranormais não são passíveis de sustentabilidade duradoura, não tem aderência à realidade.

Avaliação do *goodwill* considerando uma renda finita de termos constantes

- Óptica dos capitais totais investidos

$$GW = [RO(1-t) - k_m \cdot CI] \cdot PV(k_m, T) \quad (5)$$

- Óptica dos capitais próprios

$$GW = [RL - k_e \cdot CP] \cdot PV(k_e, T) \quad (6)$$

$PV(k_x, T)$ representa o coeficiente de desconto, considerando em função da óptica uma taxa de actualização k_x , uma renda finita com T períodos finitos.

O pressuposto sobre o *goodwill* tende portanto a ser relativo e subjectivo, o que não atribui a esta óptica uma aceitabilidade devidamente sólida, na medida em que a consideração sobre as rendas poderá condicionar relevantemente o valor obtido.

A dependência dos critérios contabilísticos (crítica também já evidenciada na óptica patrimonial) é uma forte crítica apresentada a esta óptica – um dos problemas da clara ligação com a óptica patrimonial. Por outro lado, também a subjectividade do *EVA*, Young e O’Byrne (2001)¹¹, tem sido abordada, trazendo também alguma polémica acrescida para a questão.

4.3 ÓPTICA FINANCEIRA OU DO RENDIMENTO

Os rendimentos futuros constituem nesta metodologia a base de avaliação. O valor da empresa, é aqui considerado como sendo função dos rendimentos futuros, efectuando-se uma actualização desses mesmos rendimentos para o momento presente da avaliação.

Várias perspectivas de rendimentos podem ser aqui consideradas:

- Dividendos (*dividend approach*);

¹¹ Young, S. David, e S.F. O’Byrne, 2001, *EVA and Value-Based Management*, *passim*.

- Fluxos de caixa (*discounted cash flow approach*);
- Oportunidades de crescimento futuro (*current earnings plus future investment opportunities*);
- Lucros (*earnings approach*);
- Lucros supranormais (*excess earnings approach*);

Vai-se apenas detalhar a perspectiva dos fluxos de caixa e dos dividendos, pois tratam-se das perspectivas mais usuais e utilizadas. Em ambas as perspectivas, o conceito central baseia-se no valor actual, num caso dos *cash flows* futuros (*discounted cash flow valuation*) e noutro dos dividendos futuros. Antes de se passar à análise de cada uma destas perspectivas, importa abordar algumas tipologias do custo do capital, para que se possa interpretar mais facilmente determinados conceitos e suposições.

Tipologia dos custos do capital

- CUSTO DO CAPITAL ALHEIO (k_d)

O custo do capital alheio será a taxa do endividamento obtido, tudo dependendo da situação da empresa e do recurso necessário.

Através da utilização do histórico do endividamento da empresa, podemos calcular o custo médio do capital alheio (k_d):

$$k_d = \frac{EncFin}{D}$$

Esta é a forma mais simples e utilizada.

No entanto, a perspectiva da sua estimação futura é também relevante, e nessa situação, sempre que possível, a taxa de rentabilidade de obrigações será um excelente indicador, para as diferentes maturidades, sem esquecer o *rating* respectivo em cada situação, Ehrhardt (1994)¹².

Também através de métodos estatísticos de análise multivariada, são também por vezes utilizados, mas de uma forma mais complexa.

¹² Ehrhardt, Michael C., 1994. *The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital*, *passim*.

- CUSTO DO CAPITAL ECONÓMICO (k_u)

O custo do capital económico, será a rentabilidade exigida pelos investidores numa empresa sem passivo financeiro, ou seja, sem endividamento, correspondendo objectivamente a um prémio de risco que o investidor exige pela natureza do negócio, sendo então o mercado ou o sector a base para a sua estimação.

Relativamente ao custo do capital próprio, que definiremos a seguir, difere do facto que nesta situação existe apenas um tipo de risco, o de mercado.

Há portanto o pressuposto da empresa sem endividamento.

Através do *CAPM*, podemos chegar a uma expressão representativa:

$$k_u = r_f + \beta_u \cdot (r_m - r_f) \quad (7)$$

Sabendo que¹³,

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{1 + \frac{CA}{CP}(1-t)} \quad (8)$$

O beta utilizado será o *unlevered*, que corresponde à empresa não endividada.

Podemos também através de Modigliani e Miller (1958)¹⁴ definir uma expressão:

$$k_u = \frac{k_e + \frac{CA}{CP} \cdot k_d \cdot (1-t)}{1 + \frac{CA}{CP}(1-t)} \quad (9)$$

¹³ Relativamente à utilização das proposições de Modigliani e Miller (M&M) e do *CAPM*, temos de ter em conta que, o custo do capital próprio obtido através de M&M será diferente do apurado através do *CAPM* se, se introduzirem alterações na estrutura do capital, uma vez que pelo facto de não se tomar em consideração a interacção do custo do capital alheio com risco e com o custo do capital próprio, na abordagem do β e do β_u . A fórmula apresentada admite que o β da dívida é nulo.

¹⁴ Miller, M., e F. Modigliani, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Junho, *passim*.

- CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (k_e)

O custo do capital próprio corresponde à rentabilidade exigida pelos accionistas, de modo a cobrir o risco financeiro inerente (que não existe no cálculo do custo do capital próprio) e o risco do negócio. Existe portanto um risco duplo que tem de ser coberto.

Mais uma vez, através de Modigliani e Miller, podemos definir uma expressão de cálculo, considerando o k_d e o k_u :

$$k_e = k_u + (k_u - k_d) \frac{CA}{CP} \cdot (1-t) \quad (10)$$

- CUSTO MÉDIO PONDERADO DO CAPITAL (WACC) (k_m)

A ideia que está subjacente ao custo médio ponderado do capital (*weighted average cost of capital*), é a de que devemos utilizar esta taxa obtida para actualizar os capitais totais investidos, sendo que o que resulta da dívida deverá ser actualizado através da taxa do custo do capital alheio e, o capital dos accionistas, deverá ser actualizado ao custo do capital próprio definido.

Assim sendo, temos:

$$k_m = k_e \frac{CP}{CI} + k_d (1-t) \frac{CA}{CI} \quad (11)$$

Através de Modigliani e Miller podemos estimar o WACC de uma outra forma:

$$k_m = k_u \left(1 - t \cdot \frac{CA}{CI} \right) \quad (12)$$

Tal como Domingos Ferreira (2002)¹⁵ refere, o WACC é na prática utilizado como o ponto de partida para calcular o custo de capital, que será utilizado no VAL.

¹⁵ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 153 a 156.

Passemos então agora às duas perspectivas de avaliação, dentro da óptica financeira:

»» PERSPECTIVA DOS DIVIDENDOS

Os modelos baseados nos dividendos, sustentam a sua aplicabilidade na existência da distribuição de dividendos, uma vez que se não se verificar o modelo perde completamente a sua coerência.

Para os accionistas, naturalmente que o valor actual da acção é de grande importância, sendo que o seu cálculo pode ser feito, tendo em consideração os dividendos futuros até ao período que pensa manter a acção, e o preço de venda estimado das acções no mercado igualmente nesse período, utilizando como taxa de actualização o custo de oportunidade do capital (para o accionista, nesta situação será o custo do capital próprio).

Vejamos:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+k_e)^i} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \quad (13)$$

Podemos igualmente calcular o valor actual da acção, considerando o funcionamento da empresa continuamente ($n \rightarrow \infty$):

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k_e)^i} \quad (14)$$

Neste caso, através do Modelo de Gordon, consegue-se simplificar imenso a forma de cálculo, uma vez que pressupõe que os dividendos crescem a uma taxa constante (g).

Temos então:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_e - g} = \frac{D_1}{k_e - g} \quad (15)$$

Podemos através desta forma calcular também custo do capital próprio:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (16)$$

No entanto, na realidade os dividendos não podem ser determinados com tanta certeza, pois para a sua determinação são necessárias várias estimativas paralelas, entre as quais dos resultados líquidos futuros, de modo a poder prever-se conseqüentemente a existência e o valor de dividendos. Por outro lado, o grau de aversão ao risco dos accionistas e a tradução na rentabilidade a obter, faz variar a taxa de actualização ao longo dos anos.

Para além do modelo de Gordon, podemos utilizar outros, mais complexos naturalmente, mas que visam corrigir ou ultrapassar determinadas limitações apresentadas.

Relativamente à taxa de crescimento previsional, Malkiel (1963)¹⁶ desenvolveu um modelo em que considera duas fases distintas de crescimento, uma fase com uma taxa de crescimento constante supranormal (g_1), o que faz todo o sentido, visto que as vantagens competitivas das empresas permitem esta situação temporária, e, uma segunda fase, em que se considerará infinitamente uma taxa de crescimento constante e normal.

Simplificadamente, temos a seguinte aplicação:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{k_e - g_1} \cdot \left[1 - \frac{(g_1 - g_n)(1+g_1)^{T-1}}{(k_e - g_n)(1+k_e)} \right] \quad (17)$$

Desta forma, consegue-se flexibilizar o modelo de Gordon, através da introdução de uma nova taxa de crescimento, no entanto, a introdução desta segunda taxa, não pressupõe a redução gradual do crescimento, mas uma redução drástica, o que lhe reduz também a aderência à realidade. Fuller e Hsia (1984)¹⁷ mais tarde, formularam um outro modelo, o Modelo H, que pressupõe uma 3ª fase de crescimento, permitindo que nos aproximemos mais da realidade.

No entanto, o modelo de Gordon é o mais utilizado, não podendo apenas ser utilizado quando, como já referimos anteriormente, a taxa de crescimento dos dividendos for

¹⁶ Malkiel, Burton G., 1963, Equity Yields, Growth and Structure of Share Prices, *American Economic Review*, Dezembro, *passim*.

¹⁷ Fuller, R.J. e C. Hsia, 1984, A Simplified Common Stock Valuation Model, *Financial Analysts Journal*, Setembro, *passim*.

inferior ao custo do capital próprio considerado, o que pode perfeitamente acontecer nos primeiros anos de exploração.

Para estes casos, poderemos utilizar o modelo dos dividendos em duas fases, que considera um modelo geral de avaliação dos dividendos para esse período inicial, combinando-o com o modelo de Gordon (ou se preferirmos, com o modelo de Malkiel ou H), de modo a ser igualmente estimado o valor de venda da acção num futuro desejado (T), funcionando com um valor residual.

Teremos:

$$P_0 = \sum_{i=1}^T \frac{D_i}{(1+k_e)^i} + \frac{P_T}{(1+k_e)^T} \quad (18)$$

»» PERSPECTIVA DO VALOR DOS CASH FLOWS FUTUROS

Em oposição aos métodos patrimonial ou de mercado, por serem criticados como estáticos, e por se criticar igualmente os métodos que apenas consideram os lucros ignorando ou esquecendo as necessidades de investimento dos negócios, procura-se através da consideração dos *cash flows* futuros e da sua respectiva actualização ao custo de capital (ajustado ao nível de risco e à natureza do capital), calcular o valor da empresa.

O valor actual líquido (VAL) é o método de avaliação mais utilizado e com aplicabilidade superiormente reconhecida. De forma muito básica, podemos dizer que considerando o investimento inicial (I_0), iremos actualizar os *cash flows* futuros de cada período, utilizando a taxa adequada relativa ao custo do capital ou do nível de rentabilidade exigida (com o pressuposto de que será constante). Se o VAL for positivo então o investimento valerá a pena.

Temos então a seguinte fórmula:

$$VAL = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CashFlow_i}{(1+k)^i} \geq 0 \quad (19)$$

Para encontramos o investimento máximo suportável em cada negócio, temos:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{CashFlow_i}{(1+k)^i} \quad (20)$$

Temos então o ponto de partida para prosseguirmos com a avaliação.

Existem duas abordagens essenciais de avaliação, a dos *cash flows* do investimento (*cash flow* para os accionistas, designado por Damodaran (1996)¹⁸ como *free cash flow to equity*) e a dos *cash flows* do investidor (*cash flow* operacional líquido para avaliação, designado por Damodaran com *free cash flow to firm* ou por Rappaport como *cash flow from operations*).

- **Cash flow do investimento ou FCFF (free cash flow to firm)**

O *FCFF* não é mais do que os meios gerados pela operação da empresa, líquida dos investimentos em capital fixo e tendo em conta as necessidades de fundo de maneo necessário, necessários para a vitalidade da empresa.

Temos portanto um activo económico que liberta resultados económicos, em que teremos de utilizar o custo médio ponderado de capital. O *Enterprise Value*, corresponderá ao valor do rendimento do negócio, diferente do conceito português (uma vez que valor da empresa é igual ao valor dos capitais próprios).

Em termos práticos temos:

$$FCFF = RO(1-t) + Amortizações + Provisões - \Delta FMN \text{ Bruto} - \Delta CFE$$

Ou

$$FCFF = FCFE + Juros(1-t) + Re emb.empréstimos - Novas dividas$$

Estas são as duas formas principais. No entanto, outras formas são também apresentadas, Domingos Ferreira (2002)¹⁹.

¹⁸ Damodaran, Aswath, 1996. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, passim*.

¹⁹ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p.198.

O modelo *FCFF* pode ainda estender a sua aplicação com duas e três fases, Domingos Ferreira (2002)²⁰.

- **Cash flow do investidor ou FCFE (free cash flow to equity)**

Este tipo de *cash flow* representa os meios financeiros líquidos obtidos através da operacionalidade do negócio, de investimento (tendo igualmente em conta o financiamento externo por capital alheio), que ficarão disponíveis para os accionistas. O valor dos capitais próprios corresponderá ao valor da empresa. O modelo *FCFE* estima o valor do capital próprio como o valor actual dos fluxos de tesouraria livres em relação ao capital próprio ao longo do tempo, Domingos Ferreira (2002)²¹.

Através do método indirecto, temos então:

$$FCFE = RL + Amortizações + Provisões - \Delta NFM - Invest.cap.fixo - reemb.cap.empréstimos + emprést.obtidos$$

Podemos estabelecer também a seguinte relação:

$$\text{Valor do capital próprio} = VA\ FCFF + \text{Activos extra-exploração ao valor venal} - \text{passivo de financiamento}$$

A capacidade de geração de fluxos de tesouraria para os accionistas é aqui completamente exposta.

Tal como para o *FCFF*, podemos encontrar ainda extensões deste, o *FCFE* com duas e três fases.

O valor do capital próprio pode ser igual através do *FCFE* ou do *FCFF* se a dívida não estiver subavaliada, e neste caso as obrigações estarão valorizadas correctamente, e, se houver consistência entre os pressupostos de ambos os modelos.

²⁰ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 202 a 206.

²¹ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 186.

4.4 ÓPTICA DE MERCADO

Domingos Ferreira (2002)²², denomina esta óptica como avaliação relativa. Nesta óptica, as empresas concorrentes (ou que tenham sido objecto de aquisição) cotadas servirão de base. Os preços de transacção serão um elemento chave. Devido aos riscos inerentes a cada negócio e ao risco financeiro, existem muitas vezes dificuldades na escolha de empresas de comparação adequadas, e esta é a grande dificuldade na aplicação desta metodologia. A base fundamental desta óptica são portanto, modelos de carácter relativo que pela sua simplicidade e operacionalidade são bastante utilizados.

Em termos práticos, o valor do capital próprio corresponderá ao valor da capitalização bolsista da empresa, que se calcula através do produto da cotação pelo número de acções, para o caso de a empresa em questão ser cotada. Porém, a empresa que será objecto de análise no estudo de caso a apresentar, será uma sociedade por quotas, pelo que apenas através de múltiplos iremos chegar ao valor da empresa. Neste caso e em casos idênticos, irão recolher-se valores de referência (dentro do possível) de empresas cotadas do mesmo sector e indicadores médios sectoriais para tornar a análise o mais próxima da realidade possível.

O valor de um activo é (então) obtido por comparação com o valor de activos similares, baseado nos múltiplos²³ sectoriais de:

- Resultados;
- Vendas;
- *Cash flows*;
- Valores contabilísticos.

A comparação com outras empresas do mesmo sector é simples e intuitiva e funciona bem quando se dispõe de um grupo significativo de empresas para o efeito. No entanto, se por um lado reduz a probabilidade de uma avaliação a preços muito díspares da média sectorial, por outro, não salvaguarda o especialista contra o facto de as empresas consideradas estarem sobre ou sub-avaliadas. A avaliação relativa é muito utilizada para efeitos de fusões ou aquisições de empresas, embora seja necessário ter presente o estágio de ciclo de vida em que se encontram. Uma prática muito comum na aplicação

²² Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, Capítulo 6, *passim*.

²³ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 129.

deste conceito de avaliação relativa consiste em utilizar múltiplos, para valorizar uma empresa no interior de uma indústria ou sector. Os pressupostos são:

- Que as outras empresas escolhidas no interior da indústria são comparáveis à empresa a avaliar;
- Que o mercado, em termos médios, valoriza correctamente aquelas empresas.

Domingos Ferreira (2002)²⁴.

Por tudo isto este método é também conhecido como método dos múltiplos ou método da análise comparativa, J. C. das Neves (2002)²⁵.

Os múltiplos mais importantes e fundamentais para a análise serão o *PER* ou *P/E ratio* (*price to earnings ratio*), o *PEG* (*price earnings to growth ratio*), o *PCF* (*price to cash flow*), o *PBV* (*price to book value*), o *PS* (*price to sales*), entre outros mais ou menos utilizados, mas igualmente importantes que se indicarão mais à frente.

Price to Earnings

O *P/E* calcula-se da seguinte forma:

$$P/E = \frac{\text{Valor de cotação (P)}}{\text{Resultado por acção (RPA)}}$$

ou para empresas não cotadas²⁶:

$$P/E = \frac{\text{Valor de mercado dos capitais próprios (VCP)}}{\text{Resultado líquido (RL)}}$$

Decompondo este indicador, tomando em consideração o modelo de Gordon, temos:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g} \Leftrightarrow P_0 = \frac{d \cdot RPA_1}{k_e - g}, \text{ então,}$$
$$\frac{P_0}{RPA_1} = \frac{d}{k_e - g} \tag{21}$$

²⁴ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 129 e 130.

²⁵ Neves, João Carvalho das, 2002. *Avaliação de Empresas e Negócios*, Capítulo 4, *passim*.

²⁶ Se multiplicarmos numerador e denominador pelo número total de acções.

No que toca ao RPA, a diferenciação nas políticas de amortizações e provisões podem provocar acentuadas diferenças que podem influenciar criticamente os resultados, como tal estes resultados deverão ser ajustados para permitir a compatibilização da análise. Outra situação pretende-se com a não consideração de resultados extraordinários, de modo a caracterizar-se por um plano de continuidade normal.

O P/E é extremamente fácil de calcular e reflecte o risco, a rendibilidade e o crescimento inerente à empresa.

No entanto, este indicador não tem aplicabilidade quando a empresa apresenta prejuízos, e a variabilidade dos resultados por vezes transmite para o P/E uma certa volatilidade.

Através do P/E , podemos portanto, calcular o preço de cotação de uma outra empresa, ou até o valor de mercado dos capitais próprios, utilizando as fórmulas anteriormente indicadas:

$$P_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = RPA_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot P/E_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

ou

$$VCP_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = RL_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot P/E_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

Um P/E elevado pode indicar expectativas favoráveis, segurança nos resultados e/ou posição no mercado e *status*.

Aspectos mais relevantes a ter em consideração numa avaliação baseada no P/E ²⁷:

1. Condições gerais de índole económica e financeira;
2. O tipo de actividade e as perspectivas da indústria;
3. A dimensão da empresa e a sua posição no interior do sector ou da indústria;
4. Para as empresas não cotadas, os elementos reais são sempre uma incerteza. Não é pouco comum que as empresas não cotadas venham a apresentar um P/E muito mais elevado do que seria pensável antes de se tornarem cotadas. Como precaução, para avaliar empresas não cotadas, dever-se-á utilizar

²⁷ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 133.

como base inicial uma percentagem entre 50% e 75% da média do *P/E* das empresas cotadas no interior dessa indústria;

5. A diversidade de accionistas e a posição financeira dos mais importantes;
6. A confiança e o suporte dos resultados passados e das perspectivas futuras;
7. Liquidez e solidez dos activos;
8. Características intrínsecas, utilizações específicas ou mais genéricas dos activos;
9. Endividamento. Um rácio elevado de endividamento implica maior risco financeiro e uma taxa de rendimento accionista esperada mais elevada;
10. Dependência da empresa do conhecimento ou da capacidade de certas pessoas – proprietários, quadros ou outros.

Price to Cash Flow

O *PCF* obtém-se:

$$PCF = \frac{\text{Valor de cotação (P)}}{\text{Cash flow por acção (CFA)}}$$

Para o *cash flow* por acção, consideram-se os resultados líquidos, as amortizações e provisões do exercício.

Através deste rácio, eliminam-se os riscos da incomparabilidade que o *P/E* pode trazer pela eventual existência de diferenciação das políticas de amortização e provisões.

No entanto, e tal como o *P/E*, este indicador não tem aplicabilidade quando a empresa apresenta prejuízos, e a variabilidade dos resultados implicará uma perversa volatilidade.

O raciocínio de aplicação é idêntico ao do *P/E*:

$$P_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = CFA_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot PCF_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

Price Earnings to Growth

O *PEG* permite identificar empresas com acções sobre ou subavaliadas, através da comparação entre o *P/E* e a taxa de crescimento esperada (*g*).

Vejamos:

$$PEG = \frac{P/E}{g}$$

Se:

$$PEG < g \Rightarrow \text{Empresa subavaliada}$$

$$PEG > g \Rightarrow \text{Empresa sobreavaliada}$$

Price to Book Value

Temos então:

$$PBV = \frac{\text{Valor de cotação (P)}}{\text{Valor contabilístico por acção (VCA)}}$$

Se decomposermos este indicador tomando em consideração o modelo de Gordon, tal como se fez para o *P/E*, temos²⁸:

$$P_0 = \frac{BV_0 \cdot d \cdot RCP_1}{k_e - g},$$

Então,

$$PBV_0 = \frac{d \cdot RCP_1}{k_e - g} \Leftrightarrow PBV_0 = \frac{RCP_1 - g^*}{k_e - g}$$

Para a sua aplicabilidade, teremos:

$$P_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = VCA_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot PBV_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

Ou, caso a empresa não seja cotada:

$$VCP_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = CP_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot PBV_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

²⁸ Tendo presente que: $g^* = RCP(1-d)$.

O *PBV* tem como grande vantagem ser aplicável a empresas que apresentem resultados negativos, superando desta forma o *P/E* ou o *PCF*, não deixando de ser um rácio fácil e simples de calcular. Indica-nos também a medida do valor criado relativamente aos capitais investidos pelos accionistas. No entanto, e agora de acordo com o *P/E*, o valor do capital próprio será também afectado pelas políticas contabilísticas adoptadas. É porém de difícil aplicação para empresas cuja actividade não incorpore activos fixos com valor significativo, normalmente empresas de prestação de serviços.

Domingos Ferreira (2002)²⁹ refere-se por outro lado ao valor de mercado/valor contabilístico (*MV/BV – market to book* ou *price to book*), utilizando-o para criar um ajustamento entre estes dois tipos de valor, formando por assim dizer um rácio modificado:

$$MV / BV_{ajustado} = \frac{MV / BV}{RCP}$$

O rácio³⁰ de Tobin's *q*, é considerado uma variante do múltiplo preço de mercado/valor contabilístico. A sua expressão é:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado dos activos}}{\text{Valor de substituição/reposição dos activos}}$$

É extremamente útil como medida de criação de valor, facultando indicações sobre os intangíveis da empresa e sobre o valor considerado para as oportunidades futuras. Quanto maior for o índice, maior será o potencial de valor criado.

Dadas as dificuldades por vezes existentes na atribuição dos valores de substituição, considera-se frequentemente este derivado:

$$q = \frac{\begin{array}{l} \text{Valor contabilístico do endividamento +} \\ \text{+ Valor de liquidação das acções preferenciais +} \\ \text{+ Valor de mercado das acções ordinárias} \end{array}}{\text{Valor total dos activos}}$$

²⁹ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 139.

³⁰ Autor James Tobin (1969), Economista, vencedor de um prémio Nobel. Tobin, James, 1969, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, n.º 1, *passim*.

Price to Sales

Este múltiplo é também identificado como o múltiplo do volume de negócios:

$$PS = \frac{\text{Valor de cotação (P)}}{\text{Volume de negócios por acção (VNA)}},$$

ou,

$$PS = \frac{\text{Valor do CP a preço de mercado (VCP)}}{\text{Volume de negócios (VN)}}$$

Podemos também aqui aplicar o modelo de Gordon:

$$P_0 = \frac{d \cdot VNA_1 \cdot RLV_1}{k_e - g} \quad (22)$$

Então,

$$PS_0 = \frac{d \cdot RLV_1}{k_e - g} \quad (23)$$

Aplicando, mais uma vez, temos:

$$P_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = VNA_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot PS_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

ou,

$$VCP_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = VN_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot PS_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

Este rácio é menos utilizado do que os anteriormente indicados, no entanto, quando não é possível calcular um dos anteriores torna-se numa boa solução alternativa, uma vez que tem menos volatilidade, as políticas contabilísticas registam aqui menos impacto, e pode também ser aplicado a empresas com resultados negativos ou até em situação de falência. No entanto, as margens e a estrutura de custos são aqui claramente desconsideradas, sendo esta a grande crítica a apontar a este múltiplo.

Domingos Ferreira (2002)³¹, foca o valor de mercado/valor das vendas (*MV/V*), conferindo uma abordagem mais específica para este múltiplo. É dada ênfase à margem líquida sobre as vendas:

$$MV/V_{ajustado} = \frac{MV/V}{\text{Margem líquida}}$$

³¹ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 141.

Enterprise Value

Para além dos múltiplos indicados anteriormente, também através do *Enterprise Value* (valor da empresa – valor dos capitais totais líquidos de disponibilidades avaliados a preço de mercado) podemos comparar e avaliar empresas, quer através dos resultados antes de juros e impostos, quer dos resultados antes de juros, impostos, amortizações e provisões.

Temos:

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

Aplicando:

$$EV_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} = EBITDA_{(\text{Empresa que se pretende avaliar})} \cdot \left(\frac{EV}{EBITDA} \right)_{(\text{Empresa de base comparativa})}$$

O aspecto económico da empresa é aqui estudado, sendo que o investimento total é analisado antes do efeito do endividamento, e por outro lado, as políticas contabilísticas são aqui muito pouco relevantes para a análise.

Domingos Ferreira (2002)³², considera o *Enterprise Value/vendas*:

$$EV/V = \frac{\text{Capital próprio} + \text{Divida} - \text{Caixa}}{\text{Vendas}}$$

Tal como para *MV/V*, tem como base os proveitos da empresa.

Também *Enterprise Value/EBITDA* é um indicador a tomar em consideração. O valor de mercado da empresa é aqui comparado com os resultados operacionais antes de juros, amortizações e de impostos.

Outros indicadores/múltiplos

Para além dos indicadores financeiros, outros indicadores poderão ser utilizados para analisar/comparar empresas, no entanto, estes surgirão associados especificamente a cada sector, não se podendo definir uma base comum analítica, antes pelo contrário, podem sempre utilizar-se novos indicadores, desde que se revelem úteis e coerentes.

³² Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p. 142.

Por exemplo, para as empresas de capital de investimento ou de capital de risco, é frequente a utilização dos múltiplos *EBIT/EBITDA*.

Para o caso que irá ser analisado, poderão utilizar-se dados homogéneos, como número de espectadores, número de cinemas, número de filmes, ou até número de cópias.

4.5 ÓPTICA DAS OPÇÕES REAIS

Apesar de não reconhecida pelo *International Valuation Standards* nem pelo *Business Valuation Standards*, é uma óptica que deve ser tomada em linha de conta, e constituiu-se num instrumento de enorme utilização na avaliação de negócios e de investimentos. Um importante objectivo de análise de investimentos é o de proporcionar informação sobre possibilidades tecnológicas, potencial de mercado e de custos de exploração e de produção, Domingos Ferreira (2002)³³.

As empresas e o seu contexto de gestão, nem sempre (ou raramente) apresentam uma evolução passiva ou estática. A gestão envolve uma dinâmica constante e uma incerteza acentuada. Os gestores são frequentemente confrontados com decisões de investimento, adiamento ou até abandono. Mesmo nas situações de investimento, nem sempre a estimação dos *cash flows* é facilmente determinável, ou até de certo modo previsível. Ou por outro lado, *cash flows* estimados com uma certa fiabilidade, podem estar sujeitos a diversas condicionantes (externas e não só) que poderão alterar o rumo dos acontecimentos. Como já referido, decisões de investimento, adiamento ou abandono podem estar ligadas não só a capacidades/disponibilidades financeiras, mas também à descoberta de novas tecnologias ou produtos, ou até quem sabe ao *timing* da recolha de parceiros de investimento.

Tudo isto para referir que o futuro pode ser tudo menos um roteiro estável e previsível, ou seja, inúmeras opções ou situações poderão surgir e obrigarão o gestor a decidir em conformidade com a capacidade e interesse da empresa, e estas opções são designadas precisamente por opções reais, e evidenciam um potencial de criação de valor para a empresa.

³³ Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p.375.

Uma opção real é portanto um direito de tomar uma decisão, sem carácter obrigatório, decisão esta que pode envolver o abandono, o adiamento, a expansão, introdução ou qualquer outra hipótese negocial, que terá associado um custo pré-definido (considerado o preço de exercício), que será o investimento inicial. Este direito ou oportunidade manter-se-á vivo durante um determinado período de tempo, período este a que corresponde o prazo de exercício da referida opção, Trigeorgis (1996)³⁴.

As opções reais não são o mesmo que opções financeiras, uma vez que têm como activo subjacente activos tangíveis enquanto que as opções financeiras produtos financeiros tal como o próprio nome indica (acções, obrigações, índices, etc.), bem como estes activos estão cotados o que não sucede com os activos subjacentes das opções reais. As opções reais são parte integrante da empresa, ao passo que as opções financeiras são emitidas por terceiras entidades, sendo controladas e estando sujeitas a variáveis exógenas e envolvem um risco de controlo superior. Importa ter bem presente esta distinção.

Tipos de opções reais:

- Opção de mudança de actividade;
- Opção de interrupção;
- Opção de diferimento;
- Opção de alteração da escala operacional - Abandono, contracção ou expansão;
- Opção de extensão;
- Opção regulamentar ou contratual (cláusulas, termos regulamentares ou contratuais que visam proporcionar novas oportunidade de negocio ou reduzir o nível de determinado risco);
- Opção de aprendizagem (aprofundar determinados conhecimentos contextuais para posteriormente obter um outro tipo de opção);
- Opções compostas (opção que ao ser exercida, permitirá a existência ou oportunidade de obtenção de novas opções).

A abordagem da avaliação através de opções reais é portanto nada mais que uma extensão da teoria das opções financeiras, aplicada à avaliação de activos reais, ou não-financeiros. Assim, enquanto as opções financeiras são detalhadas através de contratos,

³⁴ Trigeorgis, Lenos, 1996. *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation, passim.*

as opções reais estão embutidas em investimentos estratégicos, e por este motivo, necessitam de um cuidadoso trabalho de análise para serem correctamente identificadas e especificadas. Amram e Kulatilaka (1999)³⁵ sugerem que a mudança das opções financeiras para as opções reais requer uma nova forma de pensar, uma forma que faça a ligação entre a disciplina dos mercados financeiros e as decisões de investimentos estratégicos internas das empresas.

Outros autores acrescentam que o termo opções reais preencheria o vazio existente entre as disciplinas financeiras e de planeamento estratégico, reduzindo a distância entre a teoria financeira e realidade corporativa, ao oferecer visões importantes sobre os negócios e investimentos estratégicos (visões cada vez mais importantes no rápido ritmo de mudanças da economia mundial). Actualmente, é reconhecido o facto de que a simples avaliação pelo método tradicional dos fluxos de caixa descontados não capta adequadamente a flexibilidade disponível para quem toma decisões, para adaptar e rever decisões numa data posterior, reagindo ao desenrolar inesperado de factores externos de mercado. Ao traçar cenários esperados de fluxos de caixa, o método tradicional presume a passividade da gestão e o seu rígido compromisso com uma determinada estratégia operacional.

No entanto, a realidade das empresas e dos gestores é muito distinta das premissas de irreversibilidade adoptadas pela técnica dos fluxos de caixa descontados. À medida que novas informações se tornam disponíveis, e a incerteza sobre o futuro se reduz, a gestão pode utilizar a sua valiosa flexibilidade para alterar sua estratégia inicial de forma a beneficiar-se de oportunidades futuras, ou reduzir perdas eminentes. É exactamente esta flexibilidade operacional dos investimentos reais que as relaciona às opções financeiras. Ao utilizar-se a abordagem das opções reais para a análise de investimentos reais, atribuímos, tal como no caso de uma opção de compra, um potencial positivo de ganho, com perda limitada para o investimento em questão.

Desta forma, determinados investimentos aparentemente não atraentes (ou com valor actual líquido negativo, segundo o método dos fluxos de caixa descontados) poderiam tornar-se interessantes caso fossem vistos como prémios pagos para se ter o direito a

³⁵ Amram, M., e N. Kulatilaka, 1999, *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World, passim*.

potenciais positivos ilimitados. Assim, tal como nas opções financeiras, a flexibilidade da gestão para adaptar as suas futuras acções em resposta a condições e reacções de mercado que fugiram do inicialmente planeado, expande o valor da oportunidade de investimento, em oposição à atitude passiva adoptada como premissa na avaliação tradicional.

Neste sentido, Trigeorgis argumenta a favor de um critério expandido ou estratégico, que reflecta dois componentes de valor: o VAL tradicional (estático ou passivo) de fluxos de caixa directamente descontados, e o valor da opção da flexibilidade e das interacções estratégicas. As opções reais, desta forma, complementam a teoria do valor actual líquido, acrescentando-lhe uma importante dimensão de flexibilidade.

4.6 ÓPTICA REGULAMENTAR

É uma óptica menos considerada, ou digamos que não é apenas considerada por si só, uma vez que visa aferir o cumprimento das obrigações e inerências legais, de forma a que a avaliação limita-se a tirar conclusões a partir dos parâmetros e conceitos definidos nas diversas legislações aplicáveis.

É por assim dizer um quadro de requisitos que têm de ser respeitados, e relativamente aos quais a empresa deverá garantir o seu cumprimento. Não é portanto uma óptica utilizada isoladamente, mas sempre em consonância com outra(s) óptica(s) mais prática(s) e profunda(s), de modo a poderem aferir não só o enquadramento legal mas igualmente a componente económico-financeira.

Não deve no entanto ser descurada, pois em diversos sectores, o funcionamento baseado num desenquadramento legal pode conduzir a graves repercussões financeiras que poderão por em causa a subsistência e continuidade das empresas.

Muitas das vezes este tipo de métodos pode estar definido na legislação nacional, visando cobrir determinados tipos de necessidades ou imposições. A subjectividade de certas avaliações pode ser reduzida ou eliminada através da análise ou aplicação dos critérios desta óptica, J. C. das Neves (2002)³⁶.

³⁶ Neves, João Carvalho das, 2002. *Avaliação de Empresas e Negócios*, Capítulo 13, *passim*.

5. CRIAÇÃO DE VALOR

Para a criação de valor, aspecto importante para a problemática da avaliação de empresas, podemos igualmente ter várias perspectivas de abordagem.

De acordo com Brealey e Myers (1984)³⁷, pode-se decompor o valor das acções da seguinte forma:

- P_0 = Valor c/ crescimento nulo – VA oportunidades de crescimento
- Valor sem crescimento = $\frac{RL_{Ano1}}{Rentab.exig.accionistas}$
- VAOC (Valor actual das oportunidades de crescimento) = Valor de cotação – Valor sem crescimento

Por sua vez, Damodaran (1996)³⁸, considera a seguinte forma de decomposição:

VAP (*Value of assets in place*)

$$\begin{aligned} \text{Valor sem crescimento} &= \frac{RL_{Ano1}}{k_e (Rentab.exig.accionistas)}, \text{ ou} \\ &= \frac{RO_0(1-t)}{WACC_n} \end{aligned}$$

VNG (*Value of normal growth*)

Valor c/ crescimento normal – Valor sem crescimento

$$\text{Em que Valor c/ crescimento normal} = \frac{DIV_1}{k_e - Tx.crescimento}$$

VEG (*Value of extraordinary growth*)

VEG = Valor total – Valor c/ crescimento normal

³⁷ Brealey, R., e Myers, S., 2000, *Princípios de Finanças Empresariais*, *passim*.

³⁸ Damodaran, Aswath, 1996. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, *passim*.

Outros métodos surgem para tentar aperfeiçoar ou ultrapassar determinadas limitações ou dificuldades de outros métodos. Resumidamente, temos:

REVA – Refined Value Added ou EVA aperfeiçoado

O *REVA* assume o valor de mercado da empresa, em vez do capital investido. Considera-se que o *REVA* possa ser complementar do *EVA*, mas será um indicador mais adequado para a avaliação do desempenho das organizações ao nível superior. Quem defende o *REVA* assume esta posição. Para os níveis intermédios e inferiores ou para situações não ligadas à avaliação pelo mercado, o *EVA* pode ser mais útil.

$$EVA = RO(1-t) - k_e \times C_0$$

$$REVA = RO(1-t) - k_e \times Cap.bolsista$$

A utilização do *REVA* é justificada pelo facto da utilização do valor económico dos activos ser baseada nos registos contabilísticos, enquanto que a do custo do capital tem por suporte os valores do mercado – dos capitais próprios e alheios.

AEVA – Adjusted EVA ou EVA ajustado

A introdução deste método visa fundamentalmente a distorção provocada pela inflação e pelos seus efeitos no cálculo do *EVA*. Temos:

$$AEVA = RO(1-t) - K$$

Neste caso, *K* representa o custo do capital a preços correntes.

CVA – Cash Value Added

Conceito introduzido pela Boston Consulting Group (BCG – 1996), entre outros.

A questão essencial aqui, trata a utilização dos activos pelo seu valor bruto e não tal como no *EVA* do seu valor líquido. São efectuados ajustamentos aos fluxos de tesouraria, em que as amortizações do ano em questão são adicionadas ao resultado operacional líquido, e as amortizações acumuladas são adicionadas ao capital. Tende desta forma combater certos enviesamentos, por causa dos novos investimentos gerados pelo *EVA*.

A sua fórmula de cálculo será:

$$CVA_i = RO(1-t)_i + Amort_i - \frac{\text{Activos fixos} \times WACC}{(1+WACC)^n - 1} - C_o \times WACC \quad (24)$$

TSR – Total Shareholder Return

Este método refere-se às alterações no valor da capitalização bolsista de uma empresa acrescidas do valor dos dividendos pagos durante um período e em relação ao seu valor inicial. Será composto por duas partes:

$$TSR = \frac{\text{Dividendos} - \text{Variações no valor de mercado}}{CP_{(\text{ao valor de mercado } n-1)}}$$

TBR – Total Business Return

Compara o valor inicial de um negócio com o seu valor final e com os fluxos de tesouraria, constituindo uma medida de rentabilidade accionista.

É um modelo de grande utilização porque permite a avaliação de empresas não cotadas ou de unidades estratégicas de negócios específicas.

$$TBR = \frac{- \text{Valor inicial de negócio} + \text{Fluxos de tesouraria} + \text{Valor final/residual de negócio}}{\text{Valor inicial de negócio} \times \text{N}^\circ \text{ de anos}}$$

Domingos Ferreira (2002)³⁹, faz referência a todos estes métodos alternativos.

CFROI – Cash Flow Return on Investment

Este método foi desenvolvido pela Bolton Consulting Group e pela HOLT Value Associates. Essencialmente, é de grande utilidade quando se pretende analisar a estratégia seguida pela empresa e a aplicação dos recursos num horizonte temporal dilatado, de longo prazo. Parte do pressuposto de que o mercado valoriza as empresas cotadas com base nos *cash flows* e não nas medidas contabilísticas tradicionais de desempenho, tendo presente a distinção entre performance económica *versus* contabilística. O rácio de Tobin's *q* é a génese deste método.

³⁹ Domingos Ferreira, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, Capítulo 11.

O *CFROI* trata as empresas com uma visão particular, considerando-as como grandes projectos, sendo no entanto o seu grande objectivo a avaliação do desempenho conjunto e agregado. É feita uma comparação entre o capital investido e os *cash flows* libertados, ajustados tendo presente o efeito da inflação. Os *cash flows* serão considerados os como resultados após impostos, antes de juros, amortizações do activo fixo, rendas de contratos de leasing e outros ajustamentos devidos aos efeitos da inflação em existências ou activos monetários/financeiros. As distorções provocadas pela inflação e pela contabilidade tendem a ser minimizadas ou eliminadas. É portanto um tipo de análise de rendimento ou retorno (do mesmo âmbito do *ROI*), mas com determinados ajustamentos.

Temos portanto a seguinte taxa de *CFROI* simplificada:

$$\frac{\text{Cash flows operacionais ajustados}}{\text{Capital investido ajustado}}$$

É também designada por *return on gross investment (ROGI)* e permite pôr de lado muitos enviesamentos e distorções resultantes das práticas contabilísticas tradicionais.

O *CFROI* (expresso por uma TIR) leva-nos à obtenção de um *spread*, o *CFROI spread*, uma vez que é comparado com o *WACC*. O efeito fiscal dos juros de financiamento não é aqui considerado, uma vez que é considerada uma taxa de rendimento relativa a todas as fontes de capital. Ao basear-se no valor dos resultados operacionais ajustados, apresenta uma vantagem importante relativamente ao *EVA*, uma vez que não é uma medida exacta de fluxos de tesouraria.

Relativamente à taxa de actualização, com base nos rendimentos históricos e *cash flows*, obtendo portanto uma taxa derivada do mercado, cujas variáveis são a taxa do mercado, a dimensão da empresa e o nível de endividamento.

O método assume que todas as empresas com elevado rendimento no presente apresentarão uma redução nos seus níveis no futuro até atingirem um padrão médio, uma vez que a concorrência será atraída pela sua boa rentabilidade. Deste modo as taxas de rendimento vão decrescendo, sendo este movimento designado pelos autores por *fade factor* ou *fade rate*. Deve associar-se a este aspecto, a análise do ciclo de vida

anteriormente efectuado. Os comportamentos entre as empresas e os sectores serão diferentes, em termos de taxas e tempos de queda, Domingos Ferreira (2002)⁴⁰.

Ainda relativamente aos fluxos de tesouraria, o *CFROI* separa-os em duas partes, os resultantes dos projectos/negócios existentes e os resultantes de investimentos futuros. Para cada um dos fluxos é calculado o seu valor actual, e o valor da empresa corresponderá à sua soma.

O valor da empresa será portanto obtido da seguinte forma:

$$\underbrace{\sum_{n=1}^L \frac{\text{Fluxos líquidos tesouraria}_n}{(1+i)^n}}_{\text{Projectos, activos ou negócios existentes}} + \underbrace{\sum_{n=1}^H \frac{\text{Fluxos líquidos tesouraria}_n}{(1+i)^n}}_{\text{Investimentos futuros}}$$

Pode-se também indicar que:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{Cash flows líquidos}}{(1 + \text{Taxa actualiz.}^{\text{aº}})} + \text{Valor realizável esperado dos activos extra - exploração}$$

De um modo esquemático, pode-se igualmente apresentar o valor da empresa:

$$\begin{aligned} & \text{Projectos/negócios existentes} \\ & + \text{Investimentos futuros} \\ & + \text{Activos não operacionais} \\ & = \textbf{Valor da empresa} \\ & - \text{Endividamento e acções preferenciais} \\ & = \text{Valor do capital próprio} \\ & - \text{Interesses minoritários} \\ & = \textbf{Valor do capital próprio ordinário} \end{aligned}$$

Domingos Ferreira (2002)⁴¹

⁴⁰ Domingos Ferreira, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, p.256.

⁴¹ Domingos Ferreira, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II*, Capítulo 12, *passim*.

ESTUDO DE CASO

Com o estudo de caso desenvolvido, pretende-se avaliar uma empresa não cotada, da área da distribuição cinematográfica, e avaliar a viabilidade de uma expansão da actividade. Como se dispõe de dados de outras empresas não cotadas do mesmo sector (ou de sectores relacionados) apresenta-se igualmente valores de cotação possíveis para algumas dessas mesmas empresas, não sendo porém este um objectivo primordial.

1. ENQUADRAMENTO SECTORIAL

O *entertainment* como componente chave para o lazer e bem estar da sociedade tem complexidades que são ignoradas ou desconhecidas da maior parte dos que recorrem a este tipo de oferta para preencherem os tempos livres. Mais especificamente o cinema, é um tipo de serviço que ao longo dos anos tem acompanhado a evolução das conjunturas económico sociais, não só o cinema tradicional, mas também o *home cinema - DVD*, vídeo, tv (inclui *pay-tv* e *vídeo on-demand*) e internet.

Relativamente ao cinema tradicional, desde 1990 e durante os quatro anos seguintes, verificaram-se sucessivos aumentos dos números de admissões anuais. A evolução foi brutal, partindo de 3.500.000 admissões em 1990 até 12.000.000 em 1995 (uma evolução de quase 350%). Foi no início dos anos 90 que assistimos ao aparecimento dos grandes complexos comerciais e igualmente ao aparecimento dos grandes *multiplex*, espaços de cinema muito mais atractivos e convidativos ao público, espaços com muito maior oferta de filmes, bastante mais confortáveis e com uma considerável qualidade de serviço ao cliente, e por outro lado inseridos em superfícies comerciais também atractivas que indirectamente induziam à propensão ao consumo. Porém, em 1996, assistimos ao primeiro contra ciclo, registando-se uma quebra de cerca de 4,2%, recuperando imediatamente no ano seguinte, atingindo um valor superior a 1995, e até 2003 esta tendência não parou de crescer, chegando ao máximo de 18.894.000 admissões.

A conjuntura económica, apesar de já apresentar algumas deficiências estruturais e rodear-se de algum pessimismo, não afectou a ida da população ao cinema. *Blockbusters* com grande potencial comercial e a crescente onda de abertura de grandes espaços comerciais por todo o país, ajudaram esta tendência de crescimento. Esta tendência de abertura de complexos modernos e de grande atractividade tem-se mantido até hoje, cobrindo o país de norte a sul, do litoral ao interior, no entanto, a tendência de evolução das admissões foi invertida. Em 2004, registou-se de novo um contra ciclo na evolução das admissões, uma vez que se verificou uma quebra de 9,3% relativamente ao ano anterior. Ao contrário de 1997, em 2005, não assistimos a uma recuperação nas bilheteiras, mas ao invés verificou-se uma nova quebra nas admissões na ordem dos 8,1% (cerca de 6,7% em termos de receitas), uma vez que o número de admissões rondou os 15.800.000 espectadores.

Para 2006 a expectativa, não era demasiadamente optimista, mas já se esperava um (ligeiro) aumento nas admissões, se bem que com números muito próximos dos obtidos em 2005, pois apesar de grandes filmes como “O Código Da Vinci”, “Super-homem”, “MI3”, “Casanova”, “Piratas da Caraíbas”, “Instinto fatal 2”, “Poseidon”, “Entre inimigos”, “007 Casino Royale”, “Happy Feet”, “Marie Antoinette”, “Miami Vice”, “World Trade Center”, entre outros, não se esperava uma considerável recuperação nas vendas.

Relativamente a 2007, a expectativa é mais ambiciosa (um ano com “Sin City 2”, “Homem Aranha 3”, “300”, “Diamante de Sangue”, “Piratas das Caraíbas 3”, “Ocean’s 13”, “Shrek 3”, “Harry Potter e a Ordem de Phoenix”, entre outros), ano em que é esperada uma subida mais acentuada do volume de vendas do mercado, sendo estimado um crescimento nas admissões de cerca de 6/7%, mantendo-se esta tendência de crescimento igualmente em 2008 (outro ano com excelentes expectativas de estreias).

A tendência de decréscimo das admissões que se tem verificado, pode ter várias explicações plausíveis. Refira-se que os filmes estreados nestes últimos anos não são a causa primordial. Durante este período tivemos grandes *blockbusters*, como dois episódios de “Homem-Aranha”, a trilogia “Matrix”, quatro episódios de “Harry Potter” e também a trilogia do “Senhor dos Anéis”, “Shrek”, entre tantos outros. É certo que o conceito de muitos filmes já está muito explorado e visto, assim como as sequelas nem

sempre apresentam a qualidade dos episódios anteriores ou acabam por defraudar as expectativas criadas, os efeitos especiais já não são tão surpreendentes como antigamente, mas outras causas podem pesar mais.

É igualmente verdade que os *blockbusters* não são suficientes para assegurar um volume de vendas aceitável ou crescente, porque já não possuem a força de vendas de anos anteriores, e por outro lado porque é imprescindível um conjunto de filmes com uma força de vendas inferior mas que levem às salas de cinema muitos espectadores, pois, os *blockbusters* representam apenas pouco mais de cerca de 50% do volume de vendas anual, portanto, se os outros filmes que não *blockbusters* tiverem fracos resultados de bilheteira, é o suficiente para condicionarem fortemente o desempenho de um ano de exibição cinematográfica.

A publicidade também já não produz o impacto de anos anteriores, o público alvo já não é tão facilmente impressionável, devido à proliferação de sucessivas campanhas e de anúncios recorrentes, como tal, não produz tão facilmente o resultado pretendido, pelo que a recorrência a técnicas e campanhas inovadoras obriga a determinados esforços financeiros.

A evolução e desenvolvimento do *home cinema* tem também contribuído para o marasmo que o cinema neste momento se encontra. A recorrência ao *DVD* (sobretudo) e ao vídeo impede também o cinema de crescer mais (sobretudo pelo *timing* cada vez menor em que os produtos de *home cinema* são lançados após a estreia nos ecrãs de cinema – quatro meses actualmente), se bem que esta área comercial tem igualmente sofrido o efeito cíclico das vendas e passado também por períodos de redução de receitas e estagnação, uma vez que êxitos de bilheteira podem não significar igualmente êxitos na venda ou aluguer de *DVD*, e vice-versa.

Outras fontes de entretenimento, como os vídeo-jogos, a internet e o aparecimento de *reality shows* não contribuem positivamente para a contínua procura pelo cinema, uma vez que a tendência da população nestes últimos anos tem apontado cada vez mais para o sedentarismo. Não nos podemos esquecer que a crise económica e o pessimismo instalado no nosso país, pode ser igualmente uma fonte impeditiva do crescimento e desenvolvimento da exibição cinematográfica, mas talvez esta causa seja a menos

relevante ou influente, uma vez que esta tendência conjuntural de estagnação tem sido registada a nível mundial, mesmo em países com conjunturas económicas mais favoráveis.

A pirataria, apesar de ser a última causa aqui citada, não pode ser considerada um factor menos relevante, pelo contrário. Esta actividade tem registados aumentos consecutivos ano após ano, sendo que este tipo de crime (punível até três anos de prisão) não tem sido abordado e encarado pelas autoridades com a importância que se exige. Todas as semanas assistimos à venda cómoda, exposta e desinibida, nas feiras e mercados locais, com as mais recentes estreias, com maior ou menor qualidade, é certo, mas o suficiente para “roubar” um número ainda considerável de espectadores, embora afecte mais directamente o *home entertainment*. Também na internet é cada vez mais frequente podermos encontrar *downloads* disponíveis de filmes acabados de estrear.

Tudo isto acaba por afastar de certo modo algumas pessoas das salas de cinema, e impedi-las de usufruírem de uma das melhores emoções, que é a de assistir a um filme no cinema. Mas a tendência vai certamente mudar! Algumas alterações foram introduzidas no mercado visando de certa forma incutir uma certa vitalidade no sector. O lançamento dos filmes em vídeo/*DVD* passa agora a ser feito três meses após a estreia em cinema, em vez de seis meses como antigamente. Para o cinema, esta nova medida, acaba por não ter grandes implicações, uma vez que o prazo de vida útil de um filme nunca ultrapassa os noventa/cem dias. Em 1994, as estreias passaram a ser lançadas às quintas-feiras. Esta medida revelou-se também praticamente estéril para os distribuidores, beneficiando no entanto os exibidores (e/ou as empresas com uma cadeia de actuação a montante e jusante), ao proporcionar-lhes maior margem de manobra na escolha dos filmes.

Falando em exibidores, esta é também uma questão importante e que não pode ser esquecida. Os grupos que dispõem da exibição e distribuição, como por exemplo a Lusomundo, acabam por mais ou menos significativamente desvirtuar e condicionar criticamente a natural concorrência entre as distribuidoras, uma vez que nunca é esquecido de todo, nem tratado de forma isenta, o critério da selecção da estreia dos filmes e continuação dos mesmos nas salas de cinema, quando têm de optar entre um filme da distribuidora do grupo e um filme de uma distribuidora concorrente. Muitas

vezes este é também um factor importante e de peso considerável, não só a nível escolha de filmes mas também a nível de tomadas de decisão globais para o sector. As distribuidoras inseridas nestes grupos que dispõem de um lugar a montante e a jusante desta cadeia comercial, acabam sempre por sair (muito) beneficiadas.

Novas tendências são aguardadas para o sector. É cada vez mais frequente o desaparecimento dos pequenos exibidores (câmaras ou exibidores independentes), uma vez que como já foi referido, a crescente onda de abertura de grandes superfícies comerciais é sempre acompanhada pela incorporação de salas de cinema nesses mesmos complexos (por constituir também mais uma fonte de interesse para esses mesmos novos espaços), pelo que a deslocalização e transferência de hábitos passa cada vez mais para os grandes cinemas, espaços estes com muito maior variedade de escolha e muito mais confortáveis. No fundo, o que se assiste no comércio tradicional, aplica-se também claramente ao cinema. Desta forma, o conjunto de clientes alvo para as distribuidoras vai sendo cada vez mais reduzido, o que pode ter algumas implicações inevitáveis, mas se é certo que isto implica uma crescente dependência de um número cada vez mais comum de clientes, é certo também que estes clientes garantem uma maior rentabilidade para os filmes em questão.

Pudemos assistir inclusivamente, tal como em outras áreas, a fusões/aquisições entre concorrentes de peso, o que conduz a uma maior concentração ainda. Por exemplo, efectivou-se a aquisição por parte dos cinemas UCI da empresa de exibição que explora os cinemas do Arrábida shopping, a multinacional AMC, devido à política internacional que esta última tem seguido no sentido da venda de todas as suas unidades de negócio a nível mundial, devido aos resultados que até agora tinham defraudado as expectativas da gestão (embora curiosamente em Portugal e Espanha apresentassem excelentes resultados – em Portugal é um dos principais *screens* em termos de rentabilidade). A Lusomundo, como parte integrante do gigante grupo da PT, poderá também sofrer profundas alterações, que a acontecerem poderão afectar profundamente o seu funcionamento, quer como distribuidora quer como exibidora.

A área do cinema, sendo uma área extremamente atractiva e com forte capacidade de subsistência, apesar de explorada sem grandes segredos, é também um alvo apetecível para empresas com um *core business* completamente dispare, como por exemplo

empresas financeiras ou de fundos de pensões, que se limitam a procurar potenciais focos de lucro (como em outras áreas), ou geradoras de receitas líquidas imediatas, passíveis de serem geridos ainda melhor, e que permitam a obtenção de rentabilidades de investimento agradáveis, o que pode revolucionar ainda mais o sector.

Na distribuição, não só de *majors* se alimenta o sector, as produções independentes representam igualmente uma fatia importante do mercado, se bem que venham a registar uma decrescente importância ao longo dos últimos anos. Aqui podemos também encontrar uma questão importante em termos concorrenciais. As produções independentes, apesar de como se referiu, virem há uns tempos a esta parte a registar um potencial de receita inferior, têm registado inversamente um acréscimo do seu preço de aquisição, os filmes têm sido mais caros, o que tem levado distribuidoras com uma capacidade de investimento inferior (como a LNK, Vitória Filmes, etc.) a adquirirem menos filmes, deixando para a líder Lusomundo uma fatia maior, permitindo que esta reforce ainda mais a sua posição em termos de números de estreias.

Suportada por um grande grupo económico, e por uma estrutura operacional a montante e a jusante, a Lusomundo consegue assim vantagens que as outras concorrentes não dispõem. Como possui das salas mais rentáveis do país, a Lusomundo poderá até abdicar de filmes que terão um potencial de receita superior (e que em circunstâncias normais seriam uma escolha óbvia em termos da programação semanal) em detrimento de filmes (por exemplo, estas produções independentes) que a sua distribuidora dispõe, permitindo assim uma oferta muito superior de determinado filme, que dada a sua visibilidade levará a um potencial de receita igualmente superior, que nenhum outro seu concorrente conseguiria. Por outro lado, a exploração pós estreia nacional em canais por cabo, permite igualmente uma receita associada acrescida, permitindo assim que a grande maioria destas produções acabe por ter rentabilidade interessante. Tudo isto, permite e estimula o desfasamento concorrencial e assume um papel perverso perante as outras distribuidoras.

Em termos técnicos, a exibição digital é cada vez mais falada. Especula-se muito acerca da sua entrada em funcionamento, mas não parece possível que venha a ser uma certeza em termos de implementação geral antes de 2014/2015, sobretudo no nosso país, uma vez que será necessário um grande esforço de investimento a nível de infra-estruturas. É

certo que esta inovação permitirá uma redução enorme de custos, a nível da armazenagem das películas, do transporte das mesmas dentro do país, custos alfandegários e de transporte das cópias do estrangeiro, reprodução das películas, etc. Para além de oferecer aos espectadores uma maior qualidade de reprodução de imagem, permitirá às distribuidoras obter uma arma mais forte de pressão quanto aos pagamentos a exigir às exibidoras, uma vez que por vezes o incumprimento nas condições de pagamento acordadas, levam as distribuidoras a fornecerem os filmes contra pagamentos em atraso, e desta forma o controlo desta situação poderá ser feito de uma forma bem mais apertada e com maior rigor.

Apesar de ser um sector a atravessar um período menos bom, é sem dúvida um negócio que tem garantida a sua permanência e escolha por entre a população, deparar-se-á é com outros períodos como este, de estagnação, mas nada que afecte criticamente a sua actividade de base e que ponha em causa a sua continuidade. Como também já foi referido, o *entertainment* é vital para as pessoas, no entanto, novas formas e conceitos de reinvenção são necessários para continuarem a atrair a população em massa, o que irá certamente acontecer.

2. ANÁLISE DE RÁCIOS E INDICADORES DE EMPRESAS DO SECTOR E DE SECTORES RELACIONADOS

Para proceder ao trabalho pretendido, efectuou-se a recolha necessária de dados financeiros de algumas empresas do mesmo segmento (distribuição de cinema), do sector de *entertainment* e de outros sectores relacionados, quer pela similaridade do negócio, quer tendo em consideração as Empresas-Mãe de segmentos a analisar, como é por exemplo o caso da Sony Corporation (detém a Sony Pictures International Releasing) ou da General Electric (que detém a Universal Pictures).

Aqui ficam apenas alguns dos principais rácios e indicadores a analisar, mas uma informação muito mais completa em termos de informação financeira pode ser encontrada no Anexo B. Para os valores apresentados, foram excluídos os *outliers* por forma a obterem-se médias menos distorcidas, no entanto, estão disponíveis as médias obtidas sem a exclusão dos *outliers* no Anexo C.

Os critérios para definição dos *outliers* foram os seguintes:

	<u>Critério</u>
Autonomia Financeira	Outlier<0%
Dívida Financeira/Capital Próprio	4<Outlier<0
<i>Enterprise Value/EBITDA</i>	50<Outlier<0
<i>Price Earnings to Growth</i>	50<Outlier<0
<i>Price to Book Value</i>	50<Outlier<0
<i>Price to Earnings</i>	50<Outlier<0
<i>Price to Sales</i>	5<Outlier <0
q de Tobin	5<Outlier <0
ROA	100%<Outlier <0%
ROE	100%<Outlier <0%
ROI	100%<Outlier <0%
ROS	100%<Outlier <0%
Turnover	10<Outlier<0

Foram então obtidos os seguintes dados:

SEM OUTLIERS	MÉDIA				ELECTRICAL/ELECTRONICS			
	2003-2005	2005	2004	2003	2003-2005	2005	2004	2003
Autonomia Financeira	39,900%	38,973%	39,645%	42,605%	22,427%	23,995%	23,457%	19,829%
Dívida Financeira/Capital Próprio	0,71	0,78	0,54	0,93	1,85	1,75	1,64	2,18
<i>Enterprise Value/EBITDA</i>	9,999	10,061	9,870	10,216	7,135	7,487	7,947	5,972
<i>Price Earnings to Growth</i>	3,955	3,984	3,803	4,322	8,543	9,300	7,580	8,750
<i>Price to Book Value</i>	3,624	3,653	3,810	3,222	2,407	2,417	2,223	2,581
<i>Price to Earnings</i>	22,683	20,910	23,035	25,738	30,778	34,057	24,168	34,108
<i>Price to Sales</i>	2,119	2,069	2,010	2,443	1,530	1,586	1,649	1,355
q de Tobin	1,578	1,672	1,617	1,299	1,202	1,226	1,177	1,203
ROA	10,376%	10,416%	11,957%	6,586%	3,964%	4,318%	3,147%	4,426%
ROE	11,609%	12,719%	11,840%	7,903%	9,745%	8,871%	9,644%	10,720%
ROI	16,172%	18,062%	16,424%	11,256%	6,629%	7,660%	5,711%	6,516%
ROS	14,413%	15,052%	15,293%	10,763%	16,362%	16,128%	14,300%	18,658%
Turnover	1,687	1,688	1,894	1,214	1,723	1,679	1,707	1,785

Tabela 1: Médias sem outliers de alguns rácios e indicadores do sector de *media* e *electrical/electronics*

Podemos verificar que a Autonomia Financeira tem vindo a decrescer no sector de *media*, registando-se o oposto no *electrical/electronics* (sempre que for referido um destes sectores será sempre associado ao outro), no entanto é nos *media* que a Autonomia Financeira apresenta valores mais elevados. Também o q de Tobin nos *media* apresenta valores crescentes, não se verificando porém esta tendência no outro sector, uma vez que decresceu de 2003 para 2004, voltando a crescer em 2005 para um valor até superior a 2003. Esta tendência inconstante pode ser encontrada para o *Turnover* nos *media*, tendência desta vez não presente no *electrical* uma vez que regista-se um decréscimo deste indicador ao longo do triénio. A Dívida Financeira/Capital Próprio também apresenta uma evolução variável nestes dois sectores, apresentando

valores mais agradáveis nos *media* do que no *electrical*. Relativamente aos “*prices*”, nos *media* apenas regista evolução constante (neste caso decrescente) o *Price to Earnings*, sendo que no *electrical* todos os “*prices*” apresentam evoluções inconstantes. Para os “*returns*” nos *media*, o *ROE* e o *ROI* tem vindo a crescer desde 2003, com *ROA* e *ROS* a crescerem de 2003 para 2004 e a decrescerem para 2005 (menos para o *ROS*). No *electrical*, apenas o *ROE* demonstra uma tendência constante (de decrescimento), tendo os outros variações inconstantes, inversas porém aos observados nos *media*. Para o *Enterprise Value/EBITDA* não podemos também observar uma constante de variância em ambos os sectores, embora os *media* cheguem a 2005 com tendência de crescimento, o mesmo não acontecendo com o *electrical*.

SEM OUTLIERS	ENTERTAINMENT				DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA			
	2003-2005	2005	2004	2003	2003-2005	2005	2004	2003
Autonomia Financeira	42,362%	44,017%	45,876%	33,434%	33,158%	34,317%	35,206%	29,952%
Dívida Financeira/Capital Próprio	0,78	0,76	0,74	0,89	1,23	1,10	1,28	1,30
<i>Enterprise Value/EBITDA</i>	11,992	14,026	10,509	10,959	16,220	17,796	12,909	18,147
<i>Price Earnings to Growth</i>	6,374	9,415	4,136	5,203	9,295	7,205	9,009	11,889
<i>Price to Book Value</i>	3,564	2,676	5,051	2,254	4,664	4,016	5,136	4,801
<i>Price to Earnings</i>	22,835	24,587	21,711	22,127	19,975	18,185	22,787	18,259
<i>Price to Sales</i>	1,837	1,508	2,169	1,721	1,831	1,887	1,688	1,926
q de Tobin	1,517	1,551	1,702	1,101	1,423	1,529	1,469	1,281
<i>ROA</i>	9,161%	7,969%	11,239%	7,603%	6,458%	4,432%	10,538%	4,269%
<i>ROE</i>	13,967%	8,771%	15,435%	20,183%	11,039%	9,386%	14,809%	8,116%
<i>ROI</i>	17,368%	15,610%	23,174%	10,584%	10,568%	9,081%	13,490%	9,035%
<i>ROS</i>	13,430%	12,518%	14,750%	12,680%	11,652%	12,106%	13,558%	9,293%
<i>Turnover</i>	1,156	1,126	1,279	1,022	1,412	1,624	1,511	1,079

Tabela 2: Médias sem outliers de alguns rácios e indicadores do sector de *entertainment* e do segmento de distribuição de cinema

No *entertainment* também o peso da Divida Financeira é inferior ao do Capital Próprio, tal como o verificado anteriormente nos *media*, mostrando que decresceu de 2003 para 2004, crescendo de novo ligeiramente para 2005, em contrapartida na distribuição de cinema este indicador apresenta valores mais elevados, mas com tendência decrescente. Também na Autonomia Financeira não se consegue encontrar uma tendência de evolução para o *entertainment*, tal como para a distribuição de cinema. O mesmo pode ser observado no indicador *Enterprise Value/EBITDA* para ambos os sectores/segmentos e apenas para o *entertainment* em todos os “*prices*”, no q de Tobin, *Turnover*, e ainda com *ROA*, *ROI* e *ROS*. Apenas para o *ROE* se consegue estabelecer e identificar uma clara tendência constante de evolução, neste caso decrescente. Para a distribuição de cinema o panorama é diferente, todos os “*returns*” não apresentam tendências constantes de crescimento, e para os “*prices*” apenas no *Price Earnings to*

Growth se pode encontrar uma clara tendência decrescente. Aqui, tanto o *Turnover* como o *q* de Tobin têm vindo a crescer ao longo destes três anos.

SEM OUTLIERS	TODOS OS SECTORES				MÉDIAS 2003-2005			
	2003-2005	2005	2004	2003	MEDIA	ELECT.	ENTERTAIN.	THEAT.DISTR.
Autonomia Financeira	37,831%	38,897%	40,019%	32,998%	39,900%	22,427%	42,362%	33,158%
Dívida Financeira/Capital Próprio	0,94	0,89	0,86	1,14	0,71	1,85	0,78	1,23
Enterprise Value/EBITDA	12,253	13,196	10,751	13,209	9,999	7,135	11,992	16,220
Price Earnings to Growth	6,835	7,058	5,670	8,416	3,955	8,543	6,374	9,295
Price to Book Value	3,873	3,356	4,581	3,564	3,624	2,407	3,564	4,664
Price to Earnings	22,491	22,190	22,541	22,914	22,683	30,778	22,835	19,975
Price to Sales	1,906	1,813	1,968	1,948	2,119	1,530	1,837	1,831
q de Tobin	1,491	1,571	1,590	1,228	1,578	1,202	1,517	1,423
ROA	8,340%	7,550%	10,899%	5,766%	10,376%	3,964%	9,161%	6,458%
ROE	12,105%	10,214%	13,930%	12,143%	11,609%	9,745%	13,967%	11,039%
ROI	14,228%	14,057%	17,617%	9,780%	16,172%	6,629%	17,368%	10,568%
ROS	13,218%	13,315%	14,522%	11,199%	14,413%	16,362%	13,430%	11,652%
Turnover	1,409	1,464	1,552	1,124	1,687	1,723	1,156	1,412

Tabela 3: Médias de 2003 a 2005 sem outliers por cada sector/segmento e médias de cada sector/segmento do período de 2003 a 2005

Se considerarmos as médias através da agregação dos dados de todos os sectores, podemos apenas encontrar uma tendência constante como se pode observar na tabela 3, o *Price to Earnings* que tem decrescido ligeiramente. Em todos os restantes rácios e indicadores não se podem estabelecer tendências constantes, chegando a 2005 com crescimento relativamente a 2004, apenas Dívida Financeira/Capital Próprio (se bem que ligeiramente, não recuperando os valores de 2003), *Enterprise Value/EBITDA* e *Price to Earnings*, sendo que todos os outros decrescem de 2004 para 2005.

Comparativamente à média destes três sectores e do segmento de distribuição de cinema, com cada um deles individualmente, podemos resumir as seguintes constatações:

Valores máximos e mínimos:

	<u>MÁXIMOS</u>		<u>MÍNIMOS</u>	
Autonomia Financeira	42,362%	Entertainment	22,427%	Electrical
Dívida Financeira/C.Próprio	1,85	Electrical	0,69	Entertainment
Enterprise Value/EBITDA	16,220	Distrib.Cinema	7,135	Electrical
Price Earnings to Growth	9,295	Distrib.Cinema	3,955	Media
Price to Book Value	4,664	Distrib.Cinema	2,407	Electrical
Price to Earnings	30,778	Electrical	19,975	Distrib.Cinema
Price to Sales	2,119	Media	1,530	Electrical
q de Tobin	1,578	Media	1,202	Electrical
ROA	10,376%	Media	3,964%	Electrical
ROE	12,105%	Entertainment	9,745%	Electrical
ROI	17,368%	Entertainment	6,629%	Electrical
ROS	16,362%	Electrical	11,652%	Distrib.Cinema
Turnover	1,723	Electrical	1,156	Entertainment

Verifica-se que o sector de *electrical/electronics* apenas não apresenta valores extremos para o *Price Earnings to Growth*. Trata-se sem dúvida de outra realidade de negócio, para além de que a amostra que compõe este sector integra apenas por duas empresas, ambas muito poderosas, o que facilmente explica os valores registados.

Pode-se constatar que com valores para a Autonomia Financeira acima da média, temos os *media* e o *entertainment* (representando este quase o dobro do *electrical*). Como estamos perante grandes grupos, a presença de Capitais Próprios elevados, condiciona este rácio, pois apesar de possuírem grandes valores de activos, o Passivo acaba por ser proporcionalmente mais baixo. Para o *electrical* e distribuição de cinema, o primeiro quer pelos elevados valores de investimento necessários, quer pelos elevados valores de *stocks*, levam este rácio a apresentar-se como o mais débil entre todos, por seu lado a distribuição de cinema, por se tratar de um segmento de um grupo económico nunca apresenta valores elevados de Capitais Próprios e por outro lado retém em si muitas das vezes os valores das licenças de distribuição e valores elevados de investimento são requeridos, daí este rácio situar-se igualmente abaixo da média. A comprovar esta questão, está o indicador Dívida Financeira/Capital Próprio, que revela valores inversos aos apresentados para a Autonomia Financeira, sendo que desta feita, *entertainment* e *media* se situam abaixo da média. Também o *Price Earnings to Growth* acompanha esta relação relativamente à média, se bem que com valores mais aproximados.

Relativamente ao *Enterprise Value/EBITDA*, apenas na distribuição de cinema assistimos a um valor acima da média, isto devido ao facto do *Enterprise Value* apresentar muitas vezes valores elevados, próximos até dos das Empresas-Mãe, e não pelo facto de termos *EBITDA*'s comparativamente mais baixos. Aqui, para o cálculo do *Enterprise Value* de cada um das empresas do segmento, considerei como *market capital*, a mesma medida de percentagem do Capital Próprio entre o segmento e a Empresa-Mãe. Necessariamente, também o *Price to Book Value* deveria reflectir este posicionamento acima da média, o que também se verifica pelas mesmas razões.

No que toca ao *Price to Earnings*, este não verifica a mesma tendência do *Price Earnings to Growth*, uma vez que aqui apenas na distribuição de cinema estamos abaixo da média, se bem que com pouca discrepância dos *media* e *entertainment* que se situam muito próximos da média, sendo apenas no *electrical* que temos uma diferença

acentuada. Aqui o factor de principal destaque para esta diferença é sobretudo o resultado líquido (com destaque para a GE), que influencia necessariamente o resultado por acção (apesar do número elevado de acções igualmente na GE).

Também apenas um sector acima da média pode ser encontrado no *Price to Sales*, sendo esse sector os *media*. O *electrical* é aqui o mais pobre, estando *entertainment* e distribuição de cinema muito próximos. As receitas são aqui um factor crítico para os *media* obterem esta diferenciação.

Para as rentabilidades, verifica-se que *media* e *entertainment* apresentam valores para o *ROA* e *ROI* acima da média, o mesmo se verifica para o *q* de Tobin. Esta constatação suporta também de certa forma o que já tínhamos verificado para a Autonomia Financeira, ou seja tanto o *electrical* como a distribuição de cinema possuem de valores muito elevados de Activo e de Activo Económico, e por outro lado, o valor de reposição dos mesmos é igualmente elevado. Em termos de *ROE*, apenas se verificam valores acima da média no *entertainment*, por força aqui da proporcionalidade dos resultados líquidos.

Também temos apenas isoladamente um sector abaixo da média quando analisado o *ROS*. É na distribuição de cinema, que a proporção de custos operacionais absorve grande parte das receitas obtidas, muito por culpa das amortizações anuais das licenças de distribuição. Finalmente, para o *Turnover*, como se pode observar, o *entertainment* apresenta um valor muito inferior aos outros sectores, apesar do valor da distribuição de cinema estar muito próximo da média. Aqui, é sem dúvida o peso do Activo Económico que dita esta diferenciação.

Como se pode então verificar, estamos perante sectores com especificidades muito particulares, daí se antever algumas dificuldades nas regressões a desenvolver mais à frente.

Comparando agora as médias que se obtiveram com os dados da Columbia TriStar Warner, pode-se constatar que esta apresenta indicadores com valores superiores às médias, quer a nível de rentabilidade quer a nível de estrutura financeira. Tem acompanhado a conjuntura mundial e como tal sofreu nos últimos três anos uma quebra

no seu volume de vendas, acompanhado também por uma tendência decrescente dos custos directos. No entanto, o *EBITDA* registou um crescimento (69%) relativamente a 2004, assim como o *EBIT* (81%), uma vez que em termos percentuais, a redução dos referidos custos directos foi superior à quebra das vendas. Também o resultado líquido acompanhou o crescimento operacional. Relativamente aos outros indicadores, podem observar-se valores que não inspiram qualquer sobressalto, muito pelo contrário.

Todos os dados económico-financeiros da actividade do triénio 2003-2005 da Columbia TriStar Warner considerados para este estudo de caso, constam igualmente do Anexo B.

3. DECOMPOSIÇÃO DO VALOR DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

A decomposição do valor das empresas ajuda-nos a perceber qual o potencial/expectativa extra implícito(a) no *Enterprise Value*. Foi essa análise que se procurou fazer e que se passa a descrever.

Antes, indica-se apenas como alguns dados necessários para esta análise foram obtidos:

- R_f : *Treasury bills* norte americanos para as empresas norte americanas e *bonds* alemães para as empresas europeias (calculados através do método Nelson-Siegel);
- $R_m - R_f$: Considerado o prémio de risco de mercado de 5%;
- β_u/β_f : Betas obtidos através da base de dados de Damodaran⁴²;
- t : KPMG's *Corporate Tax Rate Survey*;
- j_{ajust} : Se $j < R_f$, então $j_{ajust} = R_f$;
- g : Igual à taxa de inflação assumida (2,5%);
- g_{PWC} : Estudo *Entertainment & Media Outlook 2006-2010* da PricewaterhouseCoopers.

Nas tabelas 4 e 5, estão indicadas as decomposições de valor através das ópticas *firm* e *equity*.

⁴² www.damodaran.com

Através da decomposição pela óptica *firm* obtemos os seguintes valores:

EMPRESA	DECOMPOSIÇÃO DE VALOR				SUB/SOBRE AVALIAÇÃO					EQUITY	
	VAP	VNG	VE	VAP/EV	MVA	EV/AE (A)	ROIC/ WACC (B)	A/B	+/-	+/-	Δ
ACME	-133,7	-271,1	382,5	-1,2	-4,5	1,0	-1,2	-0,8	-	-	F=E
BSY	6.628,1	8.983,1	2.020,4	0,6	10.131,5	12,6	7,6	1,7	+	+	F=E
CFA	91,2	4,3	167,6	0,5	-101,4	0,6	0,3	1,9	+	+	F=E
CFA-T	24,1	10,4	29,5	0,6	-12,9	0,8	0,5	1,7	+	+	F=E
CKEC	295,3	183,1	405,6	0,5	-2,0	1,0	0,5	2,0	+	+	F=E
CMCSA	26.199,2	4.679,1	69.897,4	0,4	-11.306,5	0,9	0,3	2,8	+	+	F=E
DIS	31.388,8	28.094,1	30.204,5	0,5	16.326,7	1,4	0,7	1,9	+	+	F=E
DISK	5,8	-10,4	115,9	0,1	65,4	2,6	0,1	18,3	+	-	F>E
DIS-T	8.706,1	10.353,4	4.227,9	0,6	7.692,2	2,1	1,3	1,7	+	-	F>E
DWA	521,5	458,9	1.796,3	0,2	1.403,4	2,6	0,6	4,3	+	+	F=E
DWA-T	225,5	209,3	343,0	0,4	244,1	1,8	0,7	2,4	+	+	F=E
EDL	99,5	117,7	-96,5	4,7	-50,7	0,3	1,4	0,2	-	-	F=E
EML	1.172,9	1.658,0	-385,6	0,9	1.055,9	5,9	5,4	1,1	+	+	F=E
ERTS	2.066,3	2.360,6	11.894,4	0,1	12.887,0	10,4	1,5	6,9	+	+	F=E
FOX-T	2.499,4	2.366,8	2.877,2	0,5	2.252,4	1,8	0,8	2,1	+	+	F=E
GAM	-21,3	-198,4	312,9	-0,2	-21,3	0,8	-0,2	-5,4	-	+	F<E
GAM-T	33,3	61,3	-45,5	2,1	-2,4	0,9	1,8	0,5	-	-	F=E
GE	609.470,0	473.939,6	196.007,4	0,9	-85.547,9	0,9	0,8	1,1	+	+	F=E
IMAX	409,8	755,9	-384,5	1,1	252,0	3,1	3,4	0,9	-	+	F<E
IMAX-T	35,0	60,5	-45,3	2,3	13,1	7,1	16,3	0,4	-	+	F<E
IPR	362,9	375,4	115,7	0,7	126,9	1,3	1,0	1,4	+	+	F=E
KIN	419,7	954,9	-612,9	1,2	71,4	1,3	1,6	0,8	-	+	F<E
LGF	244,7	-10,1	1.422,8	0,2	911,7	2,8	0,5	5,8	+	+	F=E
LGF-T	20,0	-56,8	245,8	0,1	128,8	3,1	0,3	9,4	+	+	F=E
LSM-T	3,4	3,7	17,6	0,2	18,7	8,0	1,3	6,4	+	+	F=E
MCP	334,0	405,1	302,5	0,5	461,7	2,9	1,4	2,1	+	+	F=E
MEG	1.355,4	1.518,6	-1.415,5	13,1	-1.007,7	0,1	1,2	0,1	-	-	F=E
MS	7.949,6	9.736,0	241,9	0,8	6.262,2	2,7	2,1	1,3	+	+	F=E
MSQ	22,0	9,2	54,3	0,3	13,3	1,3	0,4	2,9	+	+	F=E
MVL	1.141,6	1.421,6	591,0	0,6	1.571,3	4,6	2,6	1,8	+	+	F=E
NOOF	120,7	155,9	3,7	0,8	114,9	3,6	2,7	1,3	+	+	F=E
NWS-A	27.514,3	25.533,4	29.846,8	0,5	20.092,3	1,6	0,8	2,0	+	+	F=E
ODE	14,2	11,4	4,6	0,9	-5,6	0,7	0,7	1,1	+	+	F=E
PMT-T	575,9	-1.005,2	6.949,2	0,1	2.761,2	1,9	0,2	10,3	+	+	F=E
PTA	1.191,8	1.492,0	1.605,9	0,4	2.483,8	5,0	1,9	2,6	+	+	F=E
PWS	33,9	0,0	132,6	0,3	25,9	1,2	0,3	3,9	+	+	F=E
RENT	51,8	74,8	34,5	0,5	101,3	13,8	6,5	2,1	+	+	F=E
RGC	4.553,0	8.710,3	-4.453,3	1,1	2.175,9	2,0	2,2	0,9	-	+	F<E
SGC	975,0	1.329,0	4.163,9	0,2	4.964,6	10,4	1,8	5,6	+	+	F=E
SNE	15.379,6	13.760,2	3.566,6	0,9	-2.989,4	0,9	0,8	1,1	+	+	F=E
SPE-T	1.168,1	1.073,5	4.163,6	0,2	3.734,5	3,5	0,8	4,5	+	+	F=E
TWX	29.848,2	6.476,1	81.359,9	0,3	-14.608,5	0,9	0,3	2,9	+	+	F=E
TWX-T	3.321,1	673,9	9.674,2	0,3	1.189,5	1,1	0,4	3,1	+	+	F=E
UBI	-9,7	-176,7	581,3	0,0	-48,4	0,9	0,0	-41,5	-	+	F<E
UNI-T	3.845,9	-8.695,8	37.165,8	0,1	10.078,0	1,5	0,2	7,4	+	+	F=E
VIA-B	17.797,3	19.030,0	17.040,7	0,5	19.764,0	2,2	1,1	2,0	+	+	F=E
WGGC-T	23,6	44,8	154,7	0,1	194,1	36,7	4,3	8,5	+	+	F=E

Tabela 4: Decomposição de valor através da óptica *firm* (valores em milhões na respectiva divisa)

A GE destaca-se pelos seus valores extremamente elevados. Também a Time Warner, Disney, News Corporation, Comcast, Viacom e Sony apresentam valores que se demarcam das restantes. Por seu turno, ACME, Gaumont e Ubisoft apresentam VAP e VNG negativos, concentrando o seu valor na componente extra, o que dada a realidade não deixa de causar algumas dúvidas quanto à sua sustentabilidade.

Pela óptica *equity*, tal como se pode ver na tabela seguinte, chegaremos a conclusões muito idênticas:

EMPRESA	DECOMPOSIÇÃO DE VALOR				SUB/SOBRE AVALIAÇÃO					FIRM	
	VAP	VNG	VE	VAP/COT.	MVA _{Acção}	COT. ²⁰⁰⁷ / BV _{Acção} (A)	ROE/R _E (B)	A/B	+/-	+/-	Δ
ACME	-12,17	-18,35	21,90	-3,43	-0,02	0,99	-3,41	-0,29	-	-	E=F
BSY	3,50	5,03	0,70	0,61	5,67	86,83	53,01	1,64	+	+	E=F
CFA	4,25	4,20	6,74	0,39	6,17	2,30	0,89	2,57	+	+	E=F
CFA-T	5,24	5,80	5,14	0,48	7,81	3,49	1,67	2,09	+	+	E=F
CKEC	0,17	0,00	24,56	0,01	5,88	1,31	0,01	143,62	+	+	E=F
CMCSA	3,21	0,00	25,92	0,12	9,55	1,58	0,20	8,06	+	+	E=F
DIS	11,21	10,82	13,06	0,47	10,44	1,78	0,83	2,13	+	+	E=F
DISK	-0,10	-0,13	3,83	-0,03	1,74	1,89	-0,05	-38,56	-	+	E<F
DIS-T	31,20	27,68	-3,80	1,31	-21,67	0,52	0,68	0,77	-	+	E<F
DWA	7,09	6,81	17,75	0,29	15,38	2,68	0,77	3,47	+	+	E=F
DWA-T	9,16	8,99	15,57	0,37	13,44	2,21	0,82	2,68	+	+	E=F
EDL	3,55	2,14	0,78	1,22	-4,62	0,39	0,47	0,82	-	-	E=F
EML	5,94	7,48	2,51	0,59	9,98	1.272,82	5,02	253,65	+	+	E=F
ERTS	7,23	6,14	48,58	0,13	43,32	4,80	0,63	7,57	+	+	E=F
FOX-T	5,70	5,41	13,71	0,30	11,91	2,65	0,79	3,35	+	+	E=F
GAM	31,17	19,42	30,23	0,63	3,95	1,09	0,68	1,59	+	-	E>F
GAM-T	67,57	79,91	-30,26	1,36	-5,59	0,90	1,22	0,73	-	-	E=F
GE	14,68	16,17	18,11	0,43	23,15	3,08	1,32	2,34	+	+	E=F
IMAX	3,34	4,35	2,71	0,47	7,61	-12,87	-6,10	2,11	+	-	E>F
IMAX-T	2,68	3,48	3,58	0,38	7,05	638,05	242,13	2,64	+	-	E>F
IPR	3,77	4,35	0,65	0,75	2,65	2,13	1,60	1,33	+	+	E=F
KIN	27,23	46,57	-17,87	0,95	14,63	2,04	1,94	1,05	+	-	E>F
LGF	0,62	0,34	9,81	0,06	8,72	7,10	0,44	16,31	+	+	E=F
LGF-T	0,37	0,24	9,91	0,04	9,42	13,85	0,50	27,79	+	+	E=F
LSM-T	8,84	9,08	0,57	0,92	0,89	1,10	1,01	1,09	+	+	E=F
MCP	2,15	2,52	4,65	0,30	5,62	4,61	1,38	3,34	+	+	E=F
MEG	-114,72	-164,18	213,78	-2,31	11,51	1,30	-3,01	-0,43	-	-	E=F
MS	5,10	6,07	2,47	0,60	6,01	3,38	2,02	1,67	+	+	E=F
MSQ	0,04	0,00	0,31	0,14	0,17	2,26	0,31	7,38	+	+	E=F
MVL	8,00	9,80	6,58	0,49	13,42	5,53	2,70	2,05	+	+	E=F
NOOF	5,37	6,45	1,14	0,71	4,58	2,52	1,78	1,41	+	+	E=F
NWS-A	6,44	5,71	13,41	0,34	9,56	2,00	0,67	2,97	+	+	E=F
ODE	6,03	3,74	6,01	0,62	-2,11	0,82	0,51	1,62	+	+	E=F
PMT-T	3,20	1,91	39,24	0,08	33,25	5,21	0,41	12,85	+	+	E=F
PTA	3,39	4,09	5,56	0,35	8,23	6,80	2,39	2,85	+	+	E=F
PWS	0,09	0,00	1,98	0,05	0,84	1,74	0,08	22,06	+	+	E=F
RENT	5,30	6,37	3,84	0,52	6,89	3,08	1,60	1,93	+	+	E=F
RGC	7,73	11,38	6,53	0,43	17,69	83,13	35,88	2,32	+	-	E>F
SGC	0,52	0,00	33,86	0,02	31,32	13,34	0,20	65,24	+	+	E=F
SNE	10,11	4,78	41,17	0,22	19,76	1,75	0,39	4,54	+	+	E=F
SPE-T	19,54	4,74	41,21	0,43	-17,65	0,72	0,31	2,35	+	+	E=F
TWX	5,36	2,91	14,33	0,31	2,51	1,17	0,36	3,22	+	+	E=F
TWX-T	5,67	2,81	14,43	0,33	0,63	1,04	0,34	3,04	+	+	E=F
UBI	4,59	1,16	17,86	0,24	-0,60	0,97	0,23	4,14	+	-	E>F
UNI-T	2,97	1,06	33,22	0,09	25,08	3,72	0,32	11,55	+	+	E=F
VIA-B	14,77	16,42	24,73	0,36	30,80	3,98	1,43	2,79	+	+	E=F
WSGC-T	4,12	4,66	29,20	0,12	31,21	12,78	1,55	8,22	+	+	E=F

Tabela 5: Decomposição de valor através da óptica *equity* (valores em milhões na respectiva divisa)

A observação dos valores obtidos, permite fazer algumas considerações.

Em primeiro lugar, facilmente se percebe que estamos na presença de empresas cujo valor extra tem grande peso no seu *Enterprise Value*. Uma grande expectativa no potencial futuro das empresas pesa aqui fortemente. É certo que sendo estas empresas prestadoras de serviços ou comercializadoras de bens com valor e aceitação variável por parte do público alvo ou do consumidor, à partida a estimação do valor futuro será

sempre mais difícil de garantir, dependendo muito esta projecção do potencial esperado para muitos produtos a lançar no futuro (por exemplo longas metragens, séries televisivas, ou outros programas de carácter diverso), que depois, na altura do seu lançamento podem vir a justificar ou não a expectativa gerada. Por outro lado, como se tratam de grandes grupos com ambições crescentes e renovadas, esta ênfase na expectativa do que está para vir ou para ser lançado, não deixa de influenciar o valor da empresa. O mesmo já pode não se passar com empresas que comercializem sempre o mesmo tipo de produtos, como por exemplo a Coca-Cola. Pode tentar prever-se se os consumidores comprarão mais ou menos litros, mas o produto é sempre o mesmo, o que não se verifica com as produções cinematográficas, por exemplo.

Se excluirmos alguns *outliers* (poucos, quatro na óptica *firm* e três na óptica *equity*), na óptica *firm*, o *Value of assets in place (VAP)* representa em termos médios cerca de 67% do *Enterprise Value*, enquanto na óptica *equity* o *VAP* representa cerca de 43% do valor de cotação.

O valor extra (e excluindo igualmente os *outliers*) através da óptica *firm*, revela que tem um peso de 80% sobre o *Enterprise Value* actual, enquanto que através da óptica *equity* pode também esta relevância do valor extra ser comprovada com o peso de 74%. São portanto sem dúvida, empresas (talvez até excessivamente) suportadas num valor extra, que pode muito bem não vir a ser atingido.

Esta componente extra vem também justificar uma tendência de sobreavaliação actual das mesmas empresas. Nesta amostragem de trinta e quatro empresas e treze segmentos de distribuição de cinema, apenas dez empresas (ACME, EDL, GAM, GAM-T, IMAX, IMAX-T, KIN, MEG, RGC e UBI) na óptica *firm* e seis (ACME, DISK, DIS-T, EDL, GAM-T e MEG) na óptica *equity*, estão subavaliadas, e apenas oito (DISK, DIS-T, GAM, IMAX, IMAX-T, KIN, RGC e UBI) diferem em termos de sub/sobreavaliação entre ópticas. As únicas empresas que convergem em ambas as ópticas para a subavaliação são apenas quatro (ACME, EDL, GAM-T e MEG). Podem no entanto, ser observadas algumas empresas cuja avaliação actual está bastante perto de um valor justo, dez empresas (EML, GE, IMAX, IPR, KIN, MS, NOOF, ODE, RGC e SNE) através da óptica *firm* e sete (DIS-T, EDL, GAM-T, IPR, KIN, LSM-T e NOOF) na óptica *equity*.

Indicam-se agora as empresas com valores extremos:

Óptica firm

Extremos positivos:

DECOMPOSIÇÃO DE VALOR				SUB/SOBRE AVALIAÇÃO			
VAP	VNG	VE	VAP/EV	MVA	EV/AE (A)	ROIC/WACC(B)	A/B
GE	GE	GE	MEG	NWS-A	WSGC-T	IMAX-T	DISK

Extremos negativos:

DECOMPOSIÇÃO DE VALOR				SUB/SOBRE AVALIAÇÃO			
VAP	VNG	VE	VAP/EV	MVA	EV/AE (A)	ROIC/WACC(B)	A/B
ACME	UNI-T	RGC	ACME	GE	MEG	ACME	UBI

Óptica equity

Extremos positivos:

DECOMPOSIÇÃO DE VALOR				SUB/SOBRE AVALIAÇÃO			
VAP	VNG	VE	VAP/COT. ⁹⁰	MVA _{Acção}	COT. ⁹⁰ /BV _{Acção} (A)	ROE/R _E (B)	A/B
GAM-T	GAM-T	MEG	GAM-T	ERTS	IMAX-T	IMAX-T	CKEC

Extremos negativos:

DECOMPOSIÇÃO DE VALOR				SUB/SOBRE AVALIAÇÃO			
VAP	VNG	VE	VAP/COT. ⁹⁰	MVA _{Acção}	COT. ⁹⁰ /BV _{Acção} (A)	ROE/R _E (B)	A/B
MEG	MEG	GAM-T	ACME	DIS-T	IMAX	IMAX	DISK

4. MÉTODOS DOS MÚLTIPLOS

Após uma breve análise de alguns rácios e indicadores, e da decomposição de valor de cada uma das empresas, vai-se de seguida proceder a uma série de regressões múltiplas na tentativa de obter R^2 ajustados admissíveis para depois se seleccionar as regressões com variáveis independentes de natureza admissível, isto é, com coeficientes de sinal correctamente orientado para o cálculo do respectivo múltiplo. Algumas (as mais relevantes) das regressões múltiplas testadas constam do Anexo E.

Considera-se inicialmente como R^2 ajustados admissíveis, regressões com R^2 ajustado igual ou superior a 20%, dado não se saber que valores se irão obter. Após a obtenção

dos dados, serão seleccionadas as regressões congruentes com os melhores R^2 ajustados possíveis.

Relativamente às variáveis independentes, a orientação dos sinais dos coeficientes deverá ser positiva para as variáveis de crescimento (g) e de rentabilidade (ROA , ROE , ROI e ROS), sendo que por seu turno para as variáveis de risco (GCA e GEA) a orientação dos sinais deverá ser negativa.

Como pode ser consultado no Anexo E, foram feitas regressões com base em vários critérios de amostragem. Aqui ficam as referências para a identificação nas tabelas que se seguem, onde constam os resultados admissíveis obtidos:

- *I/NI - Intercept*
 I: Com *intercept*
 NI: Sem *intercept*
- *#X - Número de variáveis independentes*
- *O/NO - Outliers*
 O: Com *outliers*
 NO: Sem *outliers*
- *AS/AS*/ES/ES* - Sector*
 AS: Todos os sectores
 AS*: Todos os sectores com selecção de amostra sem *outliers* ajustados a todas as variáveis independentes ou apenas a algumas
 ES: Sector de *entertainment* e segmento da distribuição de cinema
 ES*: Sector de *entertainment* e segmento da distribuição de cinema com selecção de amostra sem *outliers* ajustados a todas as variáveis independentes ou apenas a algumas

Aqui ficam os resultados admissíveis obtidos:

#	ROE	GCA	g	ROI	GEA	ROA	ROS	Múltiplo obtido	Enterprise Value	V. p/ Acção	R^2 ajust.	Obs.	Regressão
1			259,75	-0,171				7,88	1.642.157,26	18,38	0,70	49	NI_2X_NO_ES
2			212,00	-0,097				6,48	1.484.712,26	16,80	0,67	86	NI_2X_NO_AS
3			213,51	-0,097			0,12	6,55	1.499.023,26	16,95	0,65	75	NI_3X_NO_AS

Tabela 6: Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o EV/EBITDA

Para o *EV/EBITDA* apenas se obteve três resultados admissíveis, dada a necessária conjugação dos R^2 com a validade dos sinais das variáveis independentes. Os três resultados foram obtidos sem *intercept* e sem *outliers*. A regressão 3, apesar de apresentar o R^2 mais baixo de todas é a que dá mais garantia de fiabilidade, uma vez que conjuga três variáveis independentes (uma de crescimento, uma rentabilidade e outra de risco) todas elas perfeitamente conjugáveis com o múltiplo em questão. A natureza da mesma confere também toda a aceitabilidade, uma vez que se trata de uma regressão sem *intercept* e sem *outliers*. Em todo o caso havia aqui pouca margem de manobra em termos de escolha.

Relativamente a *P/E* e *PEG*, não se encontrou qualquer regressão com resultados admissíveis.

Por seu turno, para o *PBV*, foram encontradas várias soluções admissíveis, como se pode ver na tabela 7:

#	ROE	GCA	g	ROI	GEA	ROA	ROS	Múltiplo obtido	Enterprise Value	V. p/ Acção	R^2 ajust.	Obs.	Regressão
1	12,62		94,40					4,33	5.168.687,15	53,64	0,55	127	I_2X_O_AS
2	7,55	-0,048						0,84	680.291,02	8,76	0,36	63	I_2X_NO_AS*
3	12,60		31,29					2,37	3.201.895,47	33,97	0,55	127	NI_2X_O_AS
4	10,09		27,09					1,96	2.589.667,09	27,85	0,59	95	NI_2X_NO_AS
5	8,70		33,59					2,01	2.523.422,02	27,19	0,52	62	NI_2X_NO_ES
6	1,66		16,96	-0,034	87,75			676,19	10.000.074,55	101,96	0,95	127	I_4X_O_AS
7	1,60			-0,037	87,25			671,80	9.375.360,36	95,71	0,94	127	NI_3X_O_AS
8	9,15		27,42				0,46	1,95	2.432.056,14	26,28	0,56	81	NI_3X_NO_AS
9	7,13		46,00			1,23		11,68	2.743.741,10	29,39	0,45	64	NI_3X_NO_ES
10	12,62		86,54	-0,033				4,05	4.523.667,09	47,19	0,54	127	I_3X_O_AS
11	12,60		31,81	-0,034				2,35	2.805.430,47	30,01	0,55	127	NI_3X_O_AS
12	20,52	-0,002	8,96					2,56	4.008.554,88	42,04	0,58	43	NI_3X_NO_ES*
13	23,72		8,73	-0,029				2,87	4.287.892,51	44,83	0,58	43	NI_3X_NO_ES*
14		-0,009	5,21	28,75				1,09	7.020.492,49	72,16	0,47	43	NI_3X_NO_ES*
15			4,96	33,37	-0,050			1,18	7.669.305,58	78,65	0,48	43	NI_3X_NO_ES*
16			3,79	-0,046		37,42		7,25	574.738,69	7,70	0,42	43	NI_3X_NO_ES*
17			13,74	-0,011	20,45			157,82	2.373.830,91	25,69	0,57	43	NI_3X_NO_ES*

Tabela 7: Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o *PBV*

Para já, pode-se facilmente verificar que os valores obtidos são mais generosos em termos do *Enterprise Value* (e valor por acção consequentemente). Dada a maior opcionalidade de escolha, as regressões com *intercept* seriam escolhidas em último caso, e se não existissem opções de escolha satisfatórias sem *intercept*. Portanto, as regressões 1, 2, 6 e 10 são à partida excluídas, sendo que a regressão 6 até apresentava o melhor R^2 (95%) desta lista. À semelhança da exclusão das regressões com *intercept* havendo outras alternativas, de seguida irão excluir-se as regressões com *outliers* na

amostragem, caso isso nos deixe ainda com alternativas de escolha credíveis e perfeitamente admissíveis. Portanto, também as regressões 3, 7 (com o segundo melhor R^2) e 11 serão desde já colocadas à margem da escolha. Estamos agora perante dez regressões passíveis de escolha. As que apresentam melhor R^2 são as regressões 4 (59%), 12 e 13 (58% para ambas). A regressão 4, apesar de apresentar um R^2 ligeiramente melhor, apenas tem duas variáveis dependentes e resulta da amostragem de todos os sectores, portanto perde para as regressões 12 e 13. Nestas duas a diferença prende-se com variável de risco, e neste caso opta-se pela regressão 12, pelo facto da variável de risco ser o GCA *versus* GEA da regressão 13. Desta forma contemplamos não só o GEA mas igualmente o GFA.

Para o *PS*, temos igualmente uma grande diversidade de escolha, como podemos observar na tabela 8:

#	ROE	GCA	g	ROI	GEA	ROA	ROS	Múltiplo obtido	Enterprise Value	V. p/ Acção	R^2 ajust.	Obs.	Regressão
1			20,22				5,57	1,69	5.921.330,54	61,17	0,20	104	I_2X_NO_AS
2			30,35				3,31	1,58	7.750.471,46	79,46	0,58	127	NI_2X_O_AS
3			19,68				5,55	1,67	5.791.656,39	59,87	0,77	104	NI_2X_NO_AS
4			24,63				3,51	1,44	6.456.398,61	66,52	0,74	65	NI_2X_NO_ES
5		-0,036	23,49				4,00	1,50	3.019.506,42	32,15	0,69	35	NI_3X_NO_ES*
6		-0,037	3,38				5,45	1,15	-1.443.156,91	-12,48	0,34	71	I_3X_NO_AS*
7		-0,005	36,95	0,01				1,15	8.071.986,38	82,67	0,55	127	NI_3X_O_AS
8		-0,005	30,73				3,29	1,58	7.427.241,94	76,23	0,58	127	NI_3X_O_AS
9	1,06	-0,068	33,82					1,17	3.159.698,77	33,55	0,67	71	NI_3X_NO_AS*
10	1,13		29,93		-0,036			1,02	5.152.786,99	53,48	0,65	71	NI_3X_NO_AS*
11		-0,070	35,25	0,44				1,11	2.606.988,16	28,02	0,67	71	NI_3X_NO_AS*
12			31,36	0,53	-0,039			0,95	4.544.194,48	47,40	0,64	71	NI_3X_NO_AS*
13		-0,029	16,50				6,31	1,72	2.561.941,92	27,57	0,78	71	NI_3X_NO_AS*
14		-0,062	31,16			2,76		22,24	3.859.860,71	40,55	0,68	71	NI_3X_NO_AS*
15			26,68		-0,027	3,12		24,86	6.192.426,67	63,88	0,66	71	NI_3X_NO_AS*
16	36,04	-0,065	0,13					4,00	46.407.733,56	466,03	0,68	43	NI_3X_NO_ES*
17	32,48		0,12		-0,031			3,58	44.210.420,35	444,06	0,65	43	NI_3X_NO_ES*
18		-0,036	4,43				21,83	4,32	2.915.245,68	31,11	0,73	43	NI_3X_NO_ES*
19		-0,061	1,00			34,33		264,34	23.375.628,59	235,71	0,68	43	NI_3X_NO_ES*
20			1,28		-0,026	30,10		231,72	23.025.549,58	232,21	0,65	43	NI_3X_NO_ES*

Tabela 8: Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o *PS*

Tendo em conta os critérios de selecção anteriormente detalhados para o *PBV*, e considerando também a natureza do múltiplo, importa aqui filtrar ainda mais a procura na tentativa de conduzir a escolha de uma regressão que contenha como variável de rentabilidade o *ROS*. Identificam-se então com três variáveis, as regressões 5, 13 e 18. A regressão 13 apresenta o melhor R^2 destas três, mas resulta de uma amostragem de todos os sectores, que pode significar uma desvantagem por ser mais generalista, mas por outro lado apresenta a vantagem de ter mais dados na amostra do que as restantes

duas. As regressões 5 e 7, apresentam R^2 sensivelmente iguais para amostragens igualmente semelhantes. Seleccionar-se-ão aqui não uma destas três regressões mas todas elas, pois curiosamente, “preenchendo os requisitos necessários” são as regressões com melhor R^2 . Mais à frente indicar-se-á como irão ser consideradas para o cálculo do valor final por acção.

Também no q de Tobin não faltam opções de escolha. A tabela 9 indica isso mesmo:

#	ROE	GCA	g	ROI	GEA	ROA	ROS	Múltiplo obtido	Enterprise Value	V. p/ Acção	R^2 ajust.	Obs.	Regressão
1	0,49	-0,002	15,63					0,54	-143.747,70	0,52	0,42	127	I_3X_O_AS
2	2,87	-0,002	14,76					0,78	826.830,82	10,22	0,22	95	I_3X_NO_AS
3	2,55		31,87					1,27	1.944.081,03	21,40	0,21	62	I_2X_NO_ES*
4	0,50	-0,002	23,87					0,80	443.079,71	6,39	0,60	127	NI_3X_O_AS
5	2,98	-0,001	18,74					0,91	1.181.541,30	13,77	0,81	95	NI_3X_NO_AS
6	2,35	-0,002	21,25					0,92	1.071.210,48	12,67	0,78	62	NI_3X_NO_ES
7		-0,002	12,25		-0,002	4,08		31,82	363.167,97	5,59	0,90	127	I_4X_O_AS
8	0,30		2,30	2,24		2,16		16,81	697.915,17	8,93	0,45	101	I_4X_NO_AS
9	0,03		17,57	2,23				0,62	1.101.959,98	12,97	0,26	53	I_3X_NO_ES
10		-0,002	20,66		-0,002	4,09		32,16	968.210,45	11,64	0,92	127	NI_4X_O_AS
11	0,66		15,02	2,10		2,21		17,60	1.677.121,86	18,73	0,86	101	NI_4X_NO_AS
12	1,21		17,01	2,53				0,74	1.746.057,50	19,42	0,85	66	NI_3X_NO_ES
13	0,49	-0,002	15,63					0,54	-143.747,70	0,52	0,42	127	I_3X_O_AS
14	0,50		15,53		-0,002			0,53	-152.783,01	0,43	0,42	127	I_3X_O_AS
15		-0,002	12,88			4,08		31,83	479.492,87	6,75	0,90	127	I_3X_O_AS
16			12,72		-0,002	4,08		31,84	458.928,42	6,54	0,90	127	I_3X_O_AS
17	0,50		23,75		-0,002			0,79	429.721,55	6,25	0,60	127	NI_3X_O_AS
18		-0,002	11,45	6,05				0,55	2.755.152,76	29,51	0,56	127	NI_3X_O_AS
19			11,27	6,08	-0,004			0,54	2.700.521,15	28,96	0,56	127	NI_3X_O_AS
20		-0,001	22,39				3,56	1,38	399.385,15	5,95	0,32	127	NI_3X_O_AS
21			22,26		-0,002		3,59	1,38	367.219,20	5,63	0,32	127	NI_3X_O_AS
22		-0,002	20,61			4,09		32,14	1.030.942,99	12,26	0,92	127	NI_3X_O_AS
23			20,51		-0,002	4,09		32,15	1.011.671,09	12,07	0,92	127	NI_3X_O_AS

Tabela 9: Resultados admissíveis das regressões múltiplas para o q de Tobin

No entanto, e observados bem os resultados, se excluirmos à partida as regressões com *intercept* e com *outliers*, apenas nos restam as regressões 5, 6 e 11. A regressão 11 não engloba nenhuma variável de risco, apesar de apresentar o melhor R^2 , deixando assim a escolha para as restantes duas. Estas por seu turno apresentam um R^2 muito semelhante, e dada a natureza das amostragens, opta-se pela regressão 6, pois tem o seu universo de amostragem no *entertainment* e na distribuição de cinema.

Estão portanto já seleccionadas as regressões para cada um dos múltiplos, que permitirão partir para projecção do *Enterprise Value*.

Resumidamente temos na tabela 10 as regressões escolhidas:

	#	ROE	GCA	g	ROI	GEA	ROA	ROS	Múltiplo obtido	Enterprise Value	V. p/ Acção	R ² ajust.	Obs.	Regressão
EV/EBIDTA	3			213,51		-0,097		0,12	5,44	1.499.023,26	16,95	0,65	75	NI_3X_NO_AS
PBV	12	20,52	-0,002	8,96					4,19	4.008.554,88	42,04	0,58	43	NI_3X_NO_ES*
PS	5		-0,036	23,49				4,00	0,42	3.019.506,42	32,15	0,69	35	NI_3X_NO_ES*
PS	13		-0,029	16,50				6,31	0,36	2.561.941,92	27,57	0,78	71	NI_3X_NO_AS*
PS	18		-0,036	4,43				21,83	0,41	2.915.245,68	31,11	0,73	43	NI_3X_NO_ES*
q de Tobin	6	2,35	-0,002	21,25					1,09	1.071.210,48	12,67	0,78	62	NI_3X_NO_ES

Tabela 10: Regressões seleccionadas

Para o cálculo do *Enterprise Value* da Columbia Tristar Warner, para além dos valores de actividade do exercício de 2005, considera-se uma taxa de crescimento sustentado prevista de 3,1%, ou seja, mais pessimista do que a taxa sugerida pelo Estudo *Entertainment & Media Outlook 2006-2010* da PricewaterhouseCoopers, por se considerar ser mais realístico e/ou corrigir a tendência para alguma sobreavaliação.

Passemos então às hipóteses de cálculo do valor do *Enterprise Value*, sabendo que para o Capital Social considerado (100.000€ ao qual corresponderão 100.000 acções), temos um *book value* por acção de 10,03€. É igualmente importante lembrar que estamos na presença de uma empresa com *debt* igual a zero:

▪ **Hipótese 1**

Na hipótese 1, será atribuída uma ponderação idêntica a cada múltiplo, sendo que para o *PS*, para o qual temos três valores de cotação possíveis, considera-se a média das três cotações como se de uma única se tratasse, com igual ponderação à dos restantes três múltiplos, *EV/EBITDA*, *PBV* e *q* de Tobin.

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R ² ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 1
EV/EBIDTA	16,95	0,654	25%	4,24
PBV	42,04	0,577	25%	10,51
PS	30,28	0,733	25%	7,57
q de Tobin	12,67	0,784	25%	3,17

Valor por acção obtido

Enterprise Value obtido

Varição para o Book Value

▪ **Hipótese 2**

Nesta hipótese, para o valor de cotação atribuído à partida ao *PS*, utilizar-se-á a média simples das três opções deste múltiplo, tal como na hipótese anterior, no entanto, para a ponderação entre múltiplos, será tida em consideração o peso dos R^2 . O R^2 do *PS* será calculado nesta hipótese através da média simples dos três R^2 das regressões que compõem as escolhas deste múltiplo.

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R^2 ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 2
<i>EV/EBIDTA</i>	16,95	0,654	23,80%	4,03
<i>PBV</i>	42,04	0,577	20,99%	8,82
<i>PS</i>	30,28	0,733	26,69%	8,08
q de Tobin	12,67	0,784	28,53%	3,61
	Total	<u>2,748</u>		
Valor por acção obtido				24,55
Enterprise Value obtido				2.259.496,01
Variação para o Book Value				14,52

▪ **Hipótese 3**

Aqui, o peso atribuído a cada múltiplo será igual, tal como na hipótese 1, no entanto, para o *PS*, o valor de cotação será obtido através da média ponderada dos seus R^2 .

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R^2 ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 3
<i>EV/EBIDTA</i>	16,95	0,654	25%	4,24
<i>PBV</i>	42,04	0,577	25%	10,51
<i>PS</i>	30,18	0,735	25%	7,55
q de Tobin	12,67	0,784	25%	3,17
Valor por acção obtido				25,46
Enterprise Value obtido				2.350.355,82
Variação para o Book Value				15,42

▪ **Hipótese 4**

Na hipótese 4, o valor de cotação para o *PS* será igual ao considerado na hipótese anterior, a ponderação dos múltiplos é que será de novo encontrada em função da média ponderada dos R^2 dos múltiplos, sendo que para o R^2 do *PS* será calculado através da média ponderada dos R^2 das três soluções possíveis deste múltiplo.

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R^2 ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 4
<i>EV/EBIDTA</i>	16,95	0,654	23,78%	4,03
<i>PBV</i>	42,04	0,577	20,97%	8,82
<i>PS</i>	30,18	0,735	26,74%	8,07
q de Tobin	12,67	0,784	28,51%	3,61
	Total	<u>2,750</u>		
Valor por acção obtido				24,53
<i>Enterprise Value</i> obtido				2.257.313,62
Variação para o <i>Book Value</i>				14,49

▪ **Hipótese 5**

Neste nova hipótese, escolhe-se a regressão do *PS* com melhor R^2 , e atribui-se igual ponderação a cada um dos múltiplos.

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R^2 ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 5
<i>EV/EBIDTA</i>	16,95	0,654	25%	4,24
<i>PBV</i>	42,04	0,577	25%	10,51
<i>PS</i>	27,57	0,781	25%	6,89
q de Tobin	12,67	0,784	25%	3,17
Valor por acção obtido				24,81
<i>Enterprise Value</i> obtido				2.285.182,64
Variação para o <i>Book Value</i>				14,77

▪ **Hipótese 6**

Na hipótese 6, mantém-se a escolha do *PS* com melhor R^2 , no entanto, a ponderação dos múltiplos será feita tendo em conta os R^2 dos quatro.

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R^2 ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 6
<i>EV/EBIDTA</i>	16,95	0,654	23,40%	3,96
<i>PBV</i>	42,04	0,577	20,63%	8,67
<i>PS</i>	27,57	0,781	27,93%	7,70
q de Tobin	12,67	0,784	28,04%	3,55
	Total	2,795		
Valor por acção obtido				23,89
<i>Enterprise Value</i> obtido				2.193.694,76
Variação para o <i>Book Value</i>				13,86

▪ **Hipótese 7**

Até agora foram sempre utilizados os quatro múltiplos que tinham valores admissíveis à partida. Exclui-se agora o múltiplo com o pior R^2 , neste caso o *PBV* (com 57,7%), mantendo para o *PS* a opção com R^2 mais elevado, atribuindo igual ponderação a todos os múltiplos.

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R^2 ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 7
<i>EV/EBIDTA</i>	16,95	0,654	33%	5,65
<i>PS</i>	27,57	0,781	33%	9,19
q de Tobin	12,67	0,784	33%	4,22
Valor por acção obtido				19,06
<i>Enterprise Value</i> obtido				1.710.725,22
Variação para o <i>Book Value</i>				9,03

▪ **Hipótese 8**

Última hipótese a considerar. Temos a hipótese anterior, mas neste caso a ponderação dos múltiplos será feita tendo em consideração o R^2 de cada um deles.

Múltiplo	V.Acção @ Regressão	R^2 ajust.	Pond. ^{ao}	V.Acção ponderado @ Hipótese 8
EV/EBIDTA	16,95	0,654	29,48%	5,00
PS	27,57	0,781	35,19%	9,70
q de Tobin	12,67	<u>0,784</u>	35,33%	4,48
	Total	<u>2,219</u>		
	Valor por acção obtido			19,17
	Enterprise Value obtido			1.721.886,46
	Varição para o Book Value			9,14

Após considerar as oito hipóteses, temos como valores mínimos médios e máximos:

	Mínimo	Média	Máximo
Valor por acção obtido	19,06	23,37	25,48
Enterprise Value obtido	1.710.725,22	2.141.426,19	2.352.754,99

Embora todas as oito hipóteses sejam admissíveis, para chegar a uma solução, entende-se que as hipóteses que ponderam os múltiplos em função dos R^2 de cada um, são mais realísticas do que as que as restantes consideradas. Portanto, das hipóteses 2, 4, 6 e 8 sairá a escolha do *Enterprise Value*. A hipótese 4 é mais fiável do que a hipótese 2, porque o R^2 considerado para o PS é obtido através da ponderação dos R^2 das três possibilidades. A hipótese 6, por seu turno é melhor do que a hipótese 4, pois considera para o PS o valor de cotação com melhor R^2 , e este R^2 é superior à media ponderada das três possibilidades internas deste múltiplo, no entanto, hipótese 8 é a melhor, pois ao eliminar o múltiplo com pior R^2 está a conferir um ajustamento ao *Enterprise Value*, atribuindo-lhe um valor mais baixo, isto porque o *PBV* era o múltiplo que fornecia à partida a porção mais elevada de valor. Pela já analisada (na decomposição de valor) vertente de sobrevalorização, parece sem dúvida que a hipótese 8 confere um sentido mais real e lúcido do valor que a empresa terá. Temos portanto identificado um *Enterprise Value* de 1.721.886,46€, a que corresponderá um valor de 19,17€ por cada uma das 100.000 acções.

Como se dispõe também elementos de outras empresas não cotadas do mesmo sector ou de sectores relacionados, tirando partido de toda a pesquisa efectuada e de todo o trabalho de base, lançam-se também aqui *Enterprise values* (na divisa oficial do país em questão) para algumas dessas mesmas empresas/segmentos-empresa, considerando igualmente a hipótese 8:

	Mínimo	Média	Máximo	Escolha
<u>BRITISH BROADCAST. CORPORATION</u>				
Valor por acção obtido	0,13	0,14	0,16	0,13
<i>Enterprise Value</i> obtido	741.459.310,73	882.463.364,07	1.029.848.290,06	790.040.902,77
<u>EGMONT</u>				
Valor por acção obtido	28,16	31,20	32,98	28,16
<i>Enterprise Value</i> obtido	626.541.975,46	702.548.163,94	746.921.029,86	626.541.975,46
<u>LNK AUDIOVISUAIS SA</u>				
Valor por acção obtido	23,04	26,77	29,56	23,04
<i>Enterprise Value</i> obtido	13.293.194,83	14.782.787,82	15.899.574,39	13.293.194,83
<u>LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS SA</u>				
Valor por acção obtido	10,14	12,37	13,41	10,30
<i>Enterprise Value</i> obtido	4.050.143,48	4.832.308,73	5.196.820,45	4.107.876,31
<u>NORDISK FILMS</u>				
Valor por acção obtido	19,82	20,98	21,68	19,83
<i>Enterprise Value</i> obtido	19.012.109,16	20.165.492,97	20.873.065,01	19.019.747,66

A empresa Egmont trata-se de uma fundação nórdica, que detém entre outros negócios a Nordisk Films, que por sua vez, para além da distribuição de cinema, actua também nas áreas dos jogos interactivos e da produção de TV, operando essencialmente nos países do norte da Europa. Os valores que são atribuídos à Nordisk Films neste trabalho dizem exclusivamente respeito à distribuição de cinema, logo o *Enterprise Value* aqui obtido é igualmente também só para este segmento de negócio.

Sublinha-se ainda que os dados que obtive relativamente à Lusomundo Audiovisuais SA, dizem apenas respeito à actividade de distribuição de cinema, sendo uma concorrente directa da Columbia TriStar Warner, e estes mesmos dados podem não corresponder à correcta situação da empresa, uma vez que foram facultados por uma fonte não oficial. Do mesmo modo, os dados da LNK Audiovisuais, podem também conter imprecisões, pois foi feita a conversão de dados (obtidos gentilmente) de acordo com o POC para as IAS, sem dispor de muitos elementos para proceder a essa mesma conversão com toda a fiabilidade necessária. Para a BBC, os dados considerados são os tornados públicos pela emissora de televisão pública do Reino Unido.

5. ANÁLISE DE UM PLANO DE EXPANSÃO FUTURA

Neste momento, a Columbia TriStar Warner (CTW) é uma distribuidora que se limita apenas a representar os direitos em Portugal das suas duas associadas. Como será nos próximos sete anos (até 2012)? E se à actividade regular da empresa, fosse acrescida a distribuição regular anual de um filme de produções nacionais, tendo em conta a aprovação em Decreto-Lei (DL nº227/2006, Art.º 77º de 15 de Novembro de 2006) da participação dos distribuidores para o fundo de investimento para o cinema e o audiovisual (FICA), que ao que tudo indica será uma realidade em 2007?

Outra possibilidade de expansão da actividade poderá passar pela autonomia local em termos de decisão pela aquisição de filmes independentes, neste momento apenas negociados pelos restantes concorrentes de mercado.

Projecta-se então um o plano de *cash flows* a sete anos (ano 1 – 2006 e ano 7 – 2012), considerando estas possibilidades de expansão, e qual o acréscimo de valor que tal expansão traria para o valor do capital próprio.

PRESSUPOSTOS:

▪ Actividade normal

- ✓ Participação para o fundo de investimento para o cinema e o audiovisual a partir de 2007 – 2% das vendas;
- ✓ Percentagem de crescimento dos proveitos e custos operacionais com base no ano anterior⁴³:

1	2	3	4	5	6	7
3,00%	3,50%	4,00%	3,50%	3,00%	2,50%	2,50%

- ✓ Redução prevista dos custos operacionais regulares com base no ano anterior⁴⁴:

1	2	3	4	5	6	7
0%	0,025%	0,25%	0,5%	0%	0,5%	0%

⁴³ Para os dois últimos anos considera-se uma taxa de crescimento que corresponde à inflação.

⁴⁴ Dado o aumento dos custos provocado pela participação para o FICA, proceder-se-á a um pequeno ajustamento nos outros custos operacionais regulares.

- ✓ O FMN prevê-se que passe a constituir 11,5% do valor dos proveitos de cada ano, em detrimento dos 9,55% verificados no ano 0, de modo a precaver um acréscimo da dificuldade de cobrança nos valores a receber;
- ✓ O CFLE por seu turno manterá os mesmos níveis do ano 0, ou seja cerca de 3,1% sobre os proveitos operacionais;
- ✓ Considera-se a manutenção da taxa de impostos de 27,5% para o futuro.

▪ **Distribuição de um filme produzido no nosso país**

- ✓ Mais uma vez dada a participação para o FICA, se for feita a participação directamente a um produtor previamente definido, poder-se-á negociar uma taxa de retenção de proveitos de distribuição para a CTW superior ao que seria sem a participação financeira. Estima-se que já com os *royalties* a pagar ao produtor, que a taxa de retenção de lucro para esta actividade seja de 30% sobre o total de proveitos facturados relativamente ao filme. Estima-se ainda que para ano 1, este valor de proveitos seja de 22.500€, e que evolua de acordo com percentagem prevista de crescimento dos proveitos da actividade normal, dado beneficiar do poder de distribuição da CTW;
- ✓ Caso se optasse por apenas expandir a actividade com esta alteração na distribuição, a única alteração que se prevê, prende-se ao nível do FMN, passando este para 12% sobre os proveitos operacionais, dado o ligeiro acréscimo nas dificuldades de cobrabilidade em alguns clientes.

▪ **Aquisição de direitos de distribuição de filmes independentes, norte-americanos e/ou europeus**

- ✓ A estratégia de aquisição de direitos de distribuição, passará por um processo gradual e progressivo, de modo a conferir à empresa um poder de implantação sedimentado e sustentado nesta nova vertente de negócio, que se traduziria com a aquisição dos seguintes números de filmes por cada ano:

<u>Origem/Ano</u>	1	2	3	4	5	6	7
Norte-americanos	1	3	6	8	8	8	8
Europeus	1	1	2	2	2	2	2

- ✓ Não sendo normal obter acordos de aquisição de licenças de distribuição de apenas um, dois ou três filmes, uma vez que as negociações com as principais produtoras de filmes independentes (por exemplo Miramax, New Line, Focus, Summit, Lions Gate Entertainment, UGC, Constantin, etc.) envolvem sempre um conjunto de filmes mais alargado, a Columbia TriStar Warner podia usufruir da relação institucional que mantém com as suas duas associadas, para conseguir negociar um número bastante mais reduzido de licenças nesta fase de arranque desta área de actuação, precisamente para crescer com segurança e de forma sustentada;
- ✓ Estima-se o preço médio no ano 1 de 150.000€ para cada filme norte-americano e de 75.000€ para cada filme europeu, sendo que se prevê que estes custos evoluam igualmente de acordo com a taxa de crescimento prevista para os proveitos operacionais decorrentes da actividade normal;
- ✓ As amortizações das respectivas licenças de distribuição serão consideradas amortizáveis em dois anos, dada a focalização no direito de distribuição cinematográfica e posterior cedência através de venda, dos restantes direitos comercialização, pelo que o período de exploração não atingirá por certo os vinte e quatro meses. Para tal solicitar-se-á um regime de excepção para este tipo de amortização, à semelhança do que outras distribuidoras também já fizeram. Considera-se que prolongar o prazo das amortizações por mais de dois anos iria distorcer a noção da real rentabilidade desta actividade operativa;
- ✓ Os proveitos operacionais (e aqui já está considerada a cedência através de venda de todos os restantes direitos de comercialização do filme para os restantes canais de distribuição e venda) e custos directos, decorrentes desta introdução operativa, estimam-se em termos anuais, e sobre o preço das licenças, da seguinte forma:

Ano	1	2	3	4	5	6	7
Proveitos	140,0%	145,0%	145,0%	145,0%	145,0%	150,0%	150,0%
Custos	70,0%	65,0%	60,0%	55,0%	55,0%	50,0%	50,0%

- ✓ Caso se optasse por apenas expandir a actividade com esta alteração na distribuição, o FMN passaria para 9% sobre o valor dos proveitos operacionais.

▪ **Alterações decorrentes da sinergia da expansão da actividade**

- ✓ Com o funcionamento da actividade incluindo a introdução das duas novas áreas regulares de actuação, conduziria à redução do FMN para 9,5% sobre os proveitos operacionais, dada o reforço na posição de mercado e conseqüente poder de imposição quanto aos pagamentos em atraso aquando de novas estreias;
- ✓ A estrutura de pessoal não necessitaria de alterações, uma vez que o potencial do capital humano presente e de processos estabelecidos actualmente na empresa, seria suficientes para lidar com o acréscimo de trabalho que daí decorreria.

Para o WACC e de seguida para o K_e foram considerandos os seguintes elementos⁴⁵:

R_f	2,69%
$R_m - R_f$	5,0%
β_u	0,715
Debt / C.Próprio	0,778
PBV	3,564
j	4,0%

Temos então a seguinte projecção através da óptica *firm*:

	0	1	2	3	4	5	6	7
Proveitos Operacionais	7.585.735,32	8.150.807,38	8.897.954,39	10.073.282,06	10.910.469,13	11.237.783,20	11.598.120,17	11.888.073,18
RO	244.754,58	303.847,22	173.351,06	262.698,93	203.549,64	29.106,12	226.915,51	231.000,55
RO (1-t)	177.447,07	220.289,23	125.679,52	190.456,72	147.573,49	21.101,94	164.513,74	167.475,40
FMN	724.415,50	774.326,70	845.305,67	956.961,80	1.036.494,57	1.067.589,40	1.101.821,42	1.129.366,95
Δ FMN		-49.911,20	-70.978,97	-111.656,13	-79.532,77	-31.094,84	-34.232,01	-27.545,54
CFLE	233.249,48	353.438,80	521.059,16	824.456,53	1.020.423,61	1.051.036,32	1.077.312,22	1.104.245,03
Δ CFLE		-120.189,32	-167.620,36	-303.397,37	-195.967,08	-30.612,71	-26.275,91	-26.932,81
FCFF		50.188,71	-112.919,80	-224.596,77	-127.926,36	-40.605,60	104.005,82	112.997,06
WACC	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%
g								2,50%
V.Negócio@WACC	1.880.564,20	1.945.621,24	2.177.773,66	2.535.829,93	2.819.158,40	3.032.529,19	3.114.364,47	
Valor extra exploração		195.500,75						
Valor activo total		2.076.064,95						
Valor do Debt		0,00						
Valor do Capital Próprio		2.076.064,95						
Acções		100.000,00						
Valor por acção		20,76						

Relativamente à avaliação inicial por acção (19,17€), estaríamos perante uma valorização de 1,59€, ou seja de 8,28%, o que sem analisar cada segmento (se assim lhe

⁴⁵ β_u foi calculado, através da média simples dos β_u das empresas LSM-T, PTA, SNE, SPE-T, TWX e TWX-T, valores estes que podem ser encontrados no Anexo D. Os valores do *Debt/Equity* e *PBV* correspondem às médias de 2003-2005 do *entertainment*, e j será a taxa de juro que o banco com o qual a empresa trabalha praticaria com uma potencial linha de crédito desta natureza.

podemos chamar) da actividade, indica que a viabilidade do projecto de expansão é perfeitamente recomendável.

Fazendo uma análise de sensibilidade por alteração do WACC, temos:

V.Negócio@WACC 6%	20,78
V.Negócio@WACC 7%	20,61
V.Negócio@WACC 8%	20,43
V.Negócio@WACC Ru (6,27%)	20,74

Como se pode verificar, com o aumento do WACC até 8%, o valor por acção não sofre grande alteração, sendo que decresce até 1,6% do valor obtido para o máximo testado para o WACC. Existe portanto também aqui uma certa margem de segurança quanto à admissibilidade do projecto de expansão.

Através da óptica *equity*, a projecção é ligeiramente diferente:

	0	1	2	3	4	5	6	7
<i>FCFF</i>		50.188,71	-112.919,80	-224.596,77	-127.926,36	-40.605,60	104.005,82	112.997,06
<i>Debt</i>	0,00	451.106,20	546.545,93	712.567,33	822.767,27	847.450,29	871.653,46	893.444,79
Δ <i>Debt</i>		451.106,20	95.439,73	166.021,40	110.199,94	24.683,02	24.203,17	21.791,34
Juros		-18.044,25	-21.861,84	-28.502,69	-32.910,69	-33.898,01	-34.866,14	-35.737,79
Juros depois de impostos		-13.082,08	-15.849,83	-20.664,45	-23.860,25	-24.576,06	-25.277,95	-25.909,90
<i>Debt cash flow</i>		438.024,12	79.589,90	145.356,95	86.339,69	106,96	-1.074,78	-4.118,56
<i>FCFE</i>		488.212,83	-33.329,91	-79.239,83	-41.586,67	-40.498,65	102.931,04	108.878,49
K_e		6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%
g								2,50%
V.Negócio@WACC	2.061.257,48	1.713.885,27	1.864.320,71	2.070.944,96	2.254.034,18	2.448.545,40	2.512.917,41	
Valor extra exploração	195.500,75							
Valor do Capital Próprio	2.256.758,23							
Acções	100.000,00							
Valor por acção	22,57							

Considerando a média histórica do triénio 2003-2005 do sector, a percentagem de *Debt* a considerar foi 40%. Aqui, a valorização é um pouco mais acentuada do que a obtida através da óptica *firm*, pois obtém-se um acréscimo de 3,39€ por acção, o que corresponde a uma valorização de 17,7%.

Voltando à óptica *firm*, e procurando decompor o valor criado pelo projecto de expansão com o *forecast* de sete anos, testa-se igualmente a viabilidade e o potencial de criação de valor para a empresa, tendo em conta a actividade regular ou normal da empresa, com cada uma das oportunidades de expansão propostas individualmente, e a actividade normal por si só.

Aqui ficam os resultados obtidos:

	FCFF	Δ%	Δ€	@
Actividade normal	19,72	2,87%	0,55	K _u
Actividade normal + Distribuição Filme nacional	19,86	3,56%	0,68	K _u
Actividade normal + Distribuição Filmes independentes	20,30	5,87%	1,13	WACC

O detalhe de cada um destes planos de actividade, pode ser visto mais pormenorizadamente no Anexo F.

Facilmente se verifica que qualquer uma destas opções se revela pior do que a proposta de expansão integrada. Com o plano de expansão integrada, tendo em conta cada uma das áreas de distribuição, podemos identificar o potencial de criação de valor de cada uma delas:

	Δ%	Δ€
Actividade normal	2,87%	0,55
Filme nacional	0,69%	0,13
Filmes independentes	3,00%	0,58
Sinergia do projecto de expansão integrado	1,72%	0,33
TOTAL	8,28%	1,59

A sinergia que a empresa obterá com a concretização deste plano de expansão, para além do ganho individual de cada área de actuação, será de 1,72%, ou seja, 0,33€ por acção.

CONCLUSÃO

Após uma série de passos, já é possível e permitido tecer alguns comentários e conclusões mais objectivos, fundamentadamente.

Para este tipo de conclusões, tem de se ter em consideração o enquadramento sectorial, a problemática do mesmo, ou seja, trata-se de um sector a viver uma fase difícil, a tentar recuperar de exercícios com quebras de actividade sucessivas, condicionado pela conjuntura económica mundial (sendo esta uma actividade de entretenimento é necessariamente afectada) e também por comercializar um produto que apesar de não correr risco de cessação necessita de revitalizar a sua actuação comercial a diversos níveis, para competir mais fortemente com outros segmentos de entretenimento de preços similares ou mais baixos.

A Columbia TriStar Warner é uma *joint-venture* das associadas Columbia TriStar (recentemente renomeada no *head-office* para Sony Pictures International Releasing, detida pela poderosa Sony Corporation) e Time Warner Inc., como tal, representa em Portugal os filmes representados por estas duas distribuidoras internacionais. Por ser um representante directo e não um agente como a Lusomundo Audiovisuais para a Universal Pictures ou como a Castello Lopes Multimédia para a 20th Century Fox, a empresa acaba por ter uma forma de actuação no mercado mais restrita e limitada do que os restantes concorrentes. Daí a introdução de novas áreas de actuação para testar a sua viabilidade em termos futuros, pois a revitalização da actividade da empresa pode também passar por uma reorganização da estrutura de actuação no mercado.

Apesar desta limitação natural, e também por ter que concorrer com outros distribuidores com trunfos incomparáveis, como por exemplo a Lusomundo Audiovisuais que está inserida num grande grupo económico nacional, que para além da distribuição, detém ainda a exibição, permitindo-lhes ter a cadeia de funcionamento a montante e a jusante (distribuição – exibição), condicionando muitas vezes a relação que se pretende natural de oferta e procura e distorce natural e irreversivelmente a natureza do negócio (não sendo a única empresa nesta condição, pela sua dimensão é a

que exerce mais influência sobre o mercado e na distorção concorrencial), a Columbia TriStar Warner consegue obter as melhores performances de rentabilidade, quer por ter uma estrutura sinérgica bem consolidada entre duas das maiores e mais importantes distribuidoras internacionais, quer por possuir capital humano experiente e competente, que rentabiliza ainda mais a forte imagem que esta distribuidora goza em Portugal, mais pelo seu produto do que pela sua imagem como empresa, por culpa de factores que distorcem a concorrência. Em termos de quota de mercado, é uma empresa que se situa sempre perto dos 25%/30%, embora registe apenas uma média de vinte e cinco/vinte e seis estreias anuais.

Voltando ainda à questão da distorção concorrencial, por exemplo a Lusomundo terá muito menos dificuldades em distribuir um filme de qualidade inferior, pois tem à partida garantidos muitos (dos melhores e com maior média de admissões) *screens* da sua “colega” de grupo a Lusomundo Cinemas, enquanto que um produto menos forte da Columbia TriStar Warner terá de enfrentar as naturais dificuldades de intromissão nos filmes a distribuir nesse período.

A empresa como já referido apresenta excelente indicadores de rentabilidade, sendo o *ROS* o rácio de rentabilidade que apresenta um resultado menos bom, no entanto isto é resultado do acordo de retenção de proveitos pelas associadas, uma vez que a percentagem de *royalties* pagos é bastante elevada, o que faz naturalmente baixar este indicador. Outro dos sinais de saúde operativa, é o facto de ao longo de trinta e três anos (1972 a 2005) nunca esta empresa se ter recorrido a empréstimos bancários, ou a suprimentos das associadas. Este é um facto que pode ser perfeitamente explorado para alavancar a estrutura. Em termos de processos internos, é também uma empresa que, apesar de por vezes ser mais influenciada pelo mercado do que ter um efeito persuasivo sobre este (também por razões já anteriormente indicadas), consegue liderar processos de actuação internos, que tornam a estrutura mais operacional e funcional, muitas das vezes seguidos pelos concorrentes. O prazo médio de recebimentos é por exemplo uma das variáveis que esta empresa trabalha bem, fruto também da pressão exercida pelos *home-offices*.

É portanto uma empresa com uma forte implantação de mercado e uma estrutura interna perfeitamente enraizada e extremamente consolidada a nível da *joint-venture*, que

permitem encarar o futuro com todo o optimismo, pois garantem às associadas uma performance de resultados que estas não obteriam individualmente ou com a cedência dos direitos a um agente. A relação saudável entre as associadas, não esquecendo algumas arestas que por vezes são necessárias limar, não é fácil de obter, muito menos com este grau de consolidação, por isso, neste momento, este potencial sinérgico é dos pontos mais fortes com que esta empresa pode contar. Em termos organizacionais, está portanto bem orientada, havendo no entanto alguns pontos internos que deveriam ser objecto de mudança, tema que não será agora aqui desenvolvido.

Em termos empíricos, procurou-se fundamentar o melhor possível os resultados obtidos. Na amostragem de empresas que constitui este estudo, procurou-se igualmente as mais importantes e relevantes para o negócio, quer no sector de *entertainment* quer no sector de *media*, abrangendo esta escolha às empresas norte-americanas que lideram o sector a nível mundial, mas também às empresas europeias de diversos países líderes de mercado, para conferir um conjunto de informação global e não apenas limitativo a uma zona do globo.

Da análise das médias dos rácios e indicadores das empresas, pode-se constatar que se tratam de sectores e até segmentos de negócio (no caso específico da distribuição de cinema) rentáveis e com um agradável potencial de crescimento. Não só por causa disto mas também, é prova a concentração elevado do valor extra na decomposição do valor de cada empresa. Na análise da decomposição de valor, verifica-se que a componente de valor extra pesa imenso no valor da empresa, isto fruto deste optimismo que os números nos mostram (apesar da queda das vendas nos últimos anos em alguns segmentos) e igualmente fruto da expectativa futura que este tipo de negócios gera. Isto é, o *entertainment* não oferece ao público-alvo um produto estruturado que hoje é igual ao que será oferecido amanhã, como a Pepsi por exemplo poderá oferecer. Na televisão é mais fácil manter esta variável, uma vez que é possível manter uma série de programas chave, como noticiários, no entanto no cinema, o que os produtores estarão a preparar para “entregar” aos distribuidores é uma incógnita se hoje pretendemos prever o que se terá daqui a cinco anos. As distribuidoras esperam que o potencial criativo e reinventivo destes importantes agentes deste meio nunca termine, caso contrário seria o seu fim.

Estamos portanto perante empresas como uma concentração enorme de valor no seu potencial extra, o que não deixa de ser um risco. Decorrente deste potencial extra, verifica-se que a sobrevalorização acaba por ser uma consequência. Em quarenta e sete observações, apenas dez empresas na óptica *firm* estão subavaliadas enquanto na óptica *equity* são apenas seis. Portanto, como os múltiplos que obtidos são produto destas observações, é bem provável que o resultado encontrado para o *Enterprise Value* da Columbia TriStar Warner possa igualmente estar ligeiramente sobreavaliado.

Após esta análise dos valores das empresas que compõem a amostra, procurou-se detectar as regressões múltiplas que melhor satisfariam simultaneamente as necessidades estatísticas e a teoria financeira. Dada a falta de estabilidade de variação de alguns indicadores, a estimação linear não foi fácil, o que pode ser comprovado pelos R^2 ajustados, pelo *P Value* das variáveis independentes e ainda através validade do sinal destes coeficientes.

Para os múltiplos *P/E* e *PEG* não foram encontrados resultados válidos, no entanto, apesar desta dificuldade acrescida, foram obtidos resultados perfeitamente admissíveis e satisfatórios para os restantes múltiplos que permitiram prosseguir com a análise. Muitas das vezes estes tipos de estudos ou análises são dificultados por este tipo de condicionalismos estatísticos que obrigam a ter que seguir outras vias para prosseguir com a avaliação.

Dos múltiplos obtidos, o que facultou menos resultados admissíveis, foi o que curiosamente forneceu valores mais próximos do valor do *discounted cash flow (DCF)*, ou seja, solução final obtida, o *EV/EBITDA*, embora fosse de todos o múltiplo com pior R^2 . O *PBV* inflacionava o valor a obter, enquanto que o múltiplo com melhor R^2 , o q de Tobin, indicava um valor provavelmente mais baixo do que o real. Para o *PS* foram admitidas várias possibilidades e a melhor apresentava um R^2 de nível igual ao q de Tobin, só que aqui o valor era também inflacionado.

A hipótese de valor escolhida foi a número 8, pois reunia os melhores dos melhores múltiplos, ponderando o peso de cada um através do seu valor estatístico, através do respetivo R^2 . Chegou-se a um *Enterprise Value* de 1.721.886,46€, a que corresponderá um valor por cada uma das 100.000 acções de 19,17€. O rácio *Enterprise Value/Capital*

Próprio é assim de 1,72 (o *EV* é quase o dobro do Capital Próprio) e, para *Enterprise Value/Activo Total* temos o valor de 0,78, ou seja, estamos perante um *Enterprise Value* que corresponde praticamente a 80% do valor do Activo Total, ignorando quase por completo o Passivo da empresa. O valor parece justo, poderá talvez estar ligeiramente sobrevalorizado (como já foi referido anteriormente), pois nestas regressões a sobrevalorização era à partida um ponto a considerar, no entanto não parece que neste caso a valorização esteja relevantemente sobrevalorizada. A empresa tem um excelente potencial presente e futuro, quer a nível organizacional que a nível operativo, que pode ser observado através dos rácios e indicadores, questão que este processo não deixou de levar em consideração. A ausência de dívida financeira, apesar de retirar efeito de alavanca, confere por outro lado um potencial de segurança futuro bastante grande.

Não se pode também ignorar o facto da Columbia TriStar Warner não dispor de direitos de distribuição (pela natureza da sua constituição social), ou de outros tipos de licenças, o que influencia naturalmente o Activo Intangível, estamos portanto perante uma empresa que vale apenas pelo seu potencial de serviço, dos títulos que representa e da expectativa futura dos mesmos, daí apresentar um *Enterprise Value* bastante inferior ao de outras empresas do mercado nacional, que actuam no entanto com uma realidade funcional e operativa muito diferente, uma vez que possuem, por exemplo, valores de activos muitíssimo superiores. Podem-se identificar outras variáveis que condicionam o *Enterprise Value* da Columbia TriStar Warner, como por exemplo o GCA (se fosse mais baixo iria proporcionar a obtenção de um *EV* superior) ou um Capital Social relativamente baixo, variáveis estas que se comparadas com concorrentes do mercado nacional, verificar-se-á que estaremos perante valores bastante desiguais.

Quando se aplicou a metodologia do *DCF*, analisando depois o potencial de expansão da actividade partindo com esta base estável de avaliação, constatou-se que também aqui a empresa pode e deve pensar seriamente em ganhar alguma autonomia local. Gozando de uma estrutura interna que lhe permita usufruir de uma capacidade instalada não explorada ou aproveitada a 100%, tem aqui um poderoso ponto de partida para revitalizar a sua actividade. Tem na sua actividade normal potencial para rentabilizar sustentadamente ainda mais o seu valor, como base nos pressupostos assumidos, no entanto, tudo tem a ganhar com a abertura da sua actividade a outras áreas actuação. Garantirá rentabilidade para cada uma delas (distribuição regular de um filme nacional

por ano e com a gradual e progressiva aquisição de direitos de distribuição de filmes independentes) e também um potencial sinérgico pela operação com as várias áreas. A valorização de 8,28% sobre o valor inicial estimado para cada acção convida perfeitamente a esta iniciativa. Desta forma, conseguirá solidificar ainda mais a sua posição no mercado, roubando quota de mercado aos seus concorrentes, podendo chegar muito perto dos 35/40%.

Depois de concluído este trabalho, reconhece-se que a principal limitação deste estudo de caso resulta do facto de a empresa não estar cotada, pelo que não se pode comparar os resultados obtidos com o valor de mercado. Outra limitação prende-se com a ausência de múltiplos certos e claramente determinados, uma vez que quer a nível interno quer a nível externo, assiste-se a uma grande concentração em *holdings* com (muito) mais actividades, das empresas marcantes da actividade.

Por outro lado, importa também ressaltar que uma análise mais aprofundada do potencial de expansão da actividade poderia ser feita à luz da teoria das opções reais.

Lista de siglas/abreviaturas utilizadas

- *AE*: Activo económico;
- β_e / β_l : Beta *levered*, beta da empresa com endividamento;
- β_u : Beta *unlevered*, beta da empresa sem endividamento;
- *CA*: Capital alheio;
- *CFLE*: Capital fixo líquido de exploração;
- *CI*: Capitais investidos (Cap. próprio + Passivo financeiro);
- *CP*: Capital próprio
- *d*: Taxa de distribuição de dividendos;
- D_n : Dividendos do ano n;
- *D*: Capital alheio de financiamento (*debt*);
- *DCF*: *Discounted cash flows*;
- *E*: Capital Próprio (*equity*);
- *EBIT*: *Earnings before interests and taxes = RO*;
- *EBITDA*: *Earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations = RO + amortizações e provisões*;
- *EF*: Encargos financeiros;
- *EPS*: *Earnings per share*;
- *EV*: *Enterprise value*;
- *EVA*: *Economic value added*;
- *FCFE*: *Free cash flow to equity*;
- *FCFF*: *Free cash flow to firm*;
- *FMN*: Fundo de maneo necessário;
- g_n : Taxa de crescimento para o período n;
- *GCA*: Grau combinado de alavanca;
- *GEA*: Grau económico de alavanca;
- *GFA*: Grau financeiro de alavanca;
- *GW*: *Goodwill*;
- *j*: Juros;

- k_d : Custo do capital alheio;
- k_e : Custo do capital próprio;
- k_{ps} : Custo das acções preferenciais;
- k_u : Custo do capital económico;
- *MVA*: *Market value added*;
- P_n : Valor da acção no período n;
- P_s : Acções preferenciais;
- *PBV*: *Price to book value*;
- *P/E*: *Price to earnings*;
- *PEG*: *Price Earnings to Growth*;
- *PS*: *Price to sales*;
- r_f : Taxa de juro sem risco;
- *RCP* : Rentabilidade do capital próprio;
- *RL* : Resultado líquido;
- r_m : Taxa de rentabilidade do mercado;
- *RO* : Resultados operacionais;
- *ROA*: *Return on assets*;
- *ROE*: *Return on equity*;
- *ROI*: *Return on investment*;
- *ROIC*: *Return on invested capital*;
- *ROL* : Resultado operacional líquido;
- *ROS*: *Return on sales*;
- *RPA* : Resultado por acção;
- t : Taxa de imposto sobre lucros;
- *VAP*: *Value of assets in place*;
- *VE*: *Value extra*;
- *VNG*: *Value of normal growth*;
- *WACC*: *Weighted average cost of capital*.

Lista de abreviaturas utilizadas para as empresas da amostra

<u>Abreviatura</u>	<u>Empresa/Segmento-Empresa</u>
ACME	- ACME COMMUNICATIONS INC.
AMC	- AMC ENTERTAINMENT
BBC	- BRITISH BROADCASTING CORPORATION
BSY	- BRITISH SKY BROADCASTING GRP PLC
CFA	- CONSTANTIN FILM AG
CFA-T	- CONSTANTIN FILM AG - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
CKEC	- CARMIKE CINEMAS INC
CMCSA	- COMCAST CORPORATION
CTW	- COLUMBIA TRISTAR WARNER
DIS	- WALT DISNEY COMPANY
DISK	- IMAGE ENTERTAINMENT INC.
DIS-T	- WALT DISNEY COMPANY - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
DWA	- DREAMWORKS ANIMATION
DWA-T	- DREAMWORKS ANIMATION - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
EDL	- EDEL MUSIC AG
EGM	- EGMONT
EGM-T	- EGMONT - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
EML	- ENDEMOL NV
ERTS	- ELECTRONIC ARTS INC.
FOX-T	- 20 TH CENTURY FOX - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
GAM	- GAUMONT SA
GAM-T	- GAUMONT SA - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
GE	- GENERAL ELECTRIC COMPANY
IMAX	- IMAX CORPORATION
IMAX-T	- IMAX CORPORATION - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
IPR	- IMPRESA SGPS SA
KIN	- KINEPOLIS GROUP
LGF	- LIONS GATE ENTERTAINMENT CORPORATION
LGF-T	- LIONS GATE ENTERTAINMENT CORPORATION - DISTRIB. DE CINEMA
LNK	- LNK AUDIOVISUAIS
LNK-T	- LNK AUDIOVISUAIS - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
LSM-T	- LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
MCP	- GRUPO MEDIA CAPITAL SGPS SA
MEG	- MEDIA GENERAL INC.
MS	- MEDIASET SPA
MSQ	- MEDIA SQUARE PLC
MVL	- MARVEL ENTERTAINMENT INC.
NOOF	- NEW FRONTIER MEDIA INC.
NWS-A	- NEWS CORPORATION
ODE	- ODEON FILM
PMT-T	- PARAMOUNT - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA

PTA	- PT MULTIMEDIA PTM SGPS SA
PWS	- PINEWOOD SHEPPERTON
RENT	- RENTRAK CORPORATION
RGC	- REGAL ENTERTAINMENT GROUP
SGC	- SOGECABLE SA
SNE	- SONY CORPORATION
SPE-T	- SONY PICTURES INTERNATIONAL RELEASING – DISTRIB. DE CINEMA
TWX	- TIME WARNER INC.
TWX-T	- TIME WARNER INC. - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
UBI	- UBISOFT ENTERTAINMENT
UNI-T	- UNIVERSAL PICTURES - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA
VIA-B	- VIACOM INC.
WSGC-T	- WARNER SOGEFILMS AIE - DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA

<u>Abreviatura</u>	<u>Identificação das Empresas-Mãe dos Segmentos-Empresa</u>
---------------------------	--

CFA-T	- CONSTANTIN FILM AG
DIS-T	- WALT DISNEY COMPANY
DWA-T	- DREAMWORKS ANIMATION
EGM-T	- EGMONT
FOX-T	- NEWS CORPORATION
GAM-T	- GAUMONT SA
IMAX-T	- IMAX CORPORATION
LGF-T	- LIONS GATE ENTERTAINMENT CORPORATION
LNK-T	- LNK AUDIOVISUAIS
LSM-T	- PT MULTIMEDIA PTM SGPS SA
PMT-T	- VIACOM INC.
SPE-T	- SONY CORPORATION
TWX-T	- TIME WARNER INC.
UNI-T	- GENERAL ELECTRIC COMPANY
WSGC-T	- SOGECABLE SA

BIBLIOGRAFIA

Alford, A., 1992, The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method, *Journal of Accounting Research*, 30.

Amram, M., e N. Kulatilaka, 1999, *Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World* (Harvard Business School Pr).

Bauman, M., 1999, Importance of Reported Book Value in Equity Valuation, *The Journal of Finance Statement Analysis*, Inverno.

Benninga, Simon, e Oded H. Sarig, 1997, *Corporate Finance – A Valuation Approach, International Edition* (McGraw-Hill).

Brealey, R., e S. Myers, 2000, *Princípios de Finanças Empresariais* (McGraw-Hill).

Copeland, Tom, T. Koller, e J. Murrin, 1994, *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies* (McKinsey & Co, John Wiley & Sons).

Damodaran, Aswath, 2001. *Face Oculta da Avaliação* (Makron).

Damodaran, Aswath, 2000. *Finanças Corporativas Aplicadas* (Bokman).

Damodaran, Aswath, 1996. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (John Wiley & Sons).

Damodaran, Aswath, 2006, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, *Stern School of Business*, November.

Damodaran, Aswath, 2006, Valuation Private Firms, *Stern School of Business*.

Ehrhardt, Michael C., 1994. *The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital* (Harvard Business School Pr).

Fama, E., e K. French, 1995, Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, *Journal of Finance*, 50.

Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.I* (Edições Sílabo).

Ferreira, Domingos, 2002. *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas Vol.II* (Edições Sílabo).

Ferreira, Domingos, 2005. *Opções Financeiras – Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem* (Edições Sílabo).

Fuller, R.J., e C. Hsia, 1984, A Simplified Common Stock Valuation Model, *Financial Analysts Journal*, Setembro.

Henning, Steven L., Barry L. Lewis e Wayne H. Shaw, 2000, Valuation of the Components of Purchased Goodwill, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 n.º 2.

Higgins, R., 1977, How Much Growth Can a Firm Afford?, *Financial Management*, Outono.

Hull, John C., 2000. *Options, Futures and Other Derivatives* (Prentice Hall).

Jensen, Michael, 1989, Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*.

Lopes, Eurico, 2000. *Opções Reais: A Nova Análise de Investimentos*, Edições Universidade Lusíada.

Luehrman, T., 1997, What is Worth?, *Harvard Business Review*, Maio-Junho.

Madden, Bartley J., 1998, The CFROI life cycle, *The journal of investing*, Summer.

Malkiel, Burton G., 1963, Equity Yields, Growth and Structure of Share Prices, *American Economic Review*, Dezembro.

Miller, M., e F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, 34, Vol. 4.

Miller, M., e F. Modigliani, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Junho.

Neves, João Carvalho das, 2000. *Análise Financeira I: Técnicas Fundamentais* (Texto Editora).

Neves, João Carvalho das, 2000. *Análise Financeira II: Avaliação do Desempenho Baseado no Valor Criado para os Accionistas* (Texto Editora).

Neves, João Carvalho das, 2002. *Avaliação de Empresas e Negócios* (McGraw-Hill).

Neves, João Carvalho das, e J. Valadas, 2005, Cash cycle management, profitability and size: An empirical study on Portuguese companies, *European Accounting Association Congress*, May, Gothenburg.

Neves, João Carvalho das, e S. Lourenço, 2005, Performance evaluation of worldwide hotel industry using the Data Envelopment Analysis, *European Accounting Association Congress*, May, Gothenburg.

Pereira, M. H. Freitas, 1983. *Avaliação Fiscal de Acções não Cotadas*, Centro de Estudos Fiscais, Comemoração do XX Aniversário.

Rappaport, Alfred, 1986. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance* (Free Press).

Soffer, Leonard C., e R.J. Soffer, 2003, *Financial Statement Analysis: A Valuation Approach* (Prentice Hall).

Stewart, G. Bennett, 1991. *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers* (HarperBusiness).

Tobin, James, 1969, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, n.º 1.

Trigeorgis, Lenos, 1996. *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation* (MIT Press).

Witter, Morgan Stanley Dean, 1999, How We Value Stocks, *Equity Research Europe*.

Young, S. David, e S.F. O'Byrne, 2001, *EVA and Value-Based Management* (McGraw-Hill).

SITES CONSULTADOS

<http://clients.moultoncommerce.com/disney/>

http://corporate.disney.go.com/investors/annual_reports.html

http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/vat/how_vat_works/rates/index_en.htm

<http://finance.yahoo.com/>

http://investor.ea.com/phoenix.zhtml?c=88189&p=irol-sec&localSecCat01v1_rs=61&localSecCat01v1_rc=10

<http://investor.regalcinemas.com/annuals.cfm>

<http://investors.kinopolis.com/index.cfm?PageID=15876>

http://investors.kinopolis.com/media/kinopolis_ra05/ra_2005_uk.html

<http://ir.timewarner.com/annuals.cfm?ptype=1>

http://library.corporate-ir.net/library/11/118/118725/items/142435/IMAX_2004.pdf

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=104016&p=irol-reportsannual>

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=104016&p=irol-sec>

http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=89983&p=irol-sec&secCat00_rs=21&secCat00_rc=10

http://production.investis.com/pws_ps/reports/

<http://research.investopedia.com/>

<http://sec.edgar-online.com/1997/11/05/16/0000950144-97-011534/Section9.asp>

<http://uk.finance.yahoo.com/>

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_pca.cfm?num_ent=%25%23TS%5D%23%2DT%20%0A

<http://www.acmecomunications.com/pages/annual.html>

<http://www.bbcgovernors.co.uk/annreport/index.html>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.carmikeinvestors.com/>

<http://www.cmcsk.com/phoenix.zhtml?c=118591&p=irol-reportsAnnual>

<http://www.cmvm.pt/cmvm>

<http://www.constantin-film.de/1/home/>

http://www.corporate-ir.net/ireye/ir_site.zhtml?ticker=IMAX&script=410&layout=-6&item_id=894275

<http://www.damodaran.com>

http://www.dreamworksanimation.com/dwa/opencms/company/investor_relations/annualreports.html

http://www.edel.de/Investor_Relations.3.0.html

<http://www.edgar-online.com/>

<http://www.endemol.com/Investor%20Center/Default.aspx?fID=7115>

<http://www.gaumont.fr/gaumont/finance.cfm>

<http://www.ge.com/en/company/investor/annreports.htm>

<http://www.ge.com/en/company/investor/secreports.htm>

<http://www.icam.pt>

http://www.image-entertainment.com/about_us/investors/index.cfm

<http://www.impresa.pt/>

<http://www.investor.amctheatres.com/Edgar.cfm?CompanyID=AEN&SortOrder=Type%20Ascending&Page=0&DocType=>

<http://www.irconnect.com/mc/irc/secfilings.mc?cmd=disp&id=4346191&type=HTML>

<http://www.kpmg.com>

<http://www.kpmg.pt>

<http://www.lionsgate.com/investors/>

http://www.marvel.com/company/index.htm?sub=sec_current.htm

http://www.marvel.com/company/pdfs/AnnualReport_March_24_2006_00032886.PDF

<http://www.mediacapital.pt/noticia.php?id=329486>

<http://www.mediageneral.com/investor/anrpts/index.htm>

<http://www.mediageneral.com/investor/sec/10k/2005/22415A.PDF>

http://www.mediaset.it/investor/documenti/2005/bilanci_en.shtml

<http://www.mediasquare.co.uk/pages/104/Annual+and+Interim+Reports.stm>

<http://www.newscorp.com/Report2006/AnnualReport2006/HTML1/default.htm>

<http://www.noof.com/>

<http://www.nordiskfilm.com/Corporate/Finacial+information/>

http://www.odeonfilm.de/e_investor_01_01.php

http://www.pinewoodgroup.com/gen/Pinewood_Studios_Group.aspx

<http://www.pwc.com/>

<http://www.pwc.com/pt>

<http://www.rentrak.com/report05/>

http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/800458/000110465906041119/a06-13520_110k.htm

<http://www.secinfo.com/>

<http://www.smbiz.com/sbrl001.html>

<http://www.sogecable.es/noticias.html?id=532585&formato=310&item=I109&lang=EN>

<http://www.sony.net/SonyInfo/IR/financial/ar/2004/>

<http://www.sony.net/SonyInfo/IR/financial/ar/2005/>

http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT/Canais/investidores/InformacaoFinanceira/Relatorios/rel_anual.htm

http://www.ubisoftgroup.com/index.php?p=173&art_id=

<http://www.viacom.com/materials.jhtml>

[http://www.viacom.com/2006/pdf/Viacom10KMar2006.](http://www.viacom.com/2006/pdf/Viacom10KMar2006)

ANEXO A

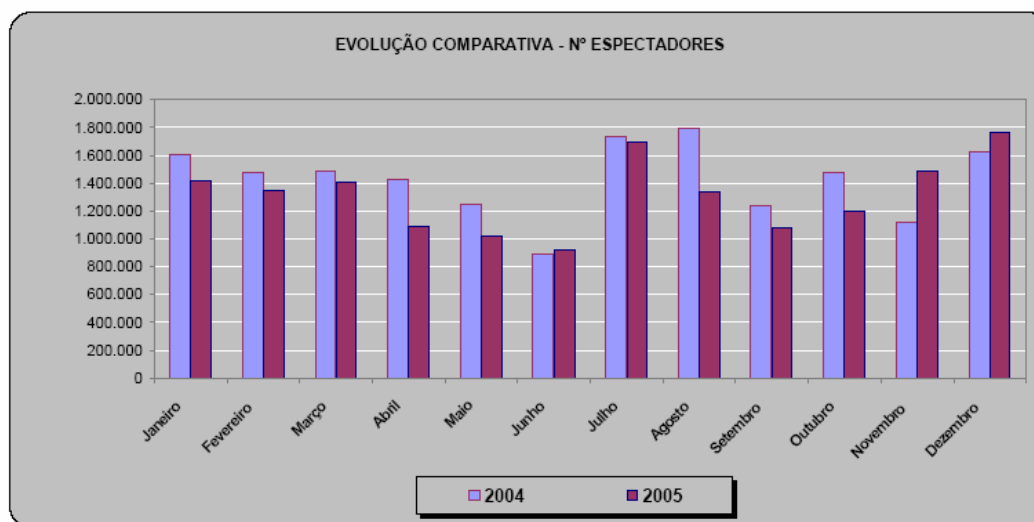
Dados da distribuição cinematográfica de 2004 e 2005

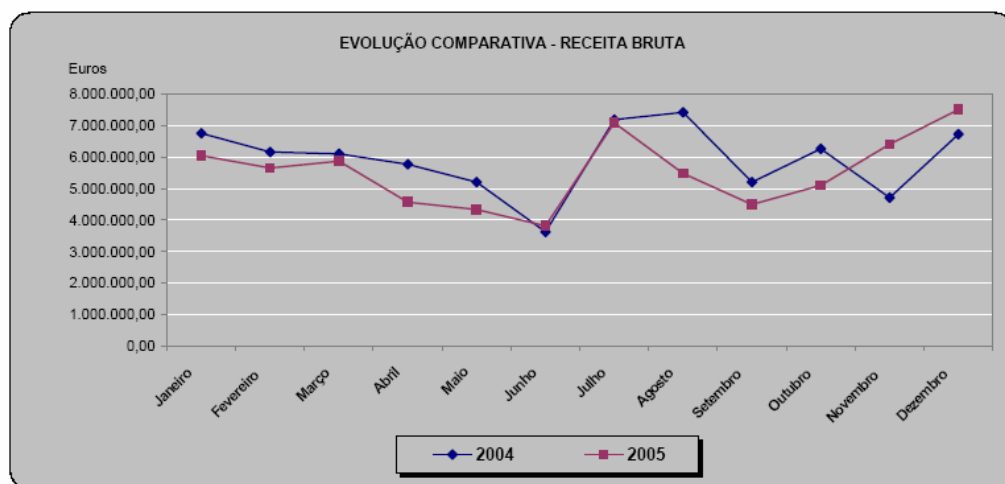
Todos os dados que constam neste anexo têm como fonte o ICAM.

EVOLUÇÃO COMPARATIVA - Nº ESPECTADORES / RECEITA BRUTA - 2004/2005*

	Nº Espectadores			Receita Bruta (euros)		
	2004	2005	% Var. 04/05	2004	2005	% Var. 04/05
Janeiro	1.608.321	1.421.292	-11,6	6.757.703,79	6.050.272,26	-10,5
Fevereiro	1.475.062	1.347.353	-8,7	6.162.951,92	5.653.826,93	-8,3
Março	1.486.772	1.401.884	-5,7	6.100.131,93	5.863.022,13	-3,9
Abril	1.431.006	1.082.348	-24,4	5.763.661,82	4.558.484,78	-20,9
Maió	1.250.197	1.019.808	-18,4	5.209.336,75	4.330.881,41	-16,9
Junho	891.085	920.857	3,3	3.618.144,24	3.806.533,80	5,2
Julho	1.736.400	1.694.156	-2,4	7.191.869,56	7.083.786,34	-1,5
Agosto	1.797.453	1.336.742	-25,6	7.416.102,05	5.480.886,65	-26,1
Setembro	1.240.402	1.074.179	-13,4	5.208.028,48	4.487.719,07	-13,8
Outubro	1.479.175	1.200.756	-18,8	6.266.218,46	5.097.494,74	-18,7
Novembro	1.115.810	1.485.564	33,1	4.706.235,61	6.410.206,50	36,2
Dezembro	1.626.230	1.767.989	8,7	6.718.913,76	7.509.890,44	11,8
TOTAL	17.137.913	15.752.928	-8,1	71.119.298,37	66.333.005,05	-6,7

* Dados transmitidos pelos promotores dos espectáculos, nos termos do disposto no Decreto-Lei nº125/2003 de 20 de Junho.
As actualizações feitas resultam da inserção de novos dados pelos promotores cinematográficos.





DADOS POR DISTRIBUIDOR - 2005

Distribuidores	Nº de Filmes distribuídos		Nº de Espectadores		Receita Bruta	
Lusomundo Audiovisuais SA	148	24,46%	7.252.092	46,04%	30.563.592,96	46,08%
Columbia TriStar Warner Filmes de Portugal	52	8,60%	3.271.783	20,77%	13.748.161,53	20,73%
CLMC Multimédia SA / Filmes Castelo Lopes, Lda / Castelo Lopes II - Multimédia, Lda	50	8,26%	2.322.253	14,74%	9.836.533,36	14,83%
Prisvideo Edições Videográficas, Lda	49	8,10%	1.262.825	8,02%	5.306.922,73	8,00%
LNK Audiovisuais SA / LNK Filmes - Sociedade Comercial de Cinemas, Lda	76	12,56%	1.209.527	7,68%	5.082.305,57	7,66%
Atalanta Filmes Sociedade de Distribuição de Filmes, Lda	177	29,26%	309.955	1,97%	1.266.238,22	1,91%
New Lineo Cinemas de Portugal, Lda	18	2,98%	49.242	0,31%	205.596,78	0,31%
NAE - New Age Entertainment - Distribuição de Filmes, Lda	10	1,65%	43.261	0,27%	184.810,55	0,28%
Costa do Castelo Filmes SA	6	0,99%	24.894	0,16%	109.110,10	0,16%
Filmitalus, Lda	9	1,49%	4.900	0,03%	20.296,05	0,03%
Outros	10	1,65%	2.196	0,01%	9.437,20	0,01%
TOTAL	605	100%	15.752.928	100,00%	66.333.005,05	100%

DADOS POR DISTRIBUIDOR - 2004

Distribuidores	Nº de Filmes distribuídos		Nº de Espectadores		Receita Bruta	
Lusomundo Audiovisuais SA	146	28,85%	8.813.063	51,42%	36.748.762,69	51,67%
Columbia TriStar Warner Filmes de Portugal	45	8,89%	3.977.335	23,21%	16.385.335,18	23,04%
CLMC Multimédia SA / Filmes Castelo Lopes, Lda / Castelo Lopes II - Multimédia, Lda	34	6,72%	1.809.192	10,56%	7.498.228,02	10,54%
LNK Audiovisuais SA / LNK Filmes - Sociedade Comercial de Cinemas, Lda	71	14,03%	1.403.988	8,19%	5.810.653,90	8,17%
Prisvideo Edições Videográficas, Lda	38	7,51%	576.038	3,36%	2.382.911,63	3,35%
Atalanta Filmes Sociedade de Distribuição de Filmes, Lda	108	21,34%	416.385	2,43%	1.714.231,79	2,41%
New Lineo Cinemas de Portugal, Lda	15	2,96%	52.439	0,31%	209.514,08	0,29%
NAE - New Age Entertainment - Distribuição de Filmes, Lda	19	3,75%	49.875	0,29%	206.623,57	0,29%
Filmitalus, Lda	9	1,78%	21.333	0,12%	89.272,25	0,13%
Cinema Novo Crl	4	0,79%	4.533	0,03%	16.511,65	0,02%
FBF Filmes Unipessoal, Lda	7	1,38%	1.695	0,01%	6.352,70	0,01%
Outros	10	1,98%	12.037	0,07%	50.900,91	0,07%
TOTAL	506	100%	17.137.913	100%	71.119.298,37	100%

DADOS POR EXIBIDOR - 2005

	N.º de Recintos	N.º de Salas	Nº de Espectadores	% de Espectadores	Receita Bruta	% de Receita
PRINCIPAIS EXIBIDORES*	85	443	15.549.771	98,7%	65.721.617,20	99,1%
Lusomundo Cinemas, SA	29	179	7.246.747	46,0%	31.097.032,80	46,9%
Socorama - Castello Lopes Cinemas, S.A.	27	113	2.709.771	17,2%	11.316.616,60	17,1%
Grupo Paulo Branco	14	68	1.843.293	11,7%	7.742.799,50	11,7%
Cinemas Millenium SA	5	45	981.438	6,2%	4.067.921,30	6,1%
Medeia Filmes	6	18	742.968	4,7%	3.196.982,90	4,8%
Cinemas Fonte Nova	1	3	75.679	0,5%	331.378,80	0,5%
Cine Rádio Estúdio GL	2	2	43.208	0,3%	146.516,50	0,2%
AMC-Actividades Multicinemmas e Espectáculos, Ldº	1	20	1.640.142	10,4%	6.115.288,00	9,2%
NLC-New Lineo Cinemas de Portugal, Lda	3	16	324.030	2,1%	1.422.566,50	2,1%
UCI - Cinema International Corporation, Lda	1	14	832.741	5,3%	4.104.028,40	6,2%
J Gomes & CA Lda / Cinemas da Praça Lda	4	14	274.396	1,7%	1.026.609,50	1,5%
SBC-Spean Bridge Cinemas, Lda	1	9	450.576	2,9%	1.947.892,10	2,9%
Filitalus Lda	2	7	144.490	0,9%	621.197,30	0,9%
Teatro José Lúcio	3	3	83.585	0,5%	327.586,50	0,5%
OUTROS	66	68	203.157	1,3%	611.387,85	0,9%
TOTAL	151	511	15.752.928	100,0%	66.333.005,05	100,0%

* EXIBIDORES COM MAIS DE TRÊS SALAS

DADOS POR EXIBIDOR - 2004

	N.º de Recintos	N.º de Salas	Nº de Espectadores	% de Espectadores	Receita Bruta	% de Receita
PRINCIPAIS EXIBIDORES*	81	411	16.955.166	98,9%	70.527.388,44	99,2%
Lusomundo Cinemas, SA	28	158	7.878.706	46,0%	33.946.387,63	47,7%
Socorama - Castello Lopes Cinemas, S.A.	25	105	3.337.666	19,5%	13.256.123,37	18,6%
Grupo Paulo Branco	14	68	1.919.229	11,2%	7.981.884,60	11,2%
Cinemas Millenium SA	5	45	883.967	5,2%	3.568.203,60	5,0%
Medeia Filmes	6	18	893.654	5,2%	3.841.884,90	5,4%
Cinemas Fonte Nova	1	3	90.080	0,5%	378.770,50	0,5%
Cine Rádio Estúdio GL	2	2	51.528	0,3%	193.025,60	0,3%
AMC-Actividades Multicinemmas e Espectáculos, Ldº	1	20	1.828.945	10,7%	6.675.208,70	9,4%
NLC-New Lineo Cinemas de Portugal, Lda	4	18	84.119	0,5%	356.228,80	0,5%
UCI - Cinema International Corporation, Lda	1	14	915.452	5,3%	4.366.088,40	6,1%
J Gomes & CA Lda / Cinemas da Praça Lda	2	9	217.489	1,3%	801.699,00	1,1%
SBC-Spean Bridge Cinemas, Lda	1	9	507.288	3,0%	2.093.799,74	2,9%
Filitalus Lda	2	7	138.085	0,8%	567.289,20	0,8%
Teatro José Lúcio	3	3	128.187	0,7%	482.679,00	0,7%
OUTROS	58	63	182.747	1,1%	591.909,93	0,83%
TOTAL	139	474	17.137.913	100%	71.119.298,37	100%

* EXIBIDORES COM MAIS DE TRÊS SALAS

RANKING DOS FILMES EXIBIDOS - 2005*
01 DE JANEIRO A 31 DE DEZEMBRO DE 2005

TÍTULO	DISTRIBUIDOR	PAÍSES	Nº BILHETES	VALOR BRUTO
1 MADAGÁSCAR	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	692.448	2.852.682,34
2 HARRY POTTER E O CÁLICE DE FOGO	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A. /REINO UNIDO	623.935	2.258.427,01
3 GUERRA DOS MUNDOS	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	507.999	2.156.326,43
4 MR. E MRS. SMITH	CLMC - MULTIMÉDIA	E.U.A.	434.863	1.831.728,47
5 UNS COMPADRES DO PIOR	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	400.187	1.680.850,34
6 OCEAN'S TWELVE	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A. /AUSTRÁLIA	390.907	1.683.923,37
7 STAR WARS: EPISODE III - A VINGANÇA DOS SITH	CLMC - MULTIMÉDIA	E.U.A.	352.469	1.530.721,09
8 MILLION DOLLAR BABY - SONHOS VENCIDOS	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	318.757	1.383.018,53
9 O CRIME DO PADRE AMARO	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	PORTUGAL	317.234	1.379.263,74
10 CHICKEN LITTLE	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	306.965	1.282.043,82
11 A ILHA	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	305.339	1.213.639,47
12 KING KONG	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A. /NOVA ZELÂNDIA	254.251	1.093.272,13
13 FLIGHTPLAN-PÂNICO A BORDO	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	252.514	1.107.032,53
14 VIRGEM AOS 40 ANOS	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	248.140	1.057.556,60
15 CONSTANTINE	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	243.804	1.031.314,93
16 HITCH - A CURA PARA O HOMEM COMUM	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	241.527	1.001.682,65
17 A INTÉRPRETE	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	REINO UNIDO	237.841	1.030.317,73
18 QUARTETO FANTÁSTICO	CLMC - MULTIMÉDIA SA	E.U.A. /ALEMANHA	236.173	978.148,01
19 UMA SOGRA DE FUGIR	PRISVIDEO EDIÇÕES VIDEOGRÁFICAS E.U.A.		232.706	966.297,23
20 BATMAN - O INÍCIO	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	223.044	930.520,21

* Dados transmitidos pelos promotores dos espetáculos, nos termos do disposto no Decreto-Lei nº125/2003 de 20 de Junho.

RANKING DOS FILMES EXIBIDOS - 2004*
01 DE JANEIRO A 31 DE DEZEMBRO DE 2004

TÍTULO	DISTRIBUIDOR	PAÍSES	Nº BILHETES	VALOR BRUTO
1 SHREK 2	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	770.820	3.154.758,81
2 A PAIXÃO DE CRISTO	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	720.840	3.006.849,33
3 HARRY POTTER E O PRISIONEIRO DE AZKABAN	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	632.883	2.183.206,49
4 O ÚLTIMO SAMURAI	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	625.944	2.216.900,06
5 O DIA DEPOIS DE AMANHÃ	CLMC - MULTIMÉDIA	E.U.A.	475.878	1.981.936,83
6 HOMEM-ARANHA 2	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	469.265	1.824.788,11
7 TRÓIA	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	433.778	1.825.964,83
8 THE INCREDIBLES - OS SUPER-HERÓIS	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	373.020	1.537.063,97
9 ALGUÉM TEM QUE CEDER	COLUMBIA TRI STAR WARNER	E.U.A.	337.394	1.413.036,19
10 TERMINAL DE AEROPORTO	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	311.377	1.332.121,34
11 REI ARTUR	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A. /IRLANDA	293.758	1.236.963,73
12 O SENHOR DOS ANÉIS: O REGRESSO DO REI	LNK FILMES	E.U.A. /NOVA ZELÂNDIA	281.890	1.188.041,41
13 O GANG DOS TUBARÕES	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	274.860	1.130.763,10
14 SCARY MOVIE 3 - OUTRO SUSTO DE FILME	LNK FILMES	E.U.A.	262.104	1.080.398,82
15 GARFIELD	CLMC - MULTIMÉDIA	E.U.A.	256.988	1.036.207,09
16 O NOVO DIÁRIO DE BRIDGET JONES	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A. /FRANÇA /ALEMANHA /IRLANDA /REINO UNIDO	245.320	1.057.475,97
17 COLATERAL	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	242.457	1.047.805,08
18 A VILA	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	240.966	1.022.403,47
19 O TESOURO	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A.	239.468	1.002.977,20
20 VAN HELSING	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS	E.U.A. /REPÚBLICA CHECA	209.708	875.157,53

* Dados transmitidos pelos promotores dos espetáculos, nos termos do disposto no Decreto-Lei nº125/2003 de 20 de Junho.

DADOS POR DISTRITO - 2005
RECINTOS DE CINEMA COM DADOS ENVIADOS*
 situação a 31 de Dezembro de 2005

Distritos	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2005	% de Espectadores	Receita Bruta 2005	% de Receitas	Nº Sessões de Cinema
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS					
Aveiro	5	20	440.608	2,8%	1.888.038,02	2,8%	29.869
Beja	8	8	22.279	0,1%	55.428,68	0,1%	637
Braga	7	30	792.650	5,0%	3.202.750,42	4,8%	45.480
Bragança	1	3	38.822	0,2%	141.702,50	0,2%	4.741
Castelo Branco	9	12	68.788	0,4%	245.404,50	0,4%	2.205
Coimbra	6	22	558.141	3,5%	2.338.849,87	3,5%	24.962
Évora	5	6	81.160	0,5%	324.741,93	0,5%	2.586
Faro	7	29	1.011.487	6,4%	4.391.565,43	6,6%	41.669
Guarda	4	4	27.670	0,2%	97.830,68	0,1%	715
Leiria	12	14	291.452	1,9%	1.127.815,45	1,7%	8.950
Lisboa	32	152	6.017.066	38,2%	26.940.944,69	40,6%	241.756
Portalegre	3	3	7.123	0,05%	17.292,75	0,0%	281
Porto	15	87	3.551.732	22,5%	13.461.491,69	20,3%	132.792
Santarém	9	19	283.639	1,8%	1.122.280,45	1,7%	16.946
Setúbal	7	51	1.439.688	9,1%	6.420.869,51	9,7%	65.750
Viana do Castelo	5	8	161.719	1,0%	649.001,05	1,0%	6.251
Vila Real	2	8	193.447	1,2%	782.246,67	1,2%	12.226
Viseu	11	18	168.945	1,1%	685.974,96	1,0%	8.361
Ilhas	3	17	596.512	3,8%	2.438.775,80	3,7%	25.950
Total	151	511	15.752.928	100,0%	66.333.005,05	100,0%	672.127

* Dados transmitidos pelos promotores dos espetáculos, nos termos do disposto no Decreto-Lei nº125/2003 de 20 de Junho.

DADOS POR DISTRITO - 2004
RECINTOS DE CINEMA COM DADOS ENVIADOS*
 situação a 31 de Dezembro de 2004

Distritos	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2004	% de Espectadores	Receita Bruta 2004	% de Receitas	Nº Sessões de Cinema
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS					
Aveiro	6	21	576.645	3,7%	2.406.734,65	3,6%	30.763
Beja	6	6	12.615	0,1%	24.786,62	0,04%	270
Braga	8	33	896.682	5,7%	3.526.026,33	5,3%	38.597
Bragança	1	3	35.122	0,2%	124.218,50	0,2%	3.547
Castelo Branco	6	6	63.537	0,4%	212.996,20	0,3%	1.144
Coimbra	4	11	505.641	3,2%	2.059.880,38	3,1%	14.727
Évora	3	4	106.558	0,7%	411.293,60	0,6%	2.309
Faro	8	29	1.152.957	7,3%	4.779.927,19	7,2%	42.507
Guarda	2	2	32.649	0,2%	121.480,64	0,2%	446
Leiria	12	14	350.980	2,2%	1.311.379,15	2,0%	8.376
Lisboa	31	152	6.657.876	42,3%	29.710.586,99	44,8%	237.977
Portalegre	3	3	8.504	0,05%	23.239,85	0,04%	191
Porto	15	86	3.999.882	25,4%	14.688.294,29	22,1%	122.380
Santarém	6	14	281.225	1,8%	1.060.750,29	1,6%	13.788
Setúbal	9	51	1.538.228	9,8%	6.934.892,82	10,5%	60.926
Viana do Castelo	7	10	174.431	1,1%	677.269,72	1,0%	6.582
Vila Real	3	9	53.055	0,3%	206.666,80	0,3%	2.399
Viseu	7	9	59.843	0,4%	242.798,00	0,4%	2.260
Ilhas	2	11	631.483	4,0%	2.596.076,35	3,9%	17.095
Total	139	474	17.137.913	100%	71.119.298,37	100%	606.284

* Dados transmitidos pelos promotores dos espetáculos, nos termos do disposto no Decreto-Lei nº125/2003 de 20 de Junho.

DADOS POR REGIÃO - 2005
RECINTOS DE CINEMA COM DADOS ENVIADOS*
 situação a 31 de Dezembro de 2005

NORTE

DISTRITOS DO NORTE	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2005	Receita Bruta 2005
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
BRAGA	7	30	792.650	3.202.750,42
BRAGANÇA	1	3	38.822	141.702,50
PORTO	15	87	3.551.732	13.461.491,69
VIANA DO CASTELO	5	8	161.719	649.001,05
VILA REAL	2	8	193.447	782.246,67
TOTAL	30	136	4.738.370	18.237.192,33
%	20%	27%	30%	27%

CENTRO

DISTRITOS DO CENTRO	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2005	Receita Bruta 2005
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
AVEIRO	5	20	440.608	1.888.038,02
CASTELO BRANCO	9	12	68.788	245.404,50
COIMBRA	6	22	558.141	2.338.849,89
GUARDA	4	4	27.670	97.830,68
VISEU	11	18	168.945	685.974,96
TOTAL	35	76	1.264.152	5.256.098,05
%	23%	15%	8%	8%

LISBOA E VALE DO TEJO

DISTRITOS DE LISBOA E VALE DO TEJO	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2005	Receita Bruta 2005
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
LEIRIA	12	14	291.452	1.127.815,45
LISBOA	32	152	6.017.066	26.940.944,69
SANTARÉM	9	19	283.639	1.122.280,45
SETUBAL	7	51	1.439.688	6.420.869,51
TOTAL	60	236	8.031.845	35.611.910,10
%	40%	46%	51%	54%

ALENTEJO

DISTRITOS DO ALENTEJO	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2005	Receita Bruta 2005
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
BEJA	8	8	22.279	55.428,68
ÉVORA	5	6	81.160	324.741,93
PORTALEGRE	3	3	7.123	17.292,75
TOTAL	16	17	110.562	397.463,36
%	11%	3%	1%	1%

ALGARVE

DISTRITOS DO ALGARVE	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2005	Receita Bruta 2005
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
FARO	7	29	1.011.487	4.391.565,43
TOTAL	7	29	1.011.487	4.391.565,43
%	5%	6%	6%	7%

ILHAS

DISTRITOS DAS ILHAS	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2005	Receita Bruta 2005
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
AÇORES	1	4	144.084	580.802,20
MADEIRA	2	13	452.428	1.857.973,60
TOTAL	3	17	596.512	2.438.775,80
%	2%	3%	4%	4%

TOTAL	151	511	15.752.928	66.333.005,07
--------------	------------	------------	-------------------	----------------------

* Dados transmitidos pelos promotores dos espetáculos, nos termos do disposto no Decreto-Lei nº125/2003 de 20 de Junho.

DADOS POR REGIÃO - 2004
RECINTOS DE CINEMA COM DADOS ENVIADOS*
 situação a 31 de Dezembro de 2004

NORTE

DISTRITOS DO NORTE	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2004	Receita Bruta 2004
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
BRAGA	8	33	896.682	3.526.026,33
BRAGANÇA	1	3	35.122	124.218,50
PORTO	15	86	3.999.882	14.688.294,29
VIANA DO CASTELO	7	10	174.431	677.269,72
VILA REAL	3	9	53.055	206.666,80
TOTAL	34	141	5.159.172	19.222.475,64
%	24%	30%	30%	27%

CENTRO

DISTRITOS DO CENTRO	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2004	Receita Bruta 2004
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
AVEIRO	6	21	576.645	2.406.734,65
CASTELO BRANCO	6	6	63.537	212.996,20
COIMBRA	4	11	505.641	2.059.880,38
GUARDA	2	2	32.649	121.480,64
VISEU	7	9	59.843	242.798,00
TOTAL	25	49	1.238.315	5.043.889,87
%	18%	10%	7%	7%

LISBOA E VALE DO TEJO

DISTRITOS DE LISBOA E VALE DO TEJO	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2004	Receita Bruta 2004
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
LEIRIA	12	14	350.980	1.311.379,15
LISBOA	31	152	6.657.876	29.710.586,99
SANTARÉM	6	14	281.225	1.060.750,29
SETÚBAL	9	51	1.538.228	6.934.892,82
TOTAL	58	231	8.828.309	39.017.609,25
%	42%	49%	52%	55%

ALENTEJO

DISTRITOS DO ALENTEJO	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2004	Receita Bruta 2004
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
BEJA	6	6	12.615	24.786,62
ÉVORA	3	4	106.558	411.293,60
PORTALEGRE	3	3	8.504	23.239,85
TOTAL	12	13	127.677	459.320,07
%	9%	3%	1%	1%

ALGARVE

DISTRITOS DO ALGARVE	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2004	Receita Bruta 2004
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
FARO	8	29	1.152.957	4.779.927,19
TOTAL	8	29	1.152.957	4.779.927,19
%	6%	6%	7%	7%

ILHAS

DISTRITOS DAS ILHAS	CINEMAS COM DADOS ENVIADOS		Nº Espectadores 2004	Receita Bruta 2004
	N.º DE RECINTOS	N.º DE SALAS		
AÇORES	1	4	163.674	627.946,25
MADEIRA	1	7	467.809	1.968.130,10
TOTAL	2	11	631.483	2.596.076,35
%	1%	2%	4%	4%

TOTAL	139	474	17.137.913	71.119.298,37
--------------	------------	------------	-------------------	----------------------

* Dados transmitidos pelos promotores dos espetáculos, nos termos do disposto no Decreto-Lei nº125/2003 de 20 de Junho.

ANEXO B

Dados e indicadores das empresas utilizadas para análise

Valores (com excepção para os rácios e indicadores, e valores por acção) em milhões na respectiva divisa oficial de cada país. Outras considerações importantes são indicadas no final deste anexo, nomeadamente relativamente às fontes.

EMPRESAS NÃO COTADAS

País	COLUMBIA TRISTAR WARNER			LNK AUDIOVISUAIS		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Portugal	Motion Pictures&Services			Portugal		
Sector/Industria	Motion Pictures&Services			Motion Pictures&Entertain.Services		
Proveitos operacionais	7,586	9,927	10,143	18,149	21,697	26,960
Custos Operacionais	7,310	9,765	9,915	13,528	16,646	21,247
Margem Bruta	2,988	5,341	5,127	9,404	11,317	19,803
<i>EBITDA</i>	0,276	0,163	0,228	4,621	5,051	5,714
<i>EBIT</i>	0,245	0,135	0,199	1,675	2,249	2,928
Resultado Antes de Impostos	0,250	0,081	0,209	0,839	1,743	2,288
Resultado Líquido	0,192	0,037	0,146	0,564	1,235	1,523
Activo Total	2,206	1,520	2,528	24,220	23,199	22,550
Activo Fixo	0,233	0,190	0,197	5,579	5,355	6,120
Passivo Total	1,202	0,725	1,767	18,863	18,405	18,991
Dívida Financeira	0,000	0,000	0,000	4,661	3,433	2,686
Curto Prazo/Dívida Total				1,429%	0,250%	1,532%
Dívida Financeira/Capital Próprio				86,992%	71,605%	75,467%
Capital Próprio	1,003	0,795	0,761	5,358	4,794	3,559
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
OUTROS DADOS						
Caixa e equivalentes	0,196	0,147	0,143	0,584	0,700	1,306
Activo Económico	0,985	0,812	0,813	24,389	18,872	15,950
Capital Fixo	0,261	0,299	0,218	16,135	12,618	11,240
Capitais Permanentes	1,022	0,812	0,779	10,014	8,407	6,406
Valor de Reposição dos Activos	2,264	1,568	2,577	25,615	24,538	24,080
FMN	0,724	0,513	0,595	8,253	6,254	4,710
Saldo de Tesouraria	0,196	0,147	0,143	0,518	0,691	1,264
Vendas + Prestações de Serviços	6,806	9,401	9,266	17,607	20,900	26,529
Ponto Morto de Vendas	8,847	10,583	11,376	11,115	14,420	20,615
Custo do financiamento	0,000%	0,000%	0,000%	12,070%	16,407%	ND
Provisões e Amortizações	0,031	0,027	0,030	2,947	2,802	2,785
Data de Encerramento do Exercício	30-Nov-05	30-Nov-04	30-Nov-03	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
INDICADORES						
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	4,048%	1,730%	2,461%	26,247%	24,165%	21,537%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	3,632%	1,638%	2,248%	25,463%	23,278%	21,193%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	12,491%	10,697%	9,022%	19,080%	21,771%	25,337%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	308,586%	618,391%	366,618%	72,695%	90,091%	117,643%
Proveitos Operacionais/Activo Total	343,927%	653,040%	401,287%	74,933%	93,524%	119,557%
Resultado Operacional/Activo Total	11,097%	8,905%	7,854%	6,914%	9,692%	12,985%
Resultado Líquido/Capital Próprio	19,176%	4,605%	19,224%	10,518%	25,769%	42,805%
Resultado Líquido/Result. Operacional	78,617%	27,049%	73,674%	33,651%	54,943%	52,025%
Solvabilidade	83,467%	109,673%	43,065%	28,404%	26,048%	18,739%
Autonomia Financeira	45,494%	52,307%	30,102%	22,121%	20,665%	15,782%
GEA	12,207	39,453	25,826	5,616	5,033	6,763
GFA	0,979	1,675	0,949	1,997	1,290	1,280
GCA	11,950	66,079	24,521	11,212	6,491	8,655
<i>ROI</i>	24,839%	16,671%	24,425%	6,866%	11,915%	18,358%
<i>ROS</i>	3,227%	1,364%	1,957%	9,227%	10,363%	10,861%
<i>ROE</i>	19,176%	4,605%	19,224%	10,518%	25,769%	42,805%
<i>ROA</i>	11,097%	8,905%	7,854%	6,914%	9,692%	12,985%
<i>Turnover</i>	7,699	12,226	12,479	0,744	1,150	1,690

País	AMC ENTERTAINMENT		BRITISH BROADCAST.		EGMONT		
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2003
Estados Unidos	Entertainment		Reino Unido		Dinamarca/Noruega		
Sector/Industria	Entertainment		Television		Entertainment		
Proveitos operacionais	1.730,450	1.056,752	4.265,700	4.016,800	1.194,877	1.088,375	1.126,447
Custos Operacionais	1.530,386	958,238	4.307,600	4.097,900	1.108,250	1.000,020	1.050,575
Margem Bruta	972,721	585,817	275,500	111,700	378,403	359,842	334,100
EBITDA	200,064	98,514	-41,900	-81,100	86,627	88,355	75,872
EBIT	31,243	11,130	-177,000	-217,900	54,371	61,087	50,796
Resultado Antes de Impostos	-96,653	-51,359	-93,800	-201,700	67,495	82,662	58,800
Resultado Líquido	-188,762	-51,506	3,600	-188,200	45,220	73,207	47,993
Activo Total	4.402,590	2.789,948	2.435,100	2.199,700	793,913	740,389	633,050
Activo Fixo	3.792,674	2.445,747	716,500	741,900	223,320	205,394	147,599
Passivo Total	3.159,106	1.888,982	1.238,100	1.672,300	425,013	411,357	412,718
Dívida Financeira	2.223,869	1.161,970	84,500	188,400	34,216	62,132	62,495
Curto Prazo/Dívida Total	6,240%	5,940%	10,059%	20,382%	8,274%	58,780%	5,284%
Dívida Financeira/Capital Próprio	178,842%	128,969%	7,059%	35,722%	9,275%	18,883%	28,364%
Capital Próprio	1.243,484	900,966	1.197,000	527,400	368,900	329,032	220,332
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,100	-0,300	0,355	-0,161	0,336
OUTROS DADOS							
Caixa e equivalentes	230,115	70,949	313,000	218,100	111,790	141,195	93,564
Activo Económico	3.698,902	2.367,216	1.572,100	1.650,800	365,458	323,924	289,643
Capital Fixo	3.792,674	2.445,747	762,400	848,000	268,209	249,240	191,020
Capitais Permanentes	3.392,600	2.055,940	1.313,800	715,000	400,917	354,876	279,525
Valor de Reposição dos Activos	6.298,927	4.012,822	2.614,225	2.385,175	849,743	791,738	669,950
FMN	-93,772	-78,531	809,700	802,800	97,249	74,684	98,623
Saldo de Tesouraria	91,346	1,928	304,500	179,700	108,959	104,674	90,262
Vendas + Prestações de Serviços	1.635,905	992,082	4.234,500	3.997,100	1.173,315	1.070,152	1.107,085
Ponto Morto de Vendas	1.750,730	1.111,254	5.374,317	7.860,989	947,981	810,999	908,932
Custo do financiamento	9,995%	ND	6,369%	ND	7,154%	7,161%	ND
Provisões e Amortizações	168,821	87,384	135,100	136,800	32,256	27,268	25,076
Data de Encerramento do Exercício	30-Mar-06	31-Mar-05	31-Mar-06	31-Mar-05	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
INDICADORES							
EBITDA /Vendas + Prest. de Serviços	12,230%	9,930%	-0,989%	-2,029%	7,383%	8,256%	6,853%
EBITDA /Proveitos Operacionais	11,561%	9,322%	-0,982%	-2,019%	7,250%	8,118%	6,736%
EBITDA /Activo Total	4,544%	3,531%	-1,721%	-3,687%	10,911%	11,934%	11,985%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	37,158%	35,559%	173,894%	181,711%	147,789%	144,539%	174,881%
Proveitos Operacionais/Activo Total	39,305%	37,877%	175,176%	182,607%	150,505%	147,000%	177,940%
Resultado Operacional/Activo Total	0,710%	0,399%	-7,269%	-9,906%	6,848%	8,251%	8,024%
Resultado Líquido/Capital Próprio	-15,180%	-5,717%	0,301%	-35,684%	12,258%	22,249%	21,782%
Resultado Líquido/Result. Operacional	-604,174%	-462,776%	-2,034%	86,370%	83,169%	119,841%	94,482%
Solvabilidade	39,362%	47,696%	96,680%	31,537%	86,797%	79,987%	53,386%
Autonomia Financeira	28,244%	32,293%	49,156%	23,976%	46,466%	44,440%	34,805%
GEA	31,134	52,635	-1,556	-0,513	6,960	5,891	6,577
GFA	-0,323	-0,217	1,887	1,080	0,806	0,739	0,864
GCA	-10,064	-11,406	-2,937	-0,554	5,606	4,353	5,682
ROI	0,845%	0,470%	-11,259%	-13,200%	14,877%	18,858%	17,537%
ROS	1,805%	1,053%	-4,149%	-5,425%	4,550%	5,613%	4,509%
ROE	-15,180%	-5,717%	0,301%	-35,684%	12,258%	22,249%	21,782%
ROA	0,710%	0,399%	-7,269%	-9,906%	6,848%	8,251%	8,024%
Turnover	0,468	0,446	2,713	2,433	3,270	3,360	3,889

EMPRESAS COTADAS

País: Estados Unidos

Sector: *Entertainment*

	ACME COMMUNICATIONS		CARMIKE CINEMAS INC			DREAMWORKS ANIMATION		
	2005	2004	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Proveitos operacionais	40,934	39,257	468,894	495,337	493,100	466,381	1.078,545	300,986
Custos Operacionais	43,139	41,253	390,427	388,900	390,500	354,365	632,741	467,288
Margem Bruta	17,092	17,489	284,264	303,763	294,700	191,327	511,951	-137,973
EBITDA	-2,205	-1,996	78,467	106,437	102,600	112,016	445,804	-166,302
EBIT	-11,352	-10,649	41,253	72,672	69,800	104,227	439,140	-170,440
Resultado Antes de Impostos	-13,543	-12,504	2,546	47,203	32,900	112,077	423,326	-185,322
Resultado Líquido	-15,945	-17,547	0,177	27,941	106,400	104,585	333,000	-187,161
Activo Total	158,616	171,162	738,117	651,755	634,616	1.313,176	1.219,354	681,837
Activo Fixo	117,552	125,530	610,489	491,039	483,677	119,509	120,213	116,239
Passivo Total	98,677	95,386	505,400	408,662	494,385	364,065	389,468	691,340
Dívida Financeira	53,040	44,554	313,774	248,000	325,212	119,531	142,200	80,344
Curto Prazo/Dívida Total	2,828%	4,300%	10,000%	10,000%	10,598%	1,894%	2,105%	4,645%
Dívida Financeira/Capital Próprio	88,490%	58,797%	134,831%	102,019%	231,912%	12,594%	17,135%	-845,459%
Capital Próprio	59,939	75,776	232,717	243,093	140,231	949,111	829,886	-9,503
Interesses Minoritários	0,732	0,624	0,000	0,000	0,000	2,941	2,941	2,941
OUTROS DADOS								
Caixa e equivalentes	1,191	1,743	30,974	59,123	48,188	403,796	63,134	0,041
Activo Económico	115,858	120,654	590,733	471,419	459,953	851,772	1.365,182	679,376
Capital Fixo	117,552	125,530	612,545	492,869	483,677	254,433	512,646	118,719
Capitais Permanentes	123,180	130,540	630,923	559,596	506,853	1.141,378	1.044,093	117,434
Activo ao Valor de Mercado	158,219	212,961	811,310	830,583	790,506	2.903,542	4.251,124	ND
Valor de Reposição dos Activos	196,820	218,236	982,313	835,895	815,995	1.357,992	1.273,450	739,957
FMN	-1,694	-4,876	-21,812	-21,450	-23,724	597,339	852,536	560,657
Saldo de Tesouraria	-0,309	-0,173	-0,403	34,323	13,721	401,532	60,141	-3,691
Vendas + Prestações de Serviços	40,934	39,257	468,894	495,337	493,100	462,316	1.078,160	300,986
Ponto Morto de Vendas	51,462	47,901	407,222	385,999	393,208	184,103	173,481	-88,762
Custo do financiamento	7,701%	ND	14,227%	9,247%	ND	3,233%	20,689%	ND
Provisões e Amortizações	9,147	8,653	37,214	33,765	32,800	7,789	6,664	4,138
Data de Encerramento do Exercício	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
Valor de Cotação	3,55	7,01	24,56	34,69	32,37	24,56	37,51	ND
Número de Acções	16,772	16,772	12,456	12,163	9,148	103,399	102,950	102,097
Valor Nominal de cada Acção	0,010	0,010	0,030	0,030	0,030	0,010	0,010	ND
Dividendo por Acção	0,000	0,000	0,700	0,530	0,000	0,000	0,000	ND
Resultado por Acção	-0,951	-1,046	0,014	2,297	11,631	1,011	3,235	ND
Book Value/Acção (USD)	3,574	4,518	18,684	19,987	15,329	9,179	8,061	ND
Market Capital	59,542	117,575	305,910	421,921	296,121	2.539,477	3.861,656	ND
Enterprise Value	111,39	160,39	588,71	610,80	573,15	2.255,21	3.940,72	ND
INDICADORES								
EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços	-5,387%	-5,084%	16,734%	21,488%	20,807%	24,229%	41,349%	-55,252%
EBITDA /Proveitos Operacionais	-5,387%	-5,084%	16,734%	21,488%	20,807%	24,018%	41,334%	-55,252%
EBITDA /Activo Total	-1,390%	-1,166%	10,631%	16,331%	16,167%	8,530%	36,561%	-24,390%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	25,807%	22,936%	63,526%	76,000%	77,701%	35,206%	88,421%	44,143%
Proveitos Operacionais/Activo Total	25,807%	22,936%	63,526%	76,000%	77,701%	35,515%	88,452%	44,143%
Resultado Operacional/Activo Total	-7,157%	-6,222%	5,589%	11,150%	10,999%	7,937%	36,014%	-24,997%
Resultado Líquido/Capital Próprio	-26,602%	-23,156%	0,076%	11,494%	75,875%	11,019%	40,126%	1969,494%
Resultado Líquido/Result. Operacional	140,460%	164,776%	0,429%	38,448%	152,436%	100,343%	75,830%	109,810%
Solvabilidade	60,743%	79,441%	46,046%	59,485%	28,365%	260,698%	213,082%	-1,375%
Autonomia Financeira	37,789%	44,272%	31,528%	37,298%	22,097%	72,276%	68,059%	-1,394%
GEA	-1,506	-1,642	6,891	4,180	4,222	1,836	1,166	0,810
GFA	0,838	0,852	16,203	1,540	2,122	0,930	1,037	0,920
GCA	-1,262	-1,399	111,651	6,435	8,957	1,707	1,209	0,745
ROI	-9,798%	-8,826%	6,983%	15,416%	15,175%	12,236%	32,167%	-25,088%
ROS	-27,732%	-27,126%	8,798%	14,671%	14,155%	22,348%	40,716%	-56,627%
ROE	-26,602%	-23,156%	0,076%	11,494%	75,875%	11,019%	40,126%	1969,494%
ROA	-7,157%	-6,222%	5,589%	11,150%	10,999%	7,937%	36,014%	-24,997%
Price Earnings to Growth	-0,67	-1,20	326,10	2,85	0,53	4,58	2,19	ND
Price to Book Value	0,993	1,552	1,315	1,736	2,112	2,676	4,653	ND
Price to Earnings	-3,734	-6,701	1728,306	15,100	2,783	24,281	11,597	ND
Price to Sales	1,455	2,995	0,652	0,852	0,601	5,445	3,580	ND
q de Tobin	0,804	0,976	0,826	0,994	0,969	2,138	3,338	ND
Turnover	0,353	0,325	0,794	1,051	1,072	0,548	0,790	0,443

	IMAGE ENTERTAINMENT INC		IMAX CORPORATION			LIONS GATE ENTERTAINMENT CORPORATION		
	2005	2004	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Proveitos operacionais	111,902	118,383	145,789	137,467	119,260	951,228	842,586	384,891
Custos Operacionais	109,248	110,553	98,600	95,895	104,389	930,568	789,663	448,195
Margem Bruta	27,734	29,948	71,925	65,918	47,477	490,285	486,664	193,042
<i>EBITDA</i>	2,654	7,830	47,189	41,572	14,871	20,660	52,923	-63,304
<i>EBIT</i>	0,524	6,003	31,322	26,625	14,298	18,156	49,764	-68,307
Resultado Antes de Impostos	-0,180	5,289	15,553	9,189	-0,350	7,530	29,335	-96,263
Resultado Líquido	-0,207	5,127	16,598	10,244	0,231	6,096	20,281	-94,172
Activo Total	87,675	75,186	243,411	230,853	250,376	1.053,249	854,629	752,766
Activo Fixo	10,714	6,563	71,837	71,670	76,413	792,087	559,400	596,460
Passivo Total	46,032	33,353	266,454	273,229	302,152	903,979	737,231	665,939
Dívida Financeira	27,745	16,486	170,245	171,654	189,234	399,772	409,802	381,325
Curto Prazo/Dívida Total	21,229%	28,006%	6,018%	6,789%	15,449%	5,230%	5,030%	2,135%
Dívida Financeira/Capital Próprio	66,626%	39,409%	-738,814%	-405,074%	-365,486%	267,818%	349,071%	439,178%
Capital Próprio	41,643	41,833	-23,043	-42,376	-51,776	149,270	117,398	86,827
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,259	0,000
OUTROS DADOS								
Caixa e equivalentes	1,079	6,339	95,501	88,456	52,243	46,978	112,839	6,961
Activo Económico	40,072	38,789	119,361	114,743	226,222	500,966	444,449	553,612
Capital Fixo	10,714	6,563	71,837	71,670	133,155	792,087	559,400	596,460
Capitais Permanentes	63,498	53,702	136,957	117,624	108,224	528,134	506,587	460,011
Activo ao Valor de Mercado	124,827	149,601	563,107	603,063	613,029	1.963,870	1.862,604	1.251,038
Valor de Reposição dos Activos	90,354	76,827	261,370	248,771	288,583	1.449,293	1.134,329	1.050,996
FMN	29,358	32,226	47,524	43,073	93,067	-291,121	-114,951	-42,848
Saldo de Tesouraria	-4,811	1,722	85,256	76,802	23,009	26,070	92,226	-1,180
Vendas + Prestações de Serviços	111,902	118,383	144,930	135,980	114,760	951,228	842,586	384,891
Ponto Morto de Vendas	104,034	90,254	83,843	88,466	125,120	941,213	786,327	523,597
Custo do financiamento	4,288%	ND	9,187%	8,506%	ND	4,882%	6,981%	ND
Provisões e Amortizações	2,130	1,827	15,867	14,947	0,573	2,504	3,159	5,003
Data de Encerramento do Exercício	31-Mar-06	31-Mar-05	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Mar-06	31-Mar-05	31-Mar-04
Valor de Cotação	3,70	5,47	7,06	8,25	7,91	10,15	11,05	6,25
Número de Acções	21,296	21,252	42,019	39,980	39,302	104,423	101,844	93,616
Valor Nominal de cada Acção	2,231	2,236	2,896	2,908	2,942	3,148	3,001	2,944
Dividendo por Acção	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Resultado por Acção	-0,010	0,241	0,395	0,256	0,006	0,058	0,199	-1,006
Book Value/Acção (USD)	1,955	1,968	-0,548	-1,060	-1,317	1,429	1,153	0,927
Market Capital	78,795	116,248	296,653	329,834	310,877	1.059,891	1.125,373	585,099
Enterprise Value	105,46	126,40	371,40	413,03	447,87	1.412,69	1.422,34	959,46
INDICADORES								
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	2,372%	6,614%	32,560%	30,572%	12,958%	2,172%	6,281%	-16,447%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	2,372%	6,614%	32,368%	30,241%	12,469%	2,172%	6,281%	-16,447%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	3,027%	10,414%	19,387%	18,008%	5,939%	1,962%	6,193%	-8,410%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	127,633%	157,454%	59,541%	58,903%	45,835%	90,314%	98,591%	51,130%
Proveitos Operacionais/Activo Total	127,633%	157,454%	59,894%	59,547%	47,632%	90,314%	98,591%	51,130%
Resultado Operacional/Activo Total	0,598%	7,984%	12,868%	11,533%	5,711%	1,724%	5,823%	-9,074%
Resultado Líquido/Capital Próprio	-0,497%	12,256%	-72,031%	-24,174%	-0,446%	4,084%	17,275%	-108,459%
Resultado Líquido/Result. Operacional	-39,504%	85,407%	52,992%	38,475%	1,616%	33,576%	40,754%	137,866%
Solvabilidade	90,465%	125,425%	-8,648%	-15,509%	-17,136%	16,513%	15,924%	13,038%
Autonomia Financeira	47,497%	55,639%	-9,467%	-18,356%	-20,679%	14,172%	13,737%	11,534%
GEA	52,927	4,989	2,296	2,476	3,321	27,004	9,779	-2,826
GFA	-2,911	1,135	2,014	2,897	-40,851	2,411	1,696	0,710
GCA	-154,078	5,662	4,625	7,174	-135,649	65,111	16,590	-2,005
<i>ROI</i>	1,308%	15,476%	26,241%	23,204%	6,320%	3,624%	11,197%	-12,338%
<i>ROS</i>	0,468%	5,071%	21,484%	19,368%	11,989%	1,909%	5,906%	-17,747%
<i>ROE</i>	-0,497%	12,256%	-72,031%	-24,174%	-0,446%	4,084%	17,275%	-108,459%
<i>ROA</i>	0,598%	7,984%	12,868%	11,533%	5,711%	1,724%	5,823%	-9,074%
Price Earnings to Growth	-67,97	4,05	2,71	4,88	203,91	32,81	10,47	-1,17
Price to Book Value	1,892	2,779	-12,874	-7,784	-6,004	7,100	9,586	6,739
Price to Earnings	-380,653	22,674	17,873	32,198	1345,787	173,867	55,489	-6,213
Price to Sales	0,704	0,982	2,035	2,399	2,607	1,114	1,336	1,520
q de Tobin	1,382	1,947	2,154	2,424	2,124	1,355	1,642	1,190
Turnover	2,793	3,052	1,221	1,198	0,527	1,899	1,896	0,695

	REGAL ENTERTAINMENT GROUP			RENTRAK CORPORATION		TIME WARNER INC		
	2005	2004	2003	2005	2004	2005	2004	2003
Proveitos operacionais	2.516,700	2.468,000	2.489,900	93,394	98,538	43.652,000	42.081,000	39.563,000
Custos Operacionais	2.030,300	1.968,400	1.945,500	85,793	88,568	35.816,000	32.647,000	31.365,000
Margem Bruta	1.338,900	1.320,900	1.334,400	28,107	28,656	17.403,000	16.500,000	15.652,000
<i>EBITDA</i>	486,400	499,600	544,400	7,601	9,970	7.836,000	9.434,000	8.198,000
<i>EBIT</i>	287,100	325,000	385,900	6,042	8,385	4.568,000	6.237,000	5.059,000
Resultado Antes de Impostos	152,300	142,900	307,200	7,056	8,680	4.427,000	5.260,000	4.718,000
Resultado Líquido	91,800	82,500	185,400	4,466	5,243	2.941,000	3.414,000	2.639,000
Activo Total	2.532,847	2.542,445	2.449,800	54,328	45,083	122.476,482	123.148,602	121.780,000
Activo Fixo	2.211,500	2.148,300	2.015,200	3,623	3,216	97.452,482	96.326,602	95.903,000
Passivo Total	2.501,100	2.471,400	1.651,000	18,847	15,150	54.031,000	56.937,000	60.216,000
Dívida Financeira	1.872,700	1.891,200	1.108,900	2,548	2,303	20.330,000	22.375,000	25.745,000
Curto Prazo/Dívida Total	13,905%	13,758%	2,805%	20,958%	27,399%	0,453%	7,473%	8,883%
Dívida Financeira/Capital Próprio	5898,758%	2661,982%	138,821%	7,181%	7,694%	29,702%	33,793%	41,818%
Capital Próprio	31,747	71,045	798,800	35,481	29,933	68.445,482	66.211,602	61.564,000
Interesses Minoritários	1,800	2,000	3,900	0,000	0,000	5.766,000	5.493,000	5.351,000
OUTROS DADOS								
Caixa e equivalentes	255,000	298,600	333,500	2,498	1,983	12.629,000	15.381,000	11.275,000
Activo Económico	2.081,095	2.015,590	1.850,200	7,936	8,820	102.444,442	100.193,683	99.079,000
Capital Fixo	2.267,147	2.197,545	2.050,100	3,848	4,401	98.287,969	97.120,166	96.645,000
Capitais Permanentes	1.755,847	1.816,645	1.994,900	37,495	31,605	89.263,482	87.553,602	85.474,000
Activo ao Valor de Mercado	5.140,377	5.127,214	3.552,260	128,063	131,989	134.165,968	144.082,422	139.882,080
Valor de Reposição dos Activos	3.141,010	3.186,935	3.104,740	55,234	45,887	171.202,723	171.311,903	169.731,500
FMN	-186,053	-181,955	-199,900	4,088	4,419	4.156,473	3.073,516	2.434,000
Saldo de Tesouraria	-5,400	38,400	302,400	1,964	1,352	12.537,000	13.709,000	8.988,000
Vendas + Prestações de Serviços	2.322,000	2.294,300	2.336,200	93,394	98,538	42.449,000	40.902,000	38.074,000
Ponto Morto de Vendas	2.199,974	2.192,034	1.895,041	64,768	63,148	27.365,588	21.468,961	22.668,093
Custo do financiamento	6,202%	8,621%	ND	7,895%	ND	5,658%	5,955%	ND
Provisões e Amortizações	199,300	174,600	158,500	1,559	1,585	3.268,000	3.197,000	3.139,000
Data de Encerramento do Exercício	29-Dez-05	30-Dez-04	30-Dez-03	31-Mar-06	31-Mar-05	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
Valor de Cotação	17,91	18,34	13,39	10,21	11,08	17,24	19,11	17,68
Número de Acções	147,363	144,810	141,991	10,697	10,545	4.648,200	4.560,200	4.506,000
Valor Nominal de cada Acção	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,010	0,010	0,010
Dividendo por Acção	1,200	1,200	5,860	0,000	0,000	0,100	0,000	0,000
Resultado por Acção	0,623	0,570	1,306	0,418	0,497	0,633	0,749	0,586
Book Value/Acção (USD)	0,215	0,491	5,626	3,317	2,839	14,725	14,519	13,663
Market Capital	2.639,277	2.655,814	1.901,260	109,216	116,839	80.134,968	87.145,422	79.666,080
Enterprise Value	4.256,98	4.248,41	2.676,66	109,27	117,16	87.835,97	94.139,42	94.136,08
INDICADORES								
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	20,947%	21,776%	23,303%	8,139%	10,118%	18,460%	23,065%	21,532%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	19,327%	20,243%	21,864%	8,139%	10,118%	17,951%	22,419%	20,721%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	19,204%	19,650%	22,222%	13,991%	22,114%	6,398%	7,661%	6,732%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	91,675%	90,240%	95,363%	171,908%	218,570%	34,659%	33,214%	31,265%
Proveitos Operacionais/Activo Total	99,362%	97,072%	101,637%	171,908%	218,570%	35,641%	34,171%	32,487%
Resultado Operacional/Activo Total	11,335%	12,783%	15,752%	11,121%	18,599%	3,730%	5,065%	4,154%
Resultado Líquido/Capital Próprio	289,158%	116,124%	23,210%	12,587%	17,516%	4,297%	5,156%	4,287%
Resultado Líquido/Result. Operacional	31,975%	25,385%	48,044%	73,916%	62,528%	64,383%	54,738%	52,164%
Solvabilidade	1,269%	2,875%	48,383%	188,258%	197,578%	126,678%	116,289%	102,239%
Autonomia Financeira	1,253%	2,794%	32,607%	65,309%	66,395%	55,885%	53,766%	50,553%
GEA	4,664	4,064	3,458	4,652	3,418	3,810	2,646	3,094
GFA	1,885	2,274	1,256	0,856	0,966	1,032	1,186	1,072
GCA	8,791	9,244	4,344	3,983	3,301	3,931	3,137	3,318
ROI	13,796%	16,124%	20,857%	76,134%	95,068%	4,459%	6,225%	5,106%
ROS	11,408%	13,169%	15,499%	6,469%	8,509%	10,465%	14,821%	12,787%
ROE	289,158%	116,124%	23,210%	12,587%	17,516%	4,297%	5,156%	4,287%
ROA	11,335%	12,783%	15,752%	11,121%	18,599%	3,730%	5,065%	4,154%
Price Earnings to Growth	5,42	6,07	1,93	4,37	3,98	4,87	4,56	5,39
Price to Book Value	83,134	37,382	2,380	3,078	3,903	1,171	1,316	1,294
Price to Earnings	28,750	32,192	10,255	24,455	22,285	27,248	25,526	30,188
Price to Sales	1,049	1,076	0,764	1,169	1,186	1,836	2,071	2,014
q de Tobin	1,637	1,609	1,144	2,319	2,876	0,784	0,841	0,824
Turnover	1,209	1,224	1,346	11,768	11,172	0,426	0,420	0,399

	VIACOM INC			WALT DISNEY COMPANY		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Proveitos operacionais	9.609,600	22.525,900	20.827,600	31.944,000	30.752,000	27.061,000
Custos Operacionais	6.984,200	34.685,000	15.612,100	26.498,000	25.494,000	23.271,000
Margem Bruta	4.872,200	9.980,100	8.947,800	5.446,000	5.258,000	3.790,000
<i>EBITDA</i>	2.625,400	-12.159,100	5.215,500	5.446,000	5.258,000	3.790,000
<i>EBIT</i>	2.366,400	-12.969,000	4.473,600	4.107,000	4.048,000	2.713,000
Resultado Antes de Impostos	2.327,700	-14.988,200	3.721,000	3.951,000	3.739,000	2.183,000
Resultado Líquido	1.256,900	-17.462,200	1.416,900	2.533,000	2.345,000	1.267,000
Activo Total	19.115,600	68.002,300	90.225,500	53.158,000	53.902,000	49.988,000
Activo Fixo	11.912,100	53.800,400	71.998,800	42.100,000	42.201,000	38.635,000
Passivo Total	11.325,300	25.967,100	26.393,500	25.700,000	27.023,000	25.769,000
Dívida Financeira	5.460,800	9.715,000	9.659,600	12.467,000	13.488,000	13.100,000
Curto Prazo/Dívida Total	1,022%	0,677%	0,533%	18,529%	30,345%	18,756%
Dívida Financeira/Capital Próprio	70,097%	23,112%	15,133%	45,404%	50,180%	54,090%
Capital Próprio	7.790,300	42.035,200	63.832,000	27.458,000	26.879,000	24.219,000
Interesses Minoritários	2,400	10,900	627,000	1.248,000	798,000	428,000
OUTROS DADOS						
Caixa e equivalentes	361,100	928,200	617,300	2.949,000	3.334,000	3.432,000
Activo Económico	16.306,600	61.437,400	79.454,100	41.972,000	41.911,000	38.532,000
Capital Fixo	11.912,100	53.800,400	71.998,800	42.100,000	42.201,000	38.635,000
Capitais Permanentes	13.964,100	59.158,400	81.279,200	41.560,000	39.893,000	38.607,000
Activo ao Valor de Mercado	42.296,219	88.327,204	104.025,626	74.480,677	73.336,750	63.623,062
Valor de Reposição dos Activos	25.071,650	94.902,500	126.224,900	74.208,000	75.002,500	69.305,500
FMN	4.394,500	7.637,000	7.455,300	-128,000	-290,000	-103,000
Saldo de Tesouraria	305,300	862,400	565,800	639,000	-759,000	975,000
Vendas + Prestações de Serviços	9.609,600	22.525,900	20.827,600	31.944,000	30.752,000	27.061,000
Ponto Morto de Vendas	4.507,767	51.565,286	10.396,342	668,677	1.432,910	3.277,308
Custo do financiamento	0,237%	7,442%	ND	4,426%	4,710%	ND
Provisões e Amortizações	259,000	809,900	741,900	1.339,000	1.210,000	1.077,000
Data de Encerramento do Exercício	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-04	01-Out-05	30-Set-04	30-Set-03
Valor de Cotação	41,15	36,39	44,38	23,88	22,12	19,42
Número de Acções	752,635	1.713,660	1.749,259	2.042,742	2.093,750	1.949,231
Valor Nominal de cada Acção	0,001	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Dividendo por Acção	0,000	0,250	0,120	0,240	0,210	0,210
Resultado por Acção	1,670	-10,190	0,810	1,240	1,120	0,650
<i>Book Value</i> /Acção (USD)	10,351	24,529	36,491	13,442	12,838	12,425
<i>Market Capital</i>	30.970,919	62.360,104	77.632,126	48.780,677	46.313,750	37.854,062
<i>Enterprise Value</i>	36.070,62	71.146,90	86.674,43	58.298,68	56.467,75	47.522,06
INDICADORES						
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	27,321%	-53,978%	25,041%	17,049%	17,098%	14,005%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	27,321%	-53,978%	25,041%	17,049%	17,098%	14,005%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	13,734%	-17,880%	5,781%	10,245%	9,755%	7,582%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	50,271%	33,125%	23,084%	60,093%	57,052%	54,135%
Proveitos Operacionais/Activo Total	50,271%	33,125%	23,084%	60,093%	57,052%	54,135%
Resultado Operacional/Activo Total	12,379%	-19,071%	4,958%	7,726%	7,510%	5,427%
Resultado Líquido/Capital Próprio	16,134%	-41,542%	2,220%	9,225%	8,724%	5,231%
Resultado Líquido/Result. Operacional	53,114%	134,646%	31,672%	61,675%	57,930%	46,701%
Solvabilidade	68,787%	161,879%	241,847%	106,840%	99,467%	93,985%
Autonomia Financeira	40,754%	61,814%	70,747%	51,654%	49,866%	48,450%
GEA	2,059	-0,770	2,000	1,326	1,299	1,397
GFA	1,017	0,865	1,202	1,039	1,083	1,243
GCA	2,093	-0,666	2,405	1,378	1,406	1,736
<i>ROI</i>	14,512%	-21,109%	5,630%	9,785%	9,659%	7,041%
<i>ROS</i>	24,625%	-57,574%	21,479%	12,857%	13,163%	10,025%
<i>ROE</i>	16,134%	-41,542%	2,220%	9,225%	8,724%	5,231%
<i>ROA</i>	12,379%	-19,071%	4,958%	7,726%	7,510%	5,427%
<i>Price Earnings to Growth</i>	3,73	-0,54	8,30	2,92	2,99	4,53
<i>Price to Book Value</i>	3,976	1,484	1,216	1,777	1,723	1,563
<i>Price to Earnings</i>	24,641	-3,571	54,790	19,258	19,750	29,877
<i>Price to Sales</i>	3,223	2,768	3,727	1,527	1,506	1,399
q de Tobin	1,687	0,931	0,824	1,004	0,978	0,918
<i>Turnover</i>	0,589	0,367	0,262	0,761	0,734	0,702

EMPRESAS COTADAS

País: Estados Unidos

Sector: Diversos

	ELECTRONIC ARTS INC		COMCAST CORPORATION			NEW FRONTIER MEDIA INC	
	2005	2004	2005	2004	2003	2005	2004
Sector	<i>Entertainment Tech</i>		<i>Cable TV</i>			<i>Cable TV</i>	
Proveitos operacionais	2.951,00	3.129,00	22.255,00	20.307,00	18.348,00	46,85	46,82
Custos Operacionais	2.540,00	2.388,00	13.762,00	12.776,00	11.956,00	24,86	25,17
Margem Bruta	1.770,00	1.932,00	14.286,00	12.845,00	11.307,00	32,00	30,23
<i>EBITDA</i>	411,00	741,00	8.493,00	7.531,00	6.392,00	21,99	21,65
<i>EBIT</i>	325,00	669,00	3.690,00	2.908,00	1.954,00	16,00	15,82
Resultado Antes de Impostos	389,00	725,00	1.880,00	1.810,00	-137,00	17,11	16,16
Resultado Líquido	236,00	504,00	928,00	970,00	3.240,00	11,28	11,12
Activo Total	4.386,00	4.370,00	103.146,00	104.694,00	109.159,00	86,77	60,28
Activo Fixo	1.271,00	542,00	87.237,00	87.653,00	88.223,00	35,93	8,04
Passivo Total	966,00	861,00	62.270,00	62.804,00	67.105,00	15,52	6,62
Dívida Financeira	374,00	354,00	23.371,00	23.592,00	26.996,00	3,41	0,96
Curto Prazo/Dívida Total	0,35	0,39	0,07	0,15	0,12	0,95	0,35
Dívida Financeira/Capital Próprio	10,936%	10,088%	57,175%	56,319%	64,194%	4,783%	1,791%
Capital Próprio	3.420,00	3.509,00	40.876,00	41.890,00	42.054,00	71,25	53,67
Interesses Minoritários	12,00	11,00	657,00	468,00	392,00	0,00	0,00
OUTROS DADOS							
Caixa e equivalentes	2.535,00	3.201,00	13.523,00	14.819,00	18.861,00	23,28	32,03
Activo Económico	1.368,00	766,00	85.883,00	86.234,00	86.775,00	44,70	14,20
Capital Fixo	1.271,00	542,00	87.237,00	87.653,00	88.223,00	35,93	8,04
Capitais Permanentes	3.730,00	3.780,00	62.558,00	61.983,00	65.889,00	73,77	54,30
Activo ao Valor de Mercado	17.382,00	16.395,00	126.998,52	145.789,52	148.607,96	195,02	168,03
Valor de Reposição dos Activos	4.862,63	4.505,50	142.402,65	146.329,18	153.270,50	95,75	62,29
FMN	97,00	224,00	-1.354,00	-1.419,00	-1.448,00	8,77	6,17
Saldo de Tesouraria	2.403,00	3.064,00	11.834,00	11.320,00	15.700,00	20,04	31,69
Vendas + Prestações de Serviços	2.951,00	3.129,00	22.255,00	20.307,00	18.348,00	46,85	46,28
Ponto Morto de Vendas	2.159,06	1.838,21	11.844,10	10.136,90	11.368,72	13,03	13,67
Custo do financiamento	6,497%	ND	7,613%	6,949%	ND	4,266%	ND
Provisões e Amortizações	86,00	72,00	4.803,00	4.623,00	4.438,00	5,99	5,84
Data de Encerramento do Exercício	31-Mar-06	31-Mar-05	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Mar-06	31-Mar-05
Valor de Cotação	54,72	51,78	25,92	33,28	32,79	7,59	7,15
Número de Acções	300,00	300,00	2.497,24	2.493,56	2.485,60	23,65	22,57
Valor Nominal de cada Acção	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,10	0,10
Dividendo por Acção	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultado por Acção	0,79	1,68	0,37	0,39	1,30	0,48	0,49
<i>Book Value</i> /Acção (USD)	11,40	11,70	16,37	16,80	16,92	3,01	2,38
<i>Market Capital</i>	16.416,00	15.534,00	64.728,52	82.985,52	81.502,96	179,50	161,41
<i>Enterprise Value</i>	14.255,00	12.687,00	74.576,52	91.758,52	89.637,96	159,63	130,35
INDICADORES							
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	13,93%	23,68%	38,16%	37,09%	34,84%	46,94%	46,79%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	13,93%	23,68%	38,16%	37,09%	34,84%	46,94%	46,24%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	9,37%	16,96%	8,23%	7,19%	5,86%	25,35%	35,92%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	67,28%	71,60%	21,58%	19,40%	16,81%	54,00%	76,76%
Proveitos Operacionais/Activo Total	67,28%	71,60%	21,58%	19,40%	16,81%	54,00%	77,67%
Resultado Operacional/Activo Total	7,41%	15,31%	3,58%	2,78%	1,79%	18,44%	26,24%
Resultado Líquido/Capital Próprio	6,90%	14,36%	2,27%	2,32%	7,70%	15,84%	20,72%
Resultado Líquido/Result. Operacional	72,62%	75,34%	25,15%	33,36%	165,81%	70,52%	70,32%
Solvabilidade	354,04%	407,55%	65,64%	66,70%	62,67%	459,05%	810,91%
Autonomia Financeira	77,98%	80,30%	39,63%	40,01%	38,53%	82,11%	89,02%
GEA	5,446	2,888	3,872	4,417	5,787	2,000	1,911
GFA	0,835	0,923	1,963	1,607	-14,263	0,935	0,979
GCA	4,550	2,665	7,599	7,097	-82,533	1,871	1,870
<i>ROI</i>	23,757%	87,337%	4,297%	3,372%	2,252%	35,797%	111,379%
<i>ROS</i>	11,013%	21,381%	16,581%	14,320%	10,650%	34,151%	33,780%
<i>ROE</i>	6,901%	14,363%	2,270%	2,316%	7,704%	15,837%	20,724%
<i>ROA</i>	7,410%	15,309%	3,577%	2,778%	1,790%	18,441%	26,237%
<i>Price Earnings to Growth</i>	781,57	346,31	1.056,83	1.296,24	381,14	2,41	2,20
<i>Price to Book Value</i>	4,800	4,427	1,584	1,981	1,938	2,520	3,008
<i>Price to Earnings</i>	69,559	30,821	69,751	85,552	25,155	15,909	14,513
<i>Price to Sales</i>	5,563	4,965	2,908	4,087	4,442	3,831	3,447
q de Tobin	3,575	3,639	0,892	0,996	0,970	2,037	2,697
<i>Turnover</i>	2,157	4,085	0,259	0,235	0,211	1,048	3,297

	GENERAL ELECTRIC COMPANY			SONY CORPORATION		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Sector	<i>Electrical Equipment</i>			<i>Foreign Electronics</i>		
Proveitos operacionais	149.702,00	134.481,00	134.641,00	64.193,14	67.208,64	72.409,95
Custos Operacionais	92.152,00	85.212,00	75.174,00	58.994,34	62.362,92	67.607,88
Margem Bruta	25.775,00	22.946,00	21.148,00	14.787,49	15.140,53	18.129,57
<i>EBITDA</i>	57.550,00	49.269,00	59.467,00	5.198,79	4.845,73	4.802,07
<i>EBIT</i>	43.776,00	35.738,00	47.862,00	1.935,18	1.361,01	1.280,25
Resultado Antes de Impostos	23.115,00	20.499,00	20.601,00	2.559,87	1.696,57	1.381,38
Resultado Líquido	16.353,00	16.819,00	15.236,00	1.056,55	1.531,20	851,07
Activo Total	673.342,00	750.507,00	647.828,00	90.664,56	88.776,64	87.410,21
Activo Fixo	149.254,00	141.559,00	108.413,00	19.273,31	19.834,64	20.650,62
Passivo Total	555.934,00	627.083,00	562.003,00	62.964,10	61.728,18	64.325,02
Dívida Financeira	370.437,00	365.066,00	329.334,00	9.412,13	8.497,74	12.044,87
Curto Prazo/Dívida Total	0,43	0,43	0,48	0,31	0,25	0,38
Dívida Financeira/Capital Próprio	315,513%	295,782%	383,727%	33,978%	31,417%	52,176%
Capital Próprio	117.408,00	123.424,00	85.825,00	27.700,45	27.048,46	23.085,19
Interesses Minoritários	8.054,00	12.603,00	6.194,00	317,10	222,87	219,79
OUTROS DADOS						
Caixa e equivalentes	62.155,00	69.075,00	141.933,00	40.683,53	37.242,93	35.015,11
Activo Económico	755.495,00	732.182,00	676.738,00	20.316,16	20.808,49	21.484,73
Capital Fixo	451.660,00	435.598,00	393.815,00	19.273,31	19.834,64	20.650,62
Capitais Permanentes	415.753,00	422.150,00	394.219,00	34.238,04	33.394,18	30.562,59
Activo ao Valor de Mercado	917.599,06	988.172,40	848.780,61	111.562,28	102.866,47	106.362,66
Valor de Reposição dos Activos	714.386,85	785.896,75	674.931,25	95.482,88	93.735,30	92.572,87
FMN	303.835,00	296.584,00	282.923,00	1.042,85	973,84	834,12
Saldo de Tesouraria	-96.001,00	-88.120,00	-15.435,00	37.808,99	35.090,92	30.447,63
Vendas + Prestações de Serviços	92.589,00	84.705,00	72.354,00	63.361,90	66.380,61	71.627,21
Ponto Morto de Vendas	235.370,46	205.765,42	221.939,91	42.537,74	47.852,08	55.940,24
Custo do financiamento	4,160%	3,539%	ND	2,916%	1,907%	ND
Provisões e Amortizações	13.774,00	13.531,00	11.605,00	3.263,62	3.484,72	3.521,82
Data de Encerramento do Exercício	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Mar-06	31-Mar-05	31-Mar-04
Valor de Cotação	34,28	34,78	28,61	45,95	39,69	41,32
Número de Acções	10.550,32	10.382,10	10.023,68	1.057,63	1.036,49	1.017,37
Valor Nominal de cada Acção	0,06	0,06	0,06	5,02	5,55	4,42
Dividendo por Acção	0,91	0,82	0,77	25,00	25,00	25,00
Resultado por Acção	1,55	1,62	1,52	1,00	1,48	0,84
Book Value/Acção (USD)	11,13	11,89	8,56	26,19	26,10	22,69
Market Capital	361.665,06	361.089,40	286.777,61	48.598,18	41.138,29	42.037,64
Enterprise Value	669.947,06	657.080,40	474.178,61	17.326,78	12.393,10	19.067,40
INDICADORES						
<i>EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços</i>	62,16%	58,17%	82,19%	8,20%	7,30%	6,70%
<i>EBITDA/Proveitos Operacionais</i>	38,44%	36,64%	44,17%	8,10%	7,21%	6,63%
<i>EBITDA/Activo Total</i>	8,55%	6,56%	9,18%	5,73%	5,46%	5,49%
<i>(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total</i>	13,75%	11,29%	11,17%	69,89%	74,77%	81,94%
<i>Proveitos Operacionais/Activo Total</i>	22,23%	17,92%	20,78%	70,80%	75,71%	82,84%
<i>Resultado Operacional/Activo Total</i>	6,50%	4,76%	7,39%	2,13%	1,53%	1,46%
<i>Resultado Líquido/Capital Próprio</i>	13,93%	13,63%	17,75%	3,81%	5,66%	3,69%
<i>Resultado Líquido/Result. Operacional</i>	37,36%	47,06%	31,83%	54,60%	112,50%	66,48%
<i>Solvabilidade</i>	21,12%	19,68%	15,27%	43,99%	43,82%	35,89%
<i>Autonomia Financeira</i>	17,44%	16,45%	13,25%	30,55%	30,47%	26,41%
GEA	0,589	0,642	0,442	7,641	11,124	14,161
GFA	1,894	1,743	2,323	0,756	0,802	0,927
GCA	1,115	1,119	1,027	5,777	8,924	13,124
ROI	5,794%	4,881%	7,072%	9,525%	6,541%	5,959%
ROS	29,242%	26,575%	35,548%	3,015%	2,025%	1,768%
ROE	13,928%	13,627%	17,752%	3,814%	5,661%	3,687%
ROA	6,501%	4,762%	7,388%	2,134%	1,533%	1,465%
<i>Price Earnings to Growth</i>	11,11	10,78	9,45	7,49	4,38	8,05
<i>Price to Book Value</i>	3,080	2,926	3,341	1,754	1,521	1,821
<i>Price to Earnings</i>	22,116	21,469	18,822	45,997	26,867	49,394
<i>Price to Sales</i>	2,416	2,685	2,130	0,757	0,612	0,581
<i>q de Tobin</i>	1,284	1,257	1,258	1,168	1,097	1,149
<i>Turnover</i>	0,198	0,184	0,199	3,160	3,230	3,370

	MEDIA GENERAL INC		NEWS CORPORATION			MARVEL ENTERTAINMENT	
	2005	2004	2005	2004	2003	2005	2004
Sector	<i>Newspapers</i>		<i>Newspapers</i>			<i>Recreation</i>	
Proveitos operacionais	917,94	900,42	25.327,00	23.859,00	20.802,00	392,67	522,51
Custos Operacionais	724,26	685,05	20.684,00	19.647,00	17.306,00	216,97	302,43
Margem Bruta	525,05	524,67	8.734,00	7.958,00	6.860,00	339,99	353,88
<i>EBITDA</i>	193,68	215,37	4.643,00	4.212,00	3.496,00	175,70	220,08
<i>EBIT</i>	125,71	149,33	3.868,00	3.564,00	2.931,00	171,17	216,30
Resultado Antes de Impostos	-192,31	127,28	3.392,00	3.561,00	2.755,00	171,05	206,87
Resultado Líquido	-243,04	80,18	2.314,00	2.128,00	1.533,00	102,82	124,88
Activo Total	1.975,35	2.480,34	56.649,00	54.692,00	48.343,00	573,55	714,81
Activo Fixo	1.004,43	1.514,83	28.749,00	27.807,00	21.947,00	348,39	348,51
Passivo Total	1.059,53	1.296,57	26.494,00	25.096,00	23.636,00	212,95	168,31
Dívida Financeira	389,98	437,96	11.427,00	10.999,00	10.164,00	61,28	52,21
Curto Prazo/Dívida Total	0,08	0,08	0,00	0,08	0,11	0,16	0,16
Dívida Financeira/Capital Próprio	42,583%	36,997%	37,894%	37,164%	41,138%	16,993%	9,554%
Capital Próprio	915,83	1.183,77	30.155,00	29.596,00	24.707,00	360,60	546,50
Interesses Minoritários	0,00	0,00	281,00	219,00	3.832,00	0,00	0,00
OUTROS DADOS							
Caixa e equivalentes	1.479,55	1.246,66	16.384,00	16.738,00	15.252,00	42,86	173,89
Activo Económico	1.110,82	1.605,32	35.288,00	33.824,00	27.929,00	441,24	487,97
Capital Fixo	1.004,43	1.514,83	29.342,00	28.480,00	22.713,00	368,68	386,23
Capitais Permanentes	1.369,93	1.682,01	45.076,00	43.226,00	37.665,00	412,08	590,42
Activo ao Valor de Mercado	2.252,24	2.783,67	86.831,28	77.362,39	71.870,41	2.207,09	2.634,99
Valor de Reposição dos Activos	2.352,02	3.237,75	71.023,50	68.595,50	59.316,50	747,74	889,07
FMN	106,39	90,49	5.946,00	5.344,00	5.216,00	72,56	101,75
Saldo de Tesouraria	770,33	769,45	16.342,00	15.826,00	14.168,00	33,06	165,60
Vendas + Prestações de Serviços	917,94	900,42	25.327,00	23.859,00	20.802,00	390,51	513,47
Ponto Morto de Vendas	566,33	568,66	10.305,95	11.239,93	10.734,56	192,39	224,82
Custo do financiamento	6,715%	ND	4,955%	5,274%	ND	7,626%	ND
Provisões e Amortizações	67,97	66,04	775,00	648,00	565,00	4,53	3,78
Data de Encerramento do Exercício	25-Dez-05	26-Dez-04	30-Jun-06	30-Jun-05	30-Jun-04	31-Dez-05	31-Dez-04
Valor de Cotação	49,60	62,52	19,12	16,00	16,16	16,38	20,48
Número de Acções	24,05	23,79	3.155,72	3.266,65	2.984,80	121,74	120,44
Valor Nominal de cada Acção	5,00	5,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Dividendo por Acção	0,84	0,80	0,26	0,14	0,14	0,00	0,00
Resultado por Acção	-10,11	3,37	0,73	0,65	0,51	0,84	1,04
<i>Book Value</i> /Acção (USD)	38,09	49,77	9,56	9,06	8,28	2,96	4,54
<i>Market Capital</i>	1.192,72	1.487,11	60.337,28	52.266,39	48.234,41	1.994,14	2.466,67
<i>Enterprise Value</i>	103,15	678,41	55.380,28	46.527,39	43.146,41	2.012,56	2.344,99
INDICADORES							
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	21,10%	23,92%	18,33%	17,65%	16,81%	44,99%	42,86%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	21,10%	23,92%	18,33%	17,65%	16,81%	44,74%	42,12%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	9,80%	8,68%	8,20%	7,70%	7,23%	30,63%	30,79%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	46,47%	36,30%	44,71%	43,62%	43,03%	68,09%	71,83%
Proveitos Operacionais/Activo Total	46,47%	36,30%	44,71%	43,62%	43,03%	68,46%	73,10%
Resultado Operacional/Activo Total	6,36%	6,02%	6,83%	6,52%	6,06%	29,84%	30,26%
Resultado Líquido/Capital Próprio	-26,54%	6,77%	7,67%	7,19%	6,20%	28,51%	22,85%
Resultado Líquido/Result. Operacional	-193,34%	53,70%	59,82%	59,71%	52,30%	60,07%	57,73%
Solvabilidade	86,44%	91,30%	113,82%	117,93%	104,53%	169,34%	324,69%
Autonomia Financeira	46,36%	47,73%	53,23%	54,11%	51,11%	62,87%	76,45%
GEA	4,177	3,513	2,258	2,233	2,340	1,986	1,636
GFA	-0,654	1,173	1,140	1,001	1,064	1,001	1,046
GCA	-2,730	4,122	2,575	2,235	2,490	1,988	1,711
<i>ROI</i>	11,317%	9,302%	10,961%	10,537%	10,494%	38,793%	44,325%
<i>ROS</i>	13,695%	16,585%	15,272%	14,938%	14,090%	43,590%	41,396%
<i>ROE</i>	-26,538%	6,774%	7,674%	7,190%	6,205%	28,513%	22,850%
<i>ROA</i>	6,364%	6,021%	6,828%	6,516%	6,063%	29,844%	30,259%
<i>Price Earnings to Growth</i>	-0,88	3,31	3,95	3,72	4,77	3,46	3,53
<i>Price to Book Value</i>	1,302	1,256	2,001	1,766	1,952	5,530	4,514
<i>Price to Earnings</i>	-4,907	18,546	26,075	24,561	31,464	19,395	19,753
<i>Price to Sales</i>	1,299	1,652	2,382	2,191	2,319	5,078	4,721
q de Tobin	0,958	0,860	1,223	1,128	1,212	2,952	2,964
<i>Turnover</i>	0,826	0,561	0,718	0,705	0,745	0,890	1,071

EMPRESAS COTADAS

País: Vários europeus

Sector: Diversos

	CONSTANTIN FILM AG			ODEON FILM			SOGECABLE SA		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Pais	Alemanha			Alemanha			Espanha		
Sector	Broadcast Serv/Program			Broadcast Serv/Program			Cable TV		
Proveitos operacionais	216,268	249,258	117,381	41,189	61,273	46,109	1.518,956	1.477,174	739,796
Custos Operacionais	202,518	232,692	126,843	39,095	56,123	42,678	1.194,916	1.193,167	717,492
Margem Bruta	31,370	32,433	3,579	5,847	11,620	7,502	714,977	648,101	251,418
EBITDA	13,750	16,566	-9,462	2,094	5,150	3,431	324,040	284,007	22,304
EBIT	11,142	14,742	-11,794	1,849	4,990	2,534	91,095	-2,969	3,967
Resultado Antes de Impostos	12,163	17,474	-13,553	2,080	5,246	2,798	8,981	-235,399	-411,496
Resultado Líquido	5,862	8,773	-9,911	1,128	3,021	1,058	7,726	-152,825	-320,702
Activo Total	391,188	305,242	315,926	36,875	41,936	30,157	2.379,996	2.519,986	2.810,391
Activo Fixo	201,051	150,958	170,296	17,104	19,604	10,906	560,993	650,067	871,768
Passivo Total	330,449	231,535	249,806	11,140	17,335	8,577	2.040,875	2.351,819	2.494,315
Dívida Financeira	120,971	80,314	92,737	4,146	6,375	2,745	995,545	1.163,294	1.138,426
Curto Prazo/Dívida Total	7,530%	6,691%	6,007%	13,616%	13,685%	2,111%	11,546%	3,203%	2,448%
Dívida Financeira/Capital Próprio	199,167%	108,964%	140,256%	16,111%	25,914%	12,720%	293,566%	691,749%	360,175%
Capital Próprio	60,739	73,707	66,120	25,735	24,601	21,580	339,121	168,167	316,076
Interesses Minoritários	0,511	2,771	1,888	0,005	0,000	0,000	35,097	26,655	26,396
OUTROS DADOS									
Caixa e equivalentes	88,532	85,688	66,218	9,335	12,955	13,445	25,237	41,722	68,112
Activo Económico	273,252	177,022	198,274	21,604	23,506	12,598	528,207	777,523	697,878
Capital Fixo	210,138	158,736	176,766	17,104	19,604	10,906	692,328	849,887	1.137,633
Capitais Permanentes	172,601	148,647	153,286	29,316	30,104	24,267	1.219,757	1.294,203	1.426,632
Activo ao Valor de Mercado	469,853	339,593	299,757	32,299	41,680	14,121	6.563,369	6.467,122	5.979,596
Valor de Reposição dos Activos	491,714	380,721	401,074	45,427	51,738	33,429	2.520,244	2.682,503	3.246,275
FMN	63,114	18,286	21,508	4,500	3,902	1,692	-164,121	-72,364	-439,755
Saldo de Tesouraria	79,423	80,314	60,647	8,770	12,083	13,387	-89,708	4,464	40,242
Vendas + Prestações de Serviços	213,787	246,915	114,316	37,800	59,728	37,852	1.514,544	1.417,295	739,796
Ponto Morto de Vendas	131,539	118,953	585,921	48,686	40,909	74,146	1.017,487	1.294,035	687,264
Custo do financiamento	9,540%	9,646%	ND	7,123%	7,914%	ND	6,686%	11,673%	ND
Provisões e Amortizações	2,608	1,824	2,332	0,245	0,160	0,897	232,945	286,976	18,337
Data de Encerramento do Exercício	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
Valor de Cotação	10,94	8,48	3,92	9,75	11,20	2,83	33,86	32,66	27,66
Número de Acções	12,743	12,743	12,743	2,170	2,174	1,959	133,565	126,004	126,004
Valor Nominal de cada Acção	1,000	1,000	1,000	2,630	2,390	2,650	2,000	2,000	2,000
Dividendo por Acção	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Resultado por Acção	0,460	0,688	-0,778	0,520	1,390	0,540	0,058	-1,213	-2,545
Book Value /Acção (EUR)	4,767	5,784	5,189	11,858	11,318	11,016	2,539	1,335	2,508
Market Capital	139,404	108,057	49,951	21,159	24,345	5,544	4.522,494	4.115,303	3.485,281
Enterprise Value	171,84	102,68	76,47	15,97	17,76	-5,16	5.492,80	5.236,87	4.555,59
INDICADORES									
EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços	6,432%	6,709%	-8,277%	5,541%	8,623%	9,065%	21,395%	20,039%	3,015%
EBITDA /Proveitos Operacionais	6,358%	6,646%	-8,061%	5,085%	8,406%	7,442%	21,333%	19,226%	3,015%
EBITDA/Activo Total	3,515%	5,427%	-2,995%	5,680%	12,281%	11,378%	13,615%	11,270%	0,794%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	54,651%	80,892%	36,184%	102,508%	142,426%	125,514%	63,636%	56,242%	26,324%
Proveitos Operacionais/Activo Total	55,285%	81,659%	37,155%	111,700%	146,109%	152,894%	63,822%	58,618%	26,324%
Resultado Operacional/Activo Total	2,848%	4,830%	-3,733%	5,015%	11,899%	8,402%	3,828%	-0,118%	0,141%
Resultado Líquido/Capital Próprio	9,651%	11,903%	-14,989%	4,385%	12,281%	4,902%	2,278%	-90,877%	-101,464%
Resultado Líquido/Result. Operacional	52,612%	59,510%	84,034%	61,028%	60,550%	41,750%	8,481%	5147,356%	-8084,245%
Solvabilidade	18,381%	31,834%	26,469%	231,012%	141,916%	251,591%	16,616%	7,151%	12,672%
Autonomia Financeira	15,527%	24,147%	20,929%	69,790%	58,663%	71,558%	14,249%	6,673%	11,247%
GEA	2,815	2,200	-0,303	3,162	2,329	2,961	7,849	-218,289	63,377
GFA	0,916	0,844	0,870	0,889	0,951	0,906	10,143	0,013	-0,010
GCA	2,579	1,856	-0,264	2,811	2,215	2,681	79,610	-2,753	-0,611
ROI	4,078%	8,328%	-5,948%	8,559%	21,228%	20,113%	17,246%	-0,382%	0,568%
ROS	5,152%	5,914%	-10,048%	4,489%	8,144%	5,495%	5,997%	-0,201%	0,536%
ROE	9,651%	11,903%	-14,989%	4,385%	12,281%	4,902%	2,278%	-90,877%	-101,464%
ROA	2,848%	4,830%	-3,733%	5,015%	11,899%	8,402%	3,828%	-0,118%	0,141%
Price Earnings to Growth	3,60	1,87	-0,76	2,84	1,22	0,79	88,69	-4,08	-1,65
Price to Book Value	2,295	1,466	0,755	0,822	0,990	0,257	13,336	24,472	11,027
Price to Earnings	23,781	12,317	-5,040	18,750	8,058	5,241	585,360	-26,928	-10,868
Price to Sales	0,645	0,434	0,426	0,514	0,397	0,120	2,977	2,786	4,711
q de Tobin	0,956	0,892	0,747	0,711	0,806	0,422	2,604	2,411	1,842
Turnover	0,791	1,408	0,592	1,907	2,607	3,660	2,876	1,900	1,060

	UBISOFT ENTERTAINMENT		GAUMONT SA			GRUPO MEDIA CAPITAL SGPS SA	
	2005	2004	2005	2004	2003	2005	2004
Pais	França		França			Portugal	
Sector	Entertainment Software		Motion Pictures&Services			Multimedia	
Proveitos operacionais	680,035	637,830	100,608	85,540	70,247	221,247	212,154
Custos Operacionais	520,684	460,338	46,869	38,700	27,975	180,254	170,281
Margem Bruta	360,633	354,197	99,466	84,440	53,047	176,983	173,938
EBITDA	159,351	177,492	53,739	46,840	42,272	40,994	41,873
EBIT	-1,391	33,455	-1,525	2,730	1,410	29,256	28,575
Resultado Antes de Impostos	8,608	31,686	5,047	9,429	2,669	19,695	16,358
Resultado Líquido	11,932	24,732	7,198	9,191	2,819	13,013	9,452
Activo Total	731,596	786,319	326,750	343,510	245,370	350,397	343,238
Activo Fixo	336,267	287,627	123,102	135,769	80,071	269,748	264,039
Passivo Total	350,338	468,684	133,830	161,926	92,574	219,028	230,759
Dívida Financeira	202,335	276,129	48,188	74,893	31,056	105,774	119,295
Curto Prazo/Dívida Total	72,827%	49,963%	4,439%	4,400%	4,347%	20,690%	14,433%
Dívida Financeira/Capital Próprio	53,070%	86,933%	24,978%	41,244%	20,325%	80,517%	106,060%
Capital Próprio	381,258	317,635	192,920	181,584	152,796	131,369	112,479
Interesses Minoritários	0,000	0,000	2,645	2,595	2,606	2,858	3,174
OUTROS DADOS							
Caixa e equivalentes	167,346	235,232	143,307	135,503	132,976	4,182	10,791
Activo Económico	453,019	424,711	135,783	168,443	73,697	245,868	238,125
Capital Fixo	341,975	293,937	144,637	161,101	86,422	269,748	264,039
Capitais Permanentes	437,395	456,539	238,969	253,182	182,502	215,259	214,557
Activo ao Valor de Mercado	719,979	740,078	343,442	393,265	257,404	824,988	681,827
Valor de Reposição dos Activos	815,663	858,226	357,526	377,452	265,388	485,271	475,258
FMN	111,044	130,774	-8,854	7,342	-12,725	-23,881	-25,913
Saldo de Tesouraria	19,992	97,269	141,168	132,208	131,626	-17,702	-6,426
Vendas + Prestações de Serviços	547,070	532,483	100,232	84,898	70,247	212,315	203,437
Ponto Morto de Vendas	611,425	511,098	39,985	31,954	12,601	192,457	186,154
Custo do financiamento	3,082%	ND	2,378%	4,875%	ND	7,344%	ND
Provisões e Amortizações	160,742	144,037	55,264	44,110	40,862	11,738	13,298
Data de Encerramento do Exercício	31-Mar-06	31-Mar-05	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Dez-05	31-Dez-04
Valor de Cotação	19,02	15,04	49,65	55,99	40,00	7,17	5,45
Número de Acções	19,434	18,045	4,222	4,132	4,121	84,513	82,765
Valor Nominal de cada Acção	0,310	0,310	8,000	8,000	8,000	0,090	0,090
Dividendo por Acção	0,000	0,000	0,600	0,600	0,300	0,000	0,000
Resultado por Acção	0,614	1,371	1,705	2,224	0,684	0,154	0,114
Book Value /Acção (EUR)	19,618	17,603	45,696	43,948	37,080	1,554	1,359
Market Capital	369,641	271,394	209,612	231,339	164,830	605,960	451,068
Enterprise Value	404,63	312,29	114,49	170,73	62,91	707,55	559,57
INDICADORES							
EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços	29,128%	33,333%	53,615%	55,172%	60,176%	19,308%	20,583%
EBITDA /Proveitos Operacionais	23,433%	27,827%	53,414%	54,758%	60,176%	18,528%	19,737%
EBITDA /Activo Total	21,781%	22,573%	16,447%	13,636%	17,228%	11,699%	12,200%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	74,778%	67,718%	30,675%	24,715%	28,629%	60,593%	59,270%
Proveitos Operacionais/Activo Total	92,952%	81,116%	30,791%	24,902%	28,629%	63,142%	61,810%
Resultado Operacional/Activo Total	-0,190%	4,255%	-0,467%	0,795%	0,575%	8,349%	8,325%
Resultado Líquido/Capital Próprio	3,130%	7,786%	3,731%	5,062%	1,845%	9,906%	8,403%
Resultado Líquido/Result. Operacional	-857,800%	73,926%	-472,000%	336,667%	199,929%	44,480%	33,077%
Solvabilidade	108,826%	67,772%	144,153%	112,140%	165,053%	59,978%	48,743%
Autonomia Financeira	52,113%	40,395%	59,042%	52,861%	62,272%	37,491%	32,770%
GEA	-259,262	10,587	-65,224	30,930	37,622	6,049	6,087
GFA	-0,162	1,056	-0,302	0,290	0,528	1,485	1,747
GCA	41,895	11,178	19,708	8,955	19,875	8,986	10,633
ROI	-0,307%	7,877%	-1,123%	1,621%	1,913%	11,899%	12,000%
ROS	-0,205%	5,245%	-1,516%	3,191%	2,007%	13,223%	13,469%
ROE	3,130%	7,786%	3,731%	5,062%	1,845%	9,906%	8,403%
ROA	-0,190%	4,255%	-0,467%	0,795%	0,575%	8,349%	8,325%
Price Earnings to Growth	5,08	1,80	4,77	4,13	9,59	8,17	8,37
Price to Book Value	0,970	0,854	1,087	1,274	1,079	4,613	4,010
Price to Earnings	30,979	10,973	29,121	25,170	58,471	46,565	47,723
Price to Sales	0,544	0,425	2,083	2,704	2,346	2,739	2,126
q de Tobin	0,883	0,862	0,961	1,042	0,970	1,700	1,435
Turnover	1,501	1,502	0,741	0,508	0,953	0,900	0,891

	IMPRESA SGPS SA		EDELMUSIC AG		PT MULTIMEDIA PTM SGPS SA		
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2003
Pais	Portugal		Alemanha		Portugal		
Sector	Multimedia		Music		Satellite Telecom		
Proveitos operacionais	261,254	256,265	159,771	147,323	628,454	745,029	697,602
Custos Operacionais	212,036	203,471	142,062	135,987	433,163	559,197	568,059
Margem Bruta	171,701	169,678	47,936	45,462	402,466	443,465	442,910
<i>EBITDA</i>	49,217	52,794	17,709	11,336	195,291	185,832	129,543
<i>EBIT</i>	40,398	41,606	11,688	5,140	133,372	114,898	59,131
Resultado Antes de Impostos	30,874	35,882	2,168	2,386	134,175	31,223	-26,065
Resultado Líquido	22,008	17,330	1,442	0,195	111,670	110,084	30,716
Activo Total	450,300	327,045	137,917	129,226	1.000,801	1.106,406	900,658
Activo Fixo	360,159	226,838	48,913	49,617	554,178	596,846	542,158
Passivo Total	313,164	191,450	104,981	98,213	562,126	609,673	499,339
Dívida Financeira	234,778	112,513	26,513	32,225	181,652	262,366	17,375
Curto Prazo/Dívida Total	8,116%	15,480%	25,143%	27,510%	12,300%	15,772%	37,267%
Dívida Financeira/Capital Próprio	171,202%	82,977%	80,498%	103,907%	41,409%	52,818%	4,330%
Capital Próprio	137,136	135,595	32,936	31,013	438,675	496,733	401,319
Interesses Minoritários	3,461	23,928	1,087	0,527	9,554	11,198	9,808
OUTROS DADOS							
Caixa e equivalentes	35,217	35,377	18,017	15,607	66,477	65,008	84,864
Activo Económico	364,290	236,677	71,935	77,446	614,168	692,826	527,355
Capital Fixo	360,159	226,838	48,927	49,759	613,559	652,026	581,530
Capitais Permanentes	352,860	230,690	52,792	54,403	641,791	727,752	492,444
Activo ao Valor de Mercado	604,746	529,685	117,739	104,796	3.544,910	1.961,972	1.692,453
Valor de Reposição dos Activos	630,379	440,464	150,146	141,630	1.139,345	1.255,617	1.036,198
FMN	4,131	9,839	23,008	27,688	0,609	40,800	-54,176
Saldo de Tesouraria	16,163	17,960	11,351	6,742	44,135	23,628	78,389
Vendas + Prestações de Serviços	259,341	253,428	153,439	139,296	617,001	729,796	684,320
Ponto Morto de Vendas	203,769	189,460	128,289	145,470	342,642	468,480	554,193
Custo do financiamento	9,573%	ND	7,635%	ND	2,342%	5,510%	ND
Provisões e Amortizações	8,819	11,188	6,020	6,196	61,920	70,934	70,412
Data de Encerramento do Exercício	31-Dez-05	31-Dez-04	30-Set-05	30-Set-04	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
Valor de Cotação	5,00	5,80	2,92	1,51	9,65	8,75	7,72
Número de Acções	58,316	58,316	4,369	4,360	309,097	154,548	154,548
Valor Nominal de cada Acção	1,440	1,440	5,000	5,000	0,250	0,508	0,508
Dividendo por Acção	0,189	0,000	0,000	0,000	0,275	0,500	0,080
Resultado por Acção	0,377	0,297	0,330	0,045	0,361	0,712	0,199
<i>Book Value</i> /Acção (EUR)	2,352	2,325	7,539	7,113	1,419	3,214	2,597
<i>Market Capital</i>	291,581	338,234	12,757	6,584	2.982,784	1.352,299	1.193,114
<i>Enterprise Value</i>	491,14	415,37	21,25	23,20	3.097,96	1.549,66	1.125,62
INDICADORES							
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	18,978%	20,832%	11,541%	8,138%	31,652%	25,464%	18,930%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	18,839%	20,601%	11,084%	7,695%	31,075%	24,943%	18,570%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	10,930%	16,143%	12,840%	8,772%	19,513%	16,796%	14,383%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	57,593%	77,490%	111,255%	107,792%	61,651%	65,961%	75,980%
Proveitos Operacionais/Activo Total	58,018%	78,358%	115,845%	114,004%	62,795%	67,338%	77,455%
Resultado Operacional/Activo Total	8,971%	12,722%	8,475%	3,977%	13,326%	10,385%	6,565%
Resultado Líquido/Capital Próprio	16,048%	12,780%	4,379%	0,628%	25,456%	22,162%	7,654%
Resultado Líquido/Result. Operacional	54,477%	41,652%	12,339%	3,790%	83,728%	95,810%	51,946%
Solvabilidade	43,790%	70,825%	31,373%	31,578%	78,039%	81,475%	80,370%
Autonomia Financeira	30,454%	41,461%	23,881%	23,999%	43,832%	44,896%	44,558%
GEA	4,250	4,078	4,101	8,845	3,018	3,860	7,490
GFA	1,308	1,160	5,390	2,154	0,994	3,680	-2,269
GCA	5,561	4,729	22,106	19,056	3,000	14,203	-16,992
<i>ROI</i>	11,090%	17,579%	16,249%	6,637%	21,716%	16,584%	11,213%
<i>ROS</i>	15,463%	16,236%	7,316%	3,489%	21,222%	15,422%	8,476%
<i>ROE</i>	16,048%	12,780%	4,379%	0,628%	25,456%	22,162%	7,654%
<i>ROA</i>	8,971%	12,722%	8,475%	3,977%	13,326%	10,385%	6,565%
<i>Price Earnings to Growth</i>	2,32	3,42	1,45	5,54	4,69	2,16	6,81
<i>Price to Book Value</i>	2,126	2,494	0,387	0,212	6,800	2,722	2,973
<i>Price to Earnings</i>	13,249	19,518	8,845	33,798	26,711	12,284	38,843
<i>Price to Sales</i>	1,116	1,320	0,080	0,045	4,746	1,815	1,710
q de Tobin	0,959	1,203	0,784	0,740	3,111	1,563	1,633
<i>Turnover</i>	0,717	1,083	2,221	1,902	1,023	1,075	1,323

	ENDEMOL NV		MEDIASET SPA			KINPOLIS GROUP		
	2005	2004	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Pais	Holanda		Itália			Bélgica		
Sector	Television		Television			Theatres		
Proveitos operacionais	900,132	850,943	3.678,000	3.421,600	3.070,000	194,643	204,211	198,072
Custos Operacionais	747,365	718,527	1.668,300	1.452,900	1.281,300	151,983	158,181	155,343
Margem Bruta	353,184	341,981	2.406,800	2.336,100	2.127,500	63,319	66,028	122,317
EBITDA	152,767	132,416	2.009,700	1.968,700	1.788,700	42,660	46,030	42,729
EBIT	135,401	117,221	1.201,000	1.090,500	777,600	20,728	25,790	14,440
Resultado Antes de Impostos	136,396	111,224	1.202,200	1.046,000	675,100	13,364	17,830	5,829
Resultado Líquido	83,527	64,458	603,400	549,500	369,700	8,010	11,119	2,719
Activo Total	564,663	694,304	5.746,800	5.039,200	4.696,400	366,036	361,293	329,210
Activo Fixo	196,116	189,906	3.292,400	3.014,800	2.787,000	284,386	289,669	242,541
Passivo Total	416,691	458,940	2.867,800	1.942,800	1.863,900	270,020	270,118	267,286
Dívida Financeira	117,808	129,617	973,700	404,800	704,200	177,012	180,632	123,061
Curto Prazo/Dívida Total	98,109%	99,719%	25,059%	40,687%	56,802%	23,631%	17,052%	6,539%
Dívida Financeira/Capital Próprio	79,615%	55,071%	33,821%	13,073%	24,861%	184,361%	198,116%	198,731%
Capital Próprio	147,972	235,364	2.879,000	3.096,400	2.832,500	96,014	91,175	61,924
Interesses Minoritários	7,273	5,834	285,100	231,100	240,900	1,043	0,948	0,528

OUTROS DADOS

Caixa e equivalentes	94,219	219,618	716,900	542,700	658,600	30,914	28,666	14,825
Activo Económico	216,488	208,238	3.715,700	3.409,600	3.396,000	270,616	273,458	222,983
Capital Fixo	219,364	208,808	3.638,800	3.228,100	3.191,400	301,718	302,848	277,115
Capitais Permanentes	150,200	235,728	3.608,700	3.336,500	3.136,700	231,527	242,571	188,957
Activo ao Valor de Mercado	1.665,441	ND	12.588,861	12.455,725	12.211,453	465,937	433,404	369,340
Valor de Reposição dos Activos	618,595	751,276	6.569,900	5.792,900	5.393,150	458,461	462,677	389,845
FMN	-2,876	-0,570	76,900	181,500	204,600	-31,102	-29,390	-54,133
Saldo de Tesouraria	-21,361	90,365	472,900	378,000	258,600	-10,915	-2,135	6,778
Vendas + Prestações de Serviços	900,132	850,943	3.634,100	3.379,100	3.029,300	192,812	200,608	192,321
Ponto Morto de Vendas	508,251	536,378	737,953	665,543	678,214	91,774	97,615	155,709
Custo do financiamento	5,417%	ND	10,820%	8,875%	ND	4,077%	6,469%	ND
Provisões e Amortizações	17,366	15,195	808,700	878,200	1.011,100	21,932	20,240	28,288
Data de Encerramento do Exercício	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
Valor de Cotação	9,99	ND	8,54	8,90	8,76	28,70	23,92	14,95
Número de Acções	125,000	ND	1.138,298	1.181,228	1.181,228	6,826	6,826	6,826
Valor Nominal de cada Acção	0,100	ND	0,540	0,520	0,520	6,950	6,950	6,950
Dividendo por Acção	0,080	ND	0,430	0,380	0,230	0,350	0,290	0,130
Resultado por Acção	0,668	ND	0,530	0,465	0,313	1,173	1,629	0,398
Book Value /Acção (€UR)	1,184	ND	2,529	2,621	2,398	14,065	13,356	9,071
Market Capital	1.248,750	ND	9.721,061	10.512,925	10.347,553	195,915	163,286	102,053
Enterprise Value	1.272,34	ND	9.977,86	10.375,03	10.393,15	342,01	315,25	210,29

INDICADORES

EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços	16,972%	15,561%	55,301%	58,261%	59,047%	22,125%	22,945%	22,217%
EBITDA/Proveitos Operacionais	16,972%	15,561%	54,641%	57,537%	58,264%	21,917%	22,540%	21,572%
EBITDA/Activo Total	27,055%	19,072%	34,971%	39,068%	38,087%	11,655%	12,740%	12,979%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	159,410%	122,561%	63,237%	67,056%	64,503%	52,676%	55,525%	58,419%
Proveitos Operacionais/Activo Total	159,410%	122,561%	64,001%	67,900%	65,369%	53,176%	56,522%	60,166%
Resultado Operacional/Activo Total	23,979%	16,883%	20,899%	21,640%	16,557%	5,663%	7,138%	4,386%
Resultado Líquido/Capital Próprio	56,448%	27,387%	20,959%	17,746%	13,052%	8,343%	12,195%	4,391%
Resultado Líquido/Result. Operacional	61,689%	54,988%	50,241%	50,390%	47,544%	38,643%	43,114%	18,829%
Solvabilidade	35,511%	51,284%	100,391%	159,378%	151,966%	35,558%	33,754%	23,168%
Autonomia Financeira	26,205%	33,899%	50,097%	61,446%	60,312%	26,231%	25,236%	18,810%
GEA	2,608	2,917	2,004	2,142	2,736	3,055	2,560	8,471
GFA	0,993	1,054	0,999	1,043	1,152	1,551	1,446	2,477
GCA	2,589	3,075	2,002	2,233	3,151	4,738	3,703	20,984
ROI	62,544%	56,292%	32,322%	31,983%	22,898%	7,660%	9,431%	6,476%
ROS	15,042%	13,775%	32,654%	31,871%	25,329%	10,649%	12,629%	7,290%
ROE	56,448%	27,387%	20,959%	17,746%	13,052%	8,343%	12,195%	4,391%
ROA	23,979%	16,883%	20,899%	21,640%	16,557%	5,663%	7,138%	4,386%
Price Earnings to Growth	2,62	ND	2,83	3,36	4,91	4,01	2,41	6,15
Price to Book Value	8,439	ND	3,377	3,395	3,653	2,040	1,791	1,648
Price to Earnings	14,950	ND	16,110	19,132	27,989	24,459	14,685	37,534
Price to Sales	1,387	ND	2,643	3,073	3,371	1,007	0,800	0,515
q de Tobin	2,692	ND	1,916	2,150	2,264	1,016	0,937	0,947
Turnover	4,158	4,086	0,990	1,004	0,904	0,719	0,747	0,888

EMPRESAS COTADAS

País: Reino Unido

Sector: Diversos

Sector	BRITISH SKY BROADCAST. GRP		MEDIA SQUARE PLC		PINWOOD SHEPPERTON		
	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2003
	<i>Television</i>		<i>Advertising Services</i>		<i>Motion Pictures&Services</i>		
Proveitos operacionais	4.148,000	3.842,000	54,953	27,655	33,387	38,667	37,869
Custos Operacionais	3.098,000	2.875,000	51,278	25,601	25,826	23,544	23,315
Margem Bruta	1.866,000	1.654,000	16,393	11,164	15,423	22,726	21,054
<i>EBITDA</i>	1.050,000	967,000	3,675	2,054	7,561	15,123	14,554
<i>EBIT</i>	877,000	822,000	2,405	1,318	3,719	11,302	10,935
Resultado Antes de Impostos	798,000	787,000	1,696	1,575	0,571	6,393	2,628
Resultado Líquido	551,000	578,000	1,087	1,218	0,391	4,576	1,865
Activo Total	3.773,000	2.456,000	114,695	76,603	120,558	115,987	102,564
Activo Fijo	1.360,000	954,000	61,337	37,670	114,491	111,023	97,849
Passivo Total	3.652,000	2.269,000	70,720	42,978	68,545	63,369	102,446
Dívida Financeira	1.988,000	1.076,000	12,636	11,804	43,400	40,512	88,436
Curto Prazo/Dívida Total	8,199%	8,736%	34,237%	44,350%	0,691%	3,959%	5,039%
Dívida Financeira/Capital Próprio	1642,975%	575,401%	28,734%	35,104%	83,441%	76,993%	74945,763%
Capital Próprio	121,000	187,000	43,975	33,625	52,013	52,618	0,118
Interesses Minoritários	0,000	0,000	-0,183	-0,061	0,000	0,000	-0,650
OUTROS DADOS							
Caixa e equivalentes	1.491,000	729,000	16,789	9,256	1,276	0,064	0,114
Activo Económico	872,000	597,000	50,153	40,579	106,666	104,968	91,029
Capital Fijo	1.367,000	968,000	61,337	37,670	114,491	111,023	97,849
Capitais Permanentes	2.012,000	1.194,000	52,284	40,194	95,113	91,526	84,098
Activo ao Valor de Mercado	14.158,520	12.381,175	138,345	102,033	159,026	160,493	ND
Valor de Reposição dos Activos	3.952,125	2.641,475	145,363	95,438	177,804	171,499	151,489
FMN	-495,000	-371,000	-11,184	2,909	-7,825	-6,055	-6,820
Saldo de Tesouraria	1.328,000	635,000	12,463	4,021	0,976	-1,540	-4,342
Vendas + Prestações de Serviços	4.148,000	3.842,000	54,953	27,655	33,387	38,667	37,869
Ponto Morto de Vendas	1.989,528	1.677,100	45,009	22,877	23,834	21,277	26,633
Custo do financiamento	13,290%	ND	8,806%	ND	7,771%	5,575%	ND
Provisões e Amortizações	173,000	145,000	1,271	0,736	3,842	3,821	3,619
Data de Encerramento do Exercício	30-Jun-06	30-Jun-05	28-Fev-06	28-Fev-05	31-Dez-05	31-Dez-04	31-Dez-03
Valor de Cotação	5,74	5,28	0,21	0,31	1,98	2,12	ND
Número de Acções	1.832,000	1.917,000	325,276	193,623	45,813	45,813	ND
Valor Nominal de cada Acção	0,500	0,500	0,050	0,050	0,100	0,100	ND
Dividendo por Acção	0,122	0,090	0,130	0,250	0,000	0,027	ND
Resultado por Acção	0,301	0,302	0,003	0,006	0,009	0,100	ND
<i>Book Value /Acção (GBP)</i>	0,066	0,098	0,135	0,174	1,135	1,149	ND
<i>Market Capital</i>	10.506,520	10.112,175	67,625	59,055	90,481	97,124	ND
<i>Enterprise Value</i>	11.003,52	10.459,18	63,47	61,60	132,60	137,57	ND
INDICADORES							
<i>EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços</i>	25,313%	25,169%	6,688%	7,426%	22,647%	39,111%	38,432%
<i>EBITDA/Proveitos Operacionais</i>	25,313%	25,169%	6,688%	7,426%	22,647%	39,111%	38,432%
<i>EBITDA/Activo Total</i>	27,829%	39,373%	3,204%	2,681%	6,272%	13,039%	14,190%
<i>(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total</i>	109,939%	156,433%	47,912%	36,102%	27,694%	33,337%	36,922%
<i>Proveitos Operacionais/Activo Total</i>	109,939%	156,433%	47,912%	36,102%	27,694%	33,337%	36,922%
<i>Resultado Operacional/Activo Total</i>	23,244%	33,469%	2,096%	1,720%	3,085%	9,744%	10,662%
<i>Resultado Líquido/Capital Próprio</i>	455,372%	309,091%	2,471%	3,623%	0,752%	8,697%	1580,508%
<i>Resultado Líquido/Result. Operacional</i>	62,828%	70,316%	45,197%	92,467%	10,514%	40,488%	17,055%
<i>Solvabilidade</i>	3,313%	8,242%	62,182%	78,238%	75,882%	83,034%	0,115%
<i>Autonomia Financeira</i>	3,207%	7,614%	38,341%	43,895%	43,144%	45,365%	0,115%
<i>GEA</i>	2,128	2,012	6,818	8,474	4,147	2,011	1,925
<i>GFA</i>	1,099	1,044	1,418	0,837	6,513	1,768	4,161
<i>GCA</i>	2,338	2,102	9,667	7,090	27,011	3,555	8,011
<i>ROI</i>	100,573%	137,688%	4,794%	3,247%	3,487%	10,767%	12,013%
<i>ROS</i>	21,143%	21,395%	4,376%	4,764%	11,139%	29,229%	28,876%
<i>ROE</i>	455,372%	309,091%	2,471%	3,623%	0,752%	8,697%	1580,508%
<i>ROA</i>	23,244%	33,469%	2,096%	1,720%	3,085%	9,744%	10,662%
<i>Price Earnings to Growth</i>	2,89	2,65	10,04	7,82	43,66	4,00	ND
<i>Price to Book Value</i>	86,831	54,076	1,538	1,756	1,740	1,846	ND
<i>Price to Earnings</i>	19,068	17,495	62,227	48,475	231,408	21,225	ND
<i>Price to Sales</i>	2,533	2,632	1,231	2,135	2,710	2,512	ND
<i>q de Tobin</i>	3,583	4,687	0,952	1,069	0,894	0,936	ND
<i>Turnover</i>	4,757	6,436	1,096	0,682	0,313	0,368	0,416

SEGMENTOS-EMPRESA (Das empresas já apresentadas)

EMPRESA COTADAS (Cotadas via Empresa-Mãe)

País: Diversos

Sector/Segmento: Distribuição de cinema (apenas)

País	LUSOMUNDO AUDIOVISUAIS SA			TIME WARNER INC. (THEATRICAL DISTRIBUTION)			SONY PICTURES		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Portugal	PT MULTIMEDIA PTM SGPS SA			Estados Unidos			Estados Unidos		
Empresa-Mãe	PT MULTIMEDIA PTM SGPS SA			TIME WARNER INC.			SONY CORPORATION		
Proveitos operacionais	12,117	15,706	12,672	2.254,420	2.371,980	2.239,117	1.666,873	1.783,882	1.942,626
Custos Operacionais	11,588	15,370	12,176	1.725,672	1.905,085	1.761,443	1.451,127	1.485,107	1.649,074
Margem Bruta	4,698	6,094	5,224	1.218,814	921,684	1.004,696	743,659	1.344,402	1.554,875
<i>EBITDA</i>	0,529	0,335	0,496	528,748	466,895	477,673	215,746	298,776	293,552
<i>EBIT</i>	0,407	0,172	0,335	396,953	364,643	374,179	155,727	235,465	210,390
Resultado Antes de Impostos	0,437	0,179	0,294	345,037	285,190	318,414	186,548	192,579	189,893
Resultado Líquido	0,330	0,103	0,213	233,640	186,748	185,357	102,116	162,105	159,091
Activo Total	7,399	7,140	7,577	11.223,117	11.031,754	11.264,099	5.973,267	5.438,500	5.930,914
Activo Fixo	1,695	1,808	1,788	8.096,730	7.857,627	7.946,504	1.636,208	1.773,467	2.028,808
Passivo Total	4,339	4,263	4,805	5.433,104	5.404,376	5.890,099	2.609,812	2.566,545	2.922,242
Dívida Financeira	0,834	0,801	0,574	5.718,539	5.502,085	7.736,873	743,582	613,276	845,999
Curto Prazo/Dívida Total	16,439%	21,252%	5,961%	0,508%	7,792%	8,620%	25,610%	27,390%	33,450%
Dívida Financeira/Capital Próprio	27,197%	31,375%	21,432%	98,766%	97,774%	143,969%	22,108%	21,354%	28,119%
Capital Próprio	3,067	2,552	2,676	5.790,013	5.627,378	5.374,001	3.363,455	2.871,955	3.008,673
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,000	609,970	650,720	566,991	0,000	0,000	0,000
OUTROS DADOS									
Caixa e equivalentes	0,332	0,459	0,632	2.149,366	2.180,606	2.158,545	1.407,397	1.038,613	776,523
Activo Económico	2,679	2,291	1,949	9.158,500	8.788,744	8.854,043	1.502,566	1.551,268	1.750,617
Capital Fixo	1,428	1,434	1,336	8.690,528	8.478,455	8.549,199	1.470,622	1.524,338	1.730,291
Capitais Permanentes	3,994	3,419	3,970	8.263,494	7.875,855	7.910,937	2.788,202	2.467,100	2.685,816
Activo ao Valor de Mercado	25,188	11,535	12,857	12.211,967	12.810,937	12.844,253	8.510,718	6.934,533	8.400,970
Valor de Reposição dos Activos	7,992	7,637	8,069	15.271,482	14.960,567	15.237,351	6.791,371	6.325,234	6.945,318
FMN	1,251	0,857	0,613	467,971	310,289	304,844	31,944	26,930	20,326
Saldo de Tesouraria	0,195	0,288	0,598	1.704,653	1.647,057	1.325,310	1.972,823	1.624,550	1.423,506
Vendas + Prestações de Serviços	11,628	15,352	12,328	2.196,990	2.297,860	2.154,771	1.634,171	1.748,097	1.868,306
Ponto Morto de Vendas	12,065	15,817	12,392	1.287,728	1.224,607	1.263,122	1.331,542	927,478	1.848,941
Custo do financiamento	2,342%	5,510%	ND	5,658%	5,955%	ND	2,916%	1,907%	ND
Provisões e Amortizações	0,122	0,164	0,160	131,795	102,252	103,495	60,019	63,311	83,163
Número de Acções	0,350	0,350	0,350	348,615	342,015	337,950	52,882	51,825	50,868
Valor Nominal de cada Acção	0,250	0,508	0,508	0,010	0,010	0,010	587,160	594,030	460,100
Resultado por Acção	0,943	0,294	0,610	0,670	0,546	0,548	1,931	3,128	3,127
Book Value/Acção (EUR:USD)	8,764	7,292	7,647	16,609	16,454	15,902	63,604	55,417	59,146
Market Capital	20,9	6,9	8,0	6.778,9	7.406,6	6.954,2	5.900,9	4.368,0	5.478,7
Enterprise Value	21,36	7,29	7,90	10.348,04	10.728,04	12.532,48	5.237,09	3.942,65	5.548,20
INDICADORES									
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	4,548%	2,184%	4,020%	24,067%	20,319%	22,168%	13,202%	17,091%	15,712%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	4,365%	2,135%	3,911%	23,454%	19,684%	21,333%	12,943%	16,749%	15,111%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	7,148%	4,696%	6,540%	4,711%	4,232%	4,241%	3,612%	5,494%	4,950%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	157,157%	215,030%	162,701%	19,576%	20,830%	19,130%	27,358%	32,143%	31,501%
Proveitos Operacionais/Activo Total	163,775%	219,980%	167,237%	20,087%	21,501%	19,878%	27,906%	32,801%	32,754%
Resultado Operacional/Activo Total	5,503%	2,405%	4,425%	3,537%	3,305%	3,322%	2,607%	4,330%	3,547%
Resultado Líquido/Capital Próprio	10,758%	4,030%	7,976%	4,035%	3,319%	3,449%	3,036%	5,644%	5,288%
Resultado Líquido/Result. Operacional	81,053%	59,893%	63,660%	58,858%	51,214%	49,537%	65,574%	68,845%	75,617%
Solvabilidade	70,694%	59,865%	55,696%	106,569%	104,126%	91,238%	128,877%	111,900%	102,958%
Autonomia Financeira	41,459%	35,748%	35,321%	51,590%	51,011%	47,709%	56,308%	52,808%	50,729%
GEA	11,538	35,484	15,580	3,070	2,528	2,685	4,775	5,710	7,390
GFA	0,931	0,958	1,141	1,150	1,279	1,175	0,835	1,223	1,108
GCA	10,746	33,985	17,778	3,532	3,232	3,155	3,986	6,981	8,188
<i>ROI</i>	15,198%	7,497%	17,202%	4,334%	4,149%	4,226%	10,364%	15,179%	12,018%
<i>ROS</i>	3,360%	1,093%	2,646%	17,608%	15,373%	16,711%	9,342%	13,200%	10,830%
<i>ROE</i>	10,758%	4,030%	7,976%	4,035%	3,319%	3,449%	3,036%	5,644%	5,288%
<i>ROA</i>	5,503%	2,405%	4,425%	3,537%	3,305%	3,322%	2,607%	4,330%	3,547%
Price Earnings to Growth	1,93	5,62	2,39	3,80	5,17	4,76	4,49	2,39	2,49
Price to Book Value	1,101	1,200	1,010	1,038	1,161	1,112	0,722	0,716	0,699
Price to Earnings	10,235	29,775	12,658	25,724	34,999	32,235	23,796	12,689	13,212
Price to Sales	0,279	0,195	0,213	2,666	2,755	2,668	1,458	1,153	1,082
q de Tobin	3,152	1,511	1,593	0,800	0,856	0,843	1,253	1,096	1,210
Turnover	4,523	6,856	6,501	0,246	0,270	0,253	1,109	1,150	1,110

	UNIVERSAL PICTURES			20 TH CENTURY FOX			PARAMOUNT		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Pais	Estados Unidos			Estados Unidos			Estados Unidos		
Empresa-Mãe	GENERAL ELECTRIC COMPANY			NEWS CORPORATION			VIACOM INC.		
Proveitos operacionais	1.971,803	1.959,812	1.774,785	1.372,419	1.404,090	1.254,021	1.629,785	1.677,126	1.307,547
Custos Operacionais	1.496,408	1.531,202	1.343,946	990,734	1.143,524	978,033	1.412,566	1.467,871	1.092,337
Margem Bruta	251,245	239,711	187,331	641,358	501,500	516,731	458,629	159,445	407,169
EBITDA	475,394	428,610	430,839	381,685	260,566	275,989	217,219	209,255	215,210
EBIT	317,047	266,556	269,520	307,975	230,479	241,385	58,142	132,881	133,396
Resultado Antes de Impostos	212,948	177,623	161,344	272,998	238,111	241,729	108,497	168,333	125,150
Resultado Líquido	198,436	165,446	161,797	184,243	157,615	156,252	40,882	108,919	42,250
Activo Total	11.048,486	11.252,900	9.407,605	4.787,031	4.474,995	3.610,287	3.907,176	4.185,829	4.335,920
Activo Fixo	5.369,756	4.903,796	2.487,052	2.940,805	3.005,539	2.106,528	2.372,485	3.153,411	3.300,412
Passivo Total	5.222,005	5.392,314	5.201,275	2.738,832	3.253,398	3.065,152	3.014,860	2.898,385	2.968,379
Dívida Financeira	11.852,386	12.993,403	7.872,030	1.441,664	1.743,358	1.551,444	2.456,759	1.725,799	1.774,945
Curto Prazo/Dívida Total	46,530%	41,630%	42,040%	12,020%	8,350%	11,430%	2,270%	1,390%	1,410%
Dívida Financeira/Capital Próprio	203,423%	221,708%	187,147%	70,387%	142,711%	284,598%	275,324%	134,048%	129,791%
Capital Próprio	5.826,481	5.860,586	4.206,330	2.048,199	1.221,596	545,135	892,316	1.287,444	1.367,541
Interesses Minoritários	1.205,764	926,981	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
OUTROS DADOS									
Caixa e equivalentes	1.330,357	1.772,433	1.951,939	295,913	383,729	262,964	60,242	55,107	39,754
Activo Económico	18.392,038	18.413,690	11.614,431	2.991,644	2.981,565	2.159,608	3.182,772	3.818,790	3.889,125
Capital Fixo	11.973,771	11.027,979	7.442,414	2.773,723	2.758,692	1.955,426	2.432,799	3.297,565	3.410,365
Capitais Permanentes	12.268,692	11.837,593	11.484,671	3.860,713	3.693,961	2.857,747	2.658,400	4.207,504	5.441,251
Activo ao Valor de Mercado	23.169,969	22.538,052	19.256,403	6.837,083	5.410,731	4.129,395	6.562,300	4.808,336	4.631,575
Valor de Reposição dos Activos	13.733,363	13.704,798	10.340,250	6.257,434	5.977,764	4.663,551	4.796,858	5.762,535	5.986,126
FMN	6.418,267	7.385,711	4.172,017	217,921	222,873	204,181	749,973	521,225	478,759
Saldo de Tesouraria	-1.885,104	-1.860,359	-226,634	870,420	860,877	676,324	58,856	54,156	33,042
Vendas + Prestações de Serviços	1.873,893	1.962,536	1.117,969	1.372,419	1.404,090	1.254,021	1.629,785	1.677,126	1.307,547
Ponto Morto de Vendas	4.511,955	3.990,769	4.705,821	484,898	694,181	680,577	953,403	4.335,436	715,615
Custo do financiamento	4,160%	3,539%	ND	4,955%	5,274%	ND	0,237%	7,442%	ND
Provisões e Amortizações	158,347	162,054	161,319	73,710	30,087	34,603	159,077	76,373	81,814
Número de Acções	633,019	622,926	601,421	284,014	293,998	268,632	112,895	128,525	131,194
Valor Nominal de cada Acção	0,060	0,060	0,060	0,010	0,010	0,010	0,001	0,010	0,010
Resultado por Acção	0,313	0,266	0,269	0,649	0,536	0,582	0,362	0,847	0,322
Book Value/Acção (EUR;USD)	9,204	9,408	6,994	7,212	4,155	2,029	7,904	10,017	10,424
Market Capital	17.948,0	17.145,7	14.055,1	4.098,3	2.157,3	1.064,2	3.547,5	1.910,0	1.663,2
Enterprise Value	28.469,99	28.366,71	19.975,22	5.244,00	3.516,96	2.352,72	5.943,99	3.580,64	3.398,39
INDICADORES									
EBITDA /Vendas + Prest. de Serviços	25,369%	21,840%	38,538%	27,811%	18,558%	22,008%	13,328%	12,477%	16,459%
EBITDA /Proveitos Operacionais	24,110%	21,870%	24,276%	27,811%	18,558%	22,008%	13,328%	12,477%	16,459%
EBITDA /Activo Total	4,303%	3,809%	4,580%	7,973%	5,823%	7,645%	5,559%	4,999%	4,963%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	16,961%	17,440%	11,884%	28,670%	31,376%	34,735%	41,713%	40,067%	30,156%
Proveitos Operacionais/Activo Total	17,847%	17,416%	18,865%	28,670%	31,376%	34,735%	41,713%	40,067%	30,156%
Resultado Operacional/Activo Total	2,870%	2,369%	2,865%	6,434%	5,150%	6,686%	1,488%	3,175%	3,077%
Resultado Líquido/Capital Próprio	3,406%	2,823%	3,847%	8,995%	12,902%	28,663%	4,582%	8,460%	3,089%
Resultado Líquido/Result. Operacional	62,589%	62,068%	60,031%	59,824%	68,386%	64,731%	70,314%	81,967%	31,672%
Solvabilidade	111,576%	108,684%	80,871%	74,784%	37,548%	17,785%	29,597%	44,419%	46,070%
Autonomia Financeira	52,736%	52,081%	44,712%	42,786%	27,298%	15,099%	22,838%	30,757%	31,540%
GEA	0,792	0,899	0,695	2,083	2,176	2,141	7,888	1,200	3,052
GFA	1,489	1,501	1,670	1,128	0,968	0,999	0,536	0,789	1,066
GCA	1,180	1,350	1,161	2,349	2,106	2,138	4,227	0,947	3,253
ROI	1,724%	1,448%	2,321%	10,294%	7,730%	11,177%	1,827%	3,480%	3,430%
ROS	16,079%	13,601%	15,186%	22,440%	16,415%	19,249%	3,567%	7,923%	10,202%
ROE	3,406%	2,823%	3,847%	8,995%	12,902%	28,663%	4,582%	8,460%	3,089%
ROA	2,870%	2,369%	2,865%	6,434%	5,150%	6,686%	1,488%	3,175%	3,077%
Price Earnings to Growth	19,98	23,93	19,43	6,85	6,94	6,46	21,44	8,10	26,00
Price to Book Value	3,724	3,697	4,091	2,651	3,851	7,963	5,206	3,633	4,258
Price to Earnings	109,355	130,951	106,347	29,474	29,845	27,783	113,635	42,940	137,809
Price to Sales	11,005	11,055	9,695	3,957	3,350	3,462	2,850	2,789	4,453
q de Tobin	1,687	1,645	1,862	1,093	0,905	0,885	1,368	0,834	0,774
Turnover	0,107	0,106	0,153	0,459	0,471	0,581	0,512	0,439	0,336

País	WALT DISNEY COMPANY (THEATRICAL DISTRIBUTION)			DREAMWORKS ANIMATION (THEATRICAL DISTRIBUTION)			LIONS GATE ENTERTAINMENT CORP. (THEATRICAL DISTRIB.)		
	Estados Unidos			Estados Unidos			Estados Unidos		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Empresa-Mãe	WALT DISNEY COMPANY			DREAMWORKS ANIMATION			LIONS GATE ENTERTAIN. CORP.		
Proveitos operacionais	5.894,852	6.917,603	7.230,488	194,589	474,390	168,552	100,163	92,206	30,900
Custos Operacionais	5.037,863	3.223,718	6.439,830	152,288	313,592	154,964	98,701	90,217	30,737
Margem Bruta	998,728	3.271,794	956,040	76,186	202,189	-19,369	39,878	29,353	4,990
<i>EBITDA</i>	856,989	3.693,885	790,658	42,301	160,798	13,589	1,462	1,989	0,163
<i>EBIT</i>	811,429	3.655,334	722,318	39,243	158,640	11,134	1,147	1,514	0,114
Resultado Antes de Impostos	650,699	2.255,940	556,276	38,280	149,077	11,623	0,557	1,037	0,106
Resultado Líquido	352,450	479,640	366,930	28,292	111,396	7,696	0,537	0,771	-0,090
Activo Total	10.452,589	12.185,633	13.724,170	371,720	303,733	213,392	128,722	104,730	90,211
Activo Fixo	5.401,986	5.950,298	5.663,795	21,699	18,838	23,050	95,374	75,165	64,988
Passivo Total	5.799,891	6.421,945	6.193,770	141,698	161,505	209,076	117,240	92,938	79,061
Dívida Financeira	7.315,653	10.827,352	3.271,229	97,848	103,986	73,842	114,296	122,175	105,745
Curto Prazo/Dívida Total	20,160%	34,250%	23,970%	14,930%	13,060%	14,890%	9,860%	9,510%	12,370%
Dívida Financeira/Capital Próprio	157,235%	187,855%	43,440%	42,538%	73,112%	1711,072%	995,440%	1036,029%	948,377%
Capital Próprio	4.652,698	5.763,688	7.530,400	230,023	142,229	4,316	11,482	11,793	11,150
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
OUTROS DADOS									
Caixa e equivalentes	1.000,130	1.783,757	17.074,269	161,002	18,258	0,024	6,835	18,156	1,032
Activo Económico	6.889,074	7.788,779	7.935,441	308,182	423,156	353,977	60,217	57,456	63,899
Capital Fixo	6.923,077	7.901,179	8.208,080	59,826	106,109	30,619	97,254	73,304	68,843
Capitais Permanentes	8.210,687	9.017,379	10.641,766	360,428	305,952	-8,907	54,560	57,374	56,843
Activo ao Valor de Mercado	14.065,670	16.353,044	17.963,712	757,155	823,328	ND	198,767	205,981	154,199
Valor de Reposição dos Activos	13.153,582	15.160,782	16.556,068	377,145	308,443	219,155	176,409	142,313	122,706
FMN	-34,003	-112,399	-272,639	248,356	317,047	323,358	-37,037	-15,848	-4,943
Saldo de Tesouraria	177,791	-299,988	2.658,000	142,167	16,812	-1,716	3,624	13,575	-0,164
Vendas + Prestações de Serviços	5.894,852	6.917,603	7.230,488	194,589	474,390	168,552	100,163	92,206	30,900
Ponto Morto de Vendas	110,776	85,727	982,991	67,541	80,193	-51,431	118,259	108,611	56,544
Custo do financiamento	4,426%	4,710%	ND	3,233%	20,689%	ND	4,882%	6,981%	ND
Provisões e Amortizações	45,560	38,551	68,340	3,058	2,158	2,454	0,315	0,475	0,048
Número de Acções	102,137	104,688	97,462	20,680	20,590	20,419	15,663	15,277	14,042
Valor Nominal de cada Acção	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	3,148	3,001	2,944
Resultado por Acção	3,451	4,582	3,765	1,368	5,410	0,000	0,034	0,050	-0,006
Book Value/Acção (EUR:USD)	45,553	55,056	77,265	11,123	6,908	0,211	0,733	0,772	0,794
Market Capital	8.265,8	9.931,1	11.769,9	615,5	661,8	0,0	81,5	113,0	75,1
Enterprise Value	14.581,30	18.974,69	-2.033,10	552,30	747,55	0,00	188,99	217,06	179,85
INDICADORES									
<i>EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços</i>	14,538%	53,398%	10,935%	21,739%	33,896%	8,062%	1,460%	2,157%	0,527%
<i>EBITDA/Proveitos Operacionais</i>	14,538%	53,398%	10,935%	21,739%	33,896%	8,062%	1,460%	2,157%	0,527%
<i>EBITDA/Activo Total</i>	8,199%	30,313%	5,761%	11,380%	52,941%	6,368%	1,136%	1,899%	0,181%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	56,396%	56,769%	52,684%	52,348%	156,186%	78,987%	77,814%	88,041%	34,253%
Proveitos Operacionais/Activo Total	56,396%	56,769%	52,684%	52,348%	156,186%	78,987%	77,814%	88,041%	34,253%
Resultado Operacional/Activo Total	7,763%	29,997%	5,263%	10,557%	52,230%	5,218%	0,891%	1,445%	0,127%
Resultado Líquido/Capital Próprio	7,575%	8,322%	4,873%	12,300%	78,322%	178,326%	4,674%	6,538%	-0,809%
Resultado Líquido/Result. Operacional	43,436%	13,122%	50,799%	72,094%	70,219%	69,118%	46,783%	50,930%	-78,900%
Solvabilidade	80,220%	89,750%	121,580%	162,333%	88,065%	2,064%	9,794%	12,689%	14,103%
Autonomia Financeira	44,512%	47,299%	54,870%	61,881%	46,827%	2,022%	8,920%	11,260%	12,360%
GEA	1,231	0,895	1,324	1,941	1,275	-1,740	34,760	19,391	43,630
GFA	1,247	1,620	1,298	1,025	1,064	0,958	2,059	1,460	1,084
GCA	1,535	1,450	1,719	1,990	1,356	-1,666	71,562	28,317	47,286
ROI	11,778%	46,931%	9,102%	12,734%	37,490%	3,145%	1,905%	2,635%	0,179%
ROS	13,765%	52,841%	9,990%	20,167%	33,441%	6,606%	1,145%	1,642%	0,370%
ROE	7,575%	8,322%	4,873%	12,300%	78,322%	178,326%	4,674%	6,538%	-0,809%
ROA	7,763%	29,997%	5,263%	10,557%	52,230%	5,218%	0,891%	1,445%	0,127%
Price Earnings to Growth	1,31	0,91	0,97	3,39	1,31	ND	55,89	41,31	-183,52
Price to Book Value	0,524	0,402	0,251	2,208	5,430	ND	13,846	14,315	7,871
Price to Earnings	6,920	4,828	5,158	17,952	6,933	ND	296,218	218,960	-972,637
Price to Sales	0,414	0,335	0,262	2,610	1,628	ND	1,587	1,831	2,840
q de Tobin	1,069	1,079	1,085	2,008	2,669	ND	1,127	1,447	1,257
Turnover	0,856	0,888	0,911	0,631	1,121	0,476	1,663	1,605	0,484

	IMAX CORPORATION (THEATRICAL DISTRIBUTION)			WARNER SOGEFILMS AIE		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003
Pais	Estados Unidos			Espanha		
Empresa-Mãe	IMAX CORPORATION			SOGEABLE SA		
Proveitos operacionais	11,706	13,432	14,391	30,877	26,083	29,768
Custos Operacionais	8,177	11,663	13,384	28,290	25,068	28,670
Margem Bruta	6,399	4,485	3,956	11,490	-25,793	19,224
EBITDA	3,529	1,769	1,007	2,587	1,015	1,097
EBIT	3,340	1,594	0,811	1,727	0,411	0,537
Resultado Antes de Impostos	1,148	0,448	-0,073	0,556	10,676	-25,177
Resultado Líquido	0,665	0,449	0,115	1,226	0,204	0,366
Activo Total	0,502	4,930	6,092	28,611	24,038	29,598
Activo Fixo	0,168	1,435	2,844	17,129	15,238	20,333
Passivo Total	0,479	3,929	5,235	21,534	17,434	22,269
Dívida Financeira	0,616	5,828	5,498	107,516	92,284	58,839
Curto Prazo/Dívida Total	5,560%	9,490%	14,610%	10,330%	13,470%	9,830%
Dívida Financeira/Capital Próprio	2651,672%	582,364%	641,971%	1519,301%	1397,366%	802,857%
Capital Próprio	0,023	1,001	0,856	7,077	6,604	7,329
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
OUTROS DADOS						
Caixa e equivalentes	0,161	1,619	0,556	2,357	2,877	2,780
Activo Económico	2,148	4,084	10,528	5,436	11,073	1,430
Capital Fixo	0,160	1,512	4,135	14,910	14,297	19,429
Capitais Permanentes	0,054	-0,543	0,042	19,162	30,209	22,908
Activo ao Valor de Mercado	15,312	20,421	20,779	115,908	179,047	103,081
Valor de Reposição dos Activos	0,544	5,289	7,159	37,175	31,657	39,764
FMN	1,988	2,572	6,393	-9,473	-3,224	-17,999
Saldo de Tesouraria	0,000	0,000	0,000	-4,911	0,182	1,073
Vendas + Prestações de Serviços	11,706	13,432	14,391	30,877	26,083	29,768
Ponto Morto de Vendas	4,653	10,514	56,801	117,363	-5,649	7,019
Custo do financiamento	9,187%	8,506%	ND	6,686%	11,673%	ND
Provisões e Amortizações	0,189	0,175	0,196	0,860	0,604	0,560
Número de Acções	2,101	1,999	1,965	2,671	2,520	2,520
Valor Nominal de cada Acção	2,896	2,908	58,831	2,000	2,000	2,000
Resultado por Acção	0,316	0,225	0,059	0,459	0,081	0,145
Book Value/Acção (EUR;USD)	0,011	0,501	0,436	2,649	2,621	2,908
Market Capital	14,8	16,5	15,5	94,4	161,6	80,8
Enterprise Value	15,29	20,70	20,49	199,53	251,02	136,87
INDICADORES						
EBITDA/Vendas + Prest. de Serviços	30,148%	13,171%	6,998%	8,378%	3,890%	3,687%
EBITDA/Proveitos Operacionais	30,148%	13,171%	6,998%	8,378%	3,890%	3,687%
EBITDA/Activo Total	702,462%	35,886%	16,531%	9,042%	4,221%	3,708%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	2330,050%	272,449%	236,230%	107,921%	108,506%	100,575%
Proveitos Operacionais/Activo Total	2330,050%	272,449%	236,230%	107,921%	108,506%	100,575%
Resultado Operacional/Activo Total	664,914%	32,329%	13,318%	6,037%	1,708%	1,816%
Resultado Líquido/Capital Próprio	2859,530%	44,913%	13,453%	17,326%	3,083%	5,001%
Resultado Líquido/Result. Operacional	19,900%	28,201%	14,201%	70,983%	49,584%	68,188%
Solvabilidade	4,852%	25,470%	16,359%	32,863%	37,881%	32,910%
Autonomia Financeira	4,627%	20,299%	14,059%	24,734%	27,474%	24,761%
GEA	1,916	2,814	4,876	6,652	-62,814	35,767
GFA	2,909	3,557	-11,158	3,108	0,038	-0,021
GCA	5,573	10,008	-54,411	20,674	-2,416	-0,764
ROI	155,514%	39,023%	7,707%	31,773%	3,708%	37,578%
ROS	28,536%	11,866%	5,638%	5,594%	1,574%	1,806%
ROE	2859,530%	44,913%	13,453%	17,326%	3,083%	5,001%
ROA	664,914%	32,329%	13,318%	6,037%	1,708%	1,816%
Price Earnings to Growth	4,21	6,92	25,45	13,92	76,27	35,89
Price to Book Value	638,046	16,479	18,149	12,781	12,463	9,511
Price to Earnings	22,313	36,690	134,907	73,772	404,257	190,194
Price to Sales	1,267	1,228	1,080	2,929	3,156	2,342
q de Tobin	28,123	3,861	2,903	3,118	5,656	2,592
Turnover	5,450	3,289	1,367	5,680	2,355	20,812

País	GAUMONT SA (THEATRICAL DISTRIBUTION)			CONSTANTIN FILM AG (THEATRICAL DISTRIBUTION)		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003
	França			Alemanha		
Empresa-Mãe	GAUMONT SA			CONSTANTIN FILM AG		
Proveitos operacionais	12,004	14,402	6,900	23,703	71,613	18,818
Custos Operacionais	9,711	11,967	4,902	20,176	66,503	16,368
Margem Bruta	-38,710	22,158	16,122	6,683	9,792	-0,326
<i>EBITDA</i>	2,293	2,435	1,998	3,527	5,110	2,450
<i>EBIT</i>	1,993	1,506	1,055	2,904	4,310	2,000
Resultado Antes de Impostos	-1,762	2,308	0,915	3,143	4,584	2,229
Resultado Líquido	1,560	1,202	0,657	1,513	1,633	0,643
Activo Total	42,422	50,025	29,908	70,784	59,389	53,094
Activo Fixo	16,838	21,888	10,469	54,348	39,348	38,600
Passivo Total	19,103	23,472	18,680	64,793	53,049	46,982
Dívida Financeira	16,103	27,691	11,380	29,965	21,092	19,945
Curto Prazo/Dívida Total	9,310%	12,210%	12,810%	13,560%	9,630%	15,880%
Dívida Financeira/Capital Próprio	69,056%	104,282%	101,350%	500,206%	332,635%	326,314%
Capital Próprio	23,319	26,553	11,229	5,990	6,341	6,112
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
OUTROS DADOS						
Caixa e equivalentes	25,640	28,582	20,071	3,749	2,027	1,254
Activo Económico	18,173	26,639	9,413	52,895	39,783	37,192
Capital Fixo	19,515	25,214	11,014	47,989	36,857	35,198
Capitais Permanentes	31,498	36,862	25,119	25,433	23,423	21,499
Activo ao Valor de Mercado	44,440	57,301	30,793	78,542	62,345	51,600
Valor de Reposição dos Activos	50,841	60,969	32,787	97,958	79,064	72,395
FMN	-1,341	1,425	-1,601	4,905	2,925	1,993
Saldo de Tesouraria	22,634	24,480	18,649	9,210	9,102	5,889
Vendas + Prestações de Serviços	12,004	14,402	6,900	23,703	71,613	18,818
Ponto Morto de Vendas	-2,599	4,510	0,831	12,103	26,713	-33,073
Custo do financiamento	2,378%	4,875%	ND	9,540%	9,646%	ND
Provisões e Amortizações	0,300	0,930	0,943	0,623	0,800	0,449
Número de Acções	0,422	0,413	0,412	1,911	1,911	1,911
Valor Nominal de cada Acção	8,000	8,000	8,000	1,000	1,000	1,000
Resultado por Acção	3,696	2,909	1,593	0,791	0,854	0,336
Book Value/Acção (EUR;USD)	55,236	64,266	27,249	3,134	3,317	3,198
Market Capital	25,3	33,8	12,1	13,7	9,3	4,6
Enterprise Value	15,80	32,94	3,42	39,96	28,36	23,31
INDICADORES						
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	19,098%	16,910%	28,960%	14,879%	7,135%	13,018%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	19,098%	16,910%	28,960%	14,879%	7,135%	13,018%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	5,404%	4,868%	6,681%	4,982%	8,604%	4,614%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	28,297%	28,789%	23,070%	33,487%	120,582%	35,443%
Proveitos Operacionais/Activo Total	28,297%	28,789%	23,070%	33,487%	120,582%	35,443%
Resultado Operacional/Activo Total	4,698%	3,010%	3,529%	4,102%	7,257%	3,767%
Resultado Líquido/Capital Próprio	6,692%	4,527%	5,847%	25,254%	25,755%	10,515%
Resultado Líquido/Result. Operacional	78,300%	79,830%	62,200%	52,098%	37,892%	32,130%
Solvabilidade	122,074%	113,129%	60,112%	9,245%	11,953%	13,009%
Autonomia Financeira	54,970%	53,080%	37,544%	8,463%	10,677%	11,512%
GEA	-19,424	14,715	15,275	2,302	2,272	-0,163
GFA	-1,131	0,652	1,153	0,924	0,940	0,897
GCA	21,969	9,600	17,616	2,126	2,136	-0,146
<i>ROI</i>	10,966%	5,653%	11,213%	5,490%	10,833%	5,378%
<i>ROS</i>	16,602%	10,455%	15,297%	12,251%	6,018%	10,630%
<i>ROE</i>	6,692%	4,527%	5,847%	25,254%	25,755%	10,515%
<i>ROA</i>	4,698%	3,010%	3,529%	4,102%	7,257%	3,767%
<i>Price Earnings to Growth</i>	2,53	3,63	4,74	2,61	1,87	2,20
<i>Price to Book Value</i>	0,899	0,871	1,468	3,491	2,556	1,226
<i>Price to Earnings</i>	13,433	19,245	25,107	13,822	9,925	11,658
<i>Price to Sales</i>	1,746	1,606	2,389	0,882	0,226	0,398
q de Tobin	0,874	0,940	0,939	0,802	0,789	0,713
<i>Turnover</i>	0,661	0,541	0,733	0,448	1,800	0,506

SEGMENTOS-EMPRESA (Das empresas já apresentadas)

EMPRESA NÃO COTADAS

País: Diversos

Sector/Segmento: Distribuição de cinema (apenas)

	LNK AUDIOVISUAIS (THEATRICAL DISTRIBUTION)			NORDISK FILMS		
	2005	2004	2003	2005	2004	2003
País	Portugal			Dinamarca/Noruega		
Empresa-Mãe	LNK AUDIOVISUAIS			EGMONT		
Proveitos operacionais	2,570	3,151	3,663	32,627	25,135	25,837
Custos Operacionais	1,811	2,353	2,798	30,062	22,095	23,097
Margem Bruta	1,321	1,578	1,676	10,332	11,845	9,802
<i>EBITDA</i>	0,759	0,798	0,866	2,565	3,040	2,740
<i>EBIT</i>	0,186	0,264	0,325	1,272	2,402	1,384
Resultado Antes de Impostos	-0,065	0,016	-0,041	1,726	2,822	1,666
Resultado Líquido	-0,052	0,010	-0,043	1,073	2,099	1,038
Activo Total	10,485	10,705	9,729	33,630	34,862	37,154
Activo Fixo	5,021	4,858	5,635	15,876	15,866	20,386
Passivo Total	8,901	9,135	8,251	25,619	18,544	17,891
Dívida Financeira	3,132	2,536	2,070	3,520	3,949	4,737
Curto Prazo/Dívida Total	1,943%	0,303%	1,848%	6,710%	8,370%	11,180%
Dívida Financeira/Capital Próprio	197,755%	161,538%	140,061%	43,936%	24,200%	24,590%
Capital Próprio	1,584	1,570	1,478	8,011	16,319	19,264
Interesses Minoritários	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
OUTROS DADOS						
Caixa e equivalentes	0,236	0,217	0,427	4,330	2,273	2,770
Activo Económico	9,600	9,687	7,332	18,681	17,314	21,601
Capital Fixo	8,909	9,097	7,972	15,399	15,806	18,965
Capitais Permanentes	4,706	4,190	3,545	16,437	16,799	18,278
FMN	0,692	0,590	-0,641	3,283	1,508	2,637
Saldo de Tesouraria	0,176	0,209	0,389	4,589	3,435	4,139
Vendas + Prestações de Serviços	2,299	2,787	3,400	32,627	25,135	25,837
Ponto Morto de Vendas	2,133	2,840	3,143	24,102	14,441	15,498
Custo do financiamento	12,070%	16,407%	ND	7,154%	7,161%	ND
Provisões e Amortizações	0,573	0,534	0,540	1,293	0,638	1,356
Número de Acções	0,300	0,300	0,300	ND	ND	ND
INDICADORES						
<i>EBITDA</i> /Vendas + Prest. de Serviços	33,013%	28,630%	25,460%	7,863%	12,097%	10,606%
<i>EBITDA</i> /Proveitos Operacionais	29,526%	25,326%	23,631%	7,863%	12,097%	10,606%
<i>EBITDA</i> /Activo Total	7,239%	7,454%	8,898%	7,628%	8,721%	7,375%
(Vendas+Prest. de Serv.)/Activo Total	21,927%	26,035%	34,950%	97,018%	72,098%	69,539%
Proveitos Operacionais/Activo Total	24,516%	29,431%	37,655%	97,018%	72,098%	69,539%
Resultado Operacional/Activo Total	1,773%	2,463%	3,343%	3,783%	6,890%	3,725%
Resultado Líquido/Capital Próprio	-3,274%	0,639%	-2,890%	13,390%	12,860%	5,390%
Resultado Líquido/Result. Operacional	-27,899%	3,805%	-13,132%	84,307%	87,363%	75,018%
Solvabilidade	17,790%	17,183%	17,912%	31,269%	88,001%	107,675%
Autonomia Financeira	15,103%	14,663%	15,191%	23,820%	46,809%	51,848%
GEA	7,109	5,984	5,153	8,121	4,931	7,082
GFA	-2,876	16,412	-7,858	0,737	0,851	0,831
GCA	-20,442	98,205	-40,489	5,985	4,198	5,883
<i>ROI</i>	1,936%	2,722%	4,436%	6,811%	13,874%	6,407%
<i>ROS</i>	7,231%	8,368%	8,877%	3,899%	9,557%	5,357%
<i>ROE</i>	-3,274%	0,639%	-2,890%	13,390%	12,860%	5,390%
<i>ROA</i>	1,773%	2,463%	3,343%	3,783%	6,890%	3,725%
<i>Turnover</i>	0,268	0,325	0,500	1,747	1,452	1,196

Importa fazer as seguintes considerações:

- Os dados da Columbia TriStar Warner, Time Warner Inc. (segmento de distribuição de cinema) e Sony Pictures (segmento de distribuição de cinema da Sony Corporation) estão propositadamente alterados (com excepção dos que estão disponíveis para consulta pública) de modo a não mostrarem os dados reais da actividade por questões de confidencialidade, não expondo desta forma alguns elementos que não são fornecidos publicamente e assim se pretende que continue. No entanto, as alterações processadas foram efectuadas de modo a não distorcer a análise nem a impedir a aderência à realidade;
- Os dados da Lusomundo Audiovisuais (distribuição de cinema) e LNK Audiovisuais (distribuição de cinema) foram obtidos através de informações não oficiais, que podem não corresponder exactamente à realidade;
- Os valores de cotação considerados para os segmentos-empresa, correspondem aos mesmos das respectivas Empresas-Mãe;
- As fontes de todas estas informações e rácios financeiros, estão indicadas na bibliografia desta dissertação, dada a sua extensão.

ANEXO C

Médias de alguns rácios e indicadores, com outliers

INDICADORES	TODOS OS SECTORES			
	2003-2005	2005	2004	2003
Autonomia Financeira	36,424%	37,984%	38,917%	30,618%
Dívida Financeira/Capital Próprio	7,60	3,13	1,98	22,05
Enterprise Value/EBITDA	25,004	17,837	16,898	56,997
Price Earnings to Growth	38,004	53,507	42,170	19,998
Price to Book Value	9,659	19,988	5,388	3,245
Price to Earnings	52,932	82,051	37,274	48,964
Price to Sales	2,037	2,235	2,166	2,206
q de Tobin	1,621	2,136	1,679	1,228
ROA	11,673%	19,099%	9,410%	4,276%
ROE	59,997%	73,761%	15,678%	103,764%
ROI	15,503%	16,873%	19,501%	7,815%
ROS	10,744%	11,676%	11,722%	8,009%
Turnover	1,685	1,658	1,733	1,656

INDICADORES	MEDIA			
	2003-2005	2005	2004	2003
Autonomia Financeira	39,900%	38,973%	39,645%	42,605%
Dívida Financeira/Capital Próprio	1,41	1,76	1,26	0,93
Enterprise Value/EBITDA	14,179	10,061	9,870	33,647
Price Earnings to Growth	79,088	79,497	95,557	56,574
Price to Book Value	7,139	9,198	7,400	3,222
Price to Earnings	37,575	62,830	23,932	16,112
Price to Sales	2,061	2,069	2,010	2,443
q de Tobin	1,535	1,672	1,617	1,299
ROA	8,773%	9,311%	9,836%	5,112%
ROE	22,216%	37,931%	21,028%	-10,991%
ROI	21,445%	21,386%	27,036%	8,799%
ROS	12,426%	13,852%	13,030%	7,790%
Turnover	1,687	1,688	1,894	1,214

INDICADORES	ELECTRICAL/ELECTRONICS			
	2003-2005	2005	2004	2003
Autonomia Financeira	22,427%	23,995%	23,457%	19,829%
Dívida Financeira/Capital Próprio	1,85	1,75	1,64	2,18
Enterprise Value/EBITDA	7,135	7,487	7,947	5,972
Price Earnings to Growth	8,543	9,300	7,580	8,750
Price to Book Value	2,407	2,417	2,223	2,581
Price to Earnings	30,778	34,057	24,168	34,108
Price to Sales	1,530	1,586	1,649	1,355
q de Tobin	1,202	1,226	1,177	1,203
ROA	3,964%	4,318%	3,147%	4,426%
ROE	9,745%	8,871%	9,644%	10,720%
ROI	6,629%	7,660%	5,711%	6,516%
ROS	16,362%	16,128%	14,300%	18,658%
Turnover	1,723	1,679	1,707	1,785

INDICADORES	ENTERTAINMENT			
	2003-2005	2005	2004	2003
Autonomia Financeira	38,224%	41,343%	42,665%	26,592%
Dívida Financeira/Capital Próprio	16,05	3,27	1,79	57,68
Enterprise Value/EBITDA	8,271	13,426	4,202	8,057
Price Earnings to Growth	40,067	68,318	23,675	26,573
Price to Book Value	4,344	6,494	4,296	1,336
Price to Earnings	88,930	122,895	20,539	173,719
Price to Sales	1,990	2,188	2,169	1,721
q de Tobin	1,449	1,551	1,702	1,101
ROA	6,684%	6,383%	8,850%	3,812%
ROE	78,910%	15,321%	12,653%	278,672%
ROI	13,591%	12,707%	19,360%	6,077%
ROS	8,099%	9,168%	9,040%	5,008%
Turnover	1,546	1,658	1,773	1,022

INDICADORES	DISTRIBUIÇÃO DE CINEMA			
	2003-2005	2005	2004	2003
Autonomia Financeira	33,158%	34,317%	35,206%	29,952%
Dívida Financeira/Capital Próprio	3,77	4,58	3,03	3,69
Enterprise Value/EBITDA	53,020	34,170	42,445	115,826
Price Earnings to Growth	6,089	10,950	14,183	-4,395
Price to Book Value	18,014	52,788	5,136	4,801
Price to Earnings	32,514	58,204	75,541	-22,964
Price to Sales	2,130	2,589	2,408	2,574
q de Tobin	1,920	3,575	1,791	1,281
ROA	21,090%	48,464%	10,538%	4,269%
ROE	77,165%	198,552%	14,809%	18,134%
ROI	13,789%	18,843%	13,490%	9,035%
ROS	11,652%	12,106%	13,558%	9,293%
Turnover	1,843	1,624	1,511	2,395

ANEXO D

Dados utilizados para a decomposição de valor nas ópticas *firm e equity**

Empresa	@	R _f	R _m -R _f	β _u	β _i	Debt	Capital Próprio	B.V. Acção	Capitaliz. ^{no} Bolsista	t	R _e	j	j _{ajust}	WACC	EBIT	EPS	Enterprise Value	ROE	Activo Económico	Valor Cot. ^{no}
ACME	\$	4,31%	5,00%	0,26	0,70	53,0	59,9	3,574	59,5	15,0%	7,8%	7,7%	7,7%	7,2%	-11,4	-0,95	111,4	-26,6%	115,9	3,55
BSY	£	2,69%	5,00%	0,62	1,18	1.988,0	121,0	0,066	10.506,5	30,0%	8,6%	13,3%	13,3%	9,3%	877,0	0,30	11.003,5	455,4%	872,0	5,74
CFA	€	2,69%	5,00%	0,65	1,63	121,0	60,7	4,767	139,4	38,3%	10,8%	9,5%	9,5%	7,5%	11,1	0,46	171,8	9,7%	273,3	10,94
CFA-T	€	2,69%	5,00%	0,65	2,48	30,0	6,0	3,134	13,7	38,3%	15,1%	9,5%	9,5%	7,4%	2,9	0,79	40,0	25,3%	52,9	10,94
CKEC	\$	4,31%	5,00%	0,30	0,80	313,8	232,7	18,684	305,9	39,0%	8,3%	14,2%	14,2%	8,5%	41,3	0,01	588,7	0,1%	590,7	24,56
CMCSA	\$	4,31%	5,00%	0,72	1,45	23.371,0	40.876,0	16,37	64.728,5	35,0%	11,6%	7,6%	7,6%	9,2%	3.690,0	0,37	74.576,5	2,3%	85.883,0	25,92
DIS	\$	4,31%	5,00%	0,71	1,35	12.467,0	27.458,0	13,442	48.780,7	35,0%	11,1%	4,4%	4,4%	8,5%	4.107,0	1,24	58.298,7	9,2%	41.972,0	23,88
DISK	\$	4,88%	5,00%	0,48	1,05	27,7	41,6	1,955	78,8	15,0%	10,1%	4,3%	4,9%	7,7%	0,5	-0,01	105,5	-0,5%	40,1	3,70
DIS-T	\$	4,31%	5,00%	0,53	1,35	7.315,7	4.652,7	45,553	8.265,8	35,0%	11,1%	4,4%	4,4%	6,1%	811,4	3,45	14.581,3	7,6%	6.889,1	23,88
DWA	\$	4,31%	5,00%	1,17	1,99	119,5	949,1	9,179	2.539,5	35,0%	14,3%	3,2%	4,3%	13,0%	104,2	1,01	2.255,2	11,0%	851,8	24,56
DWA-T	\$	4,31%	5,00%	1,17	2,12	97,8	230,0	11,123	615,5	35,0%	14,9%	3,2%	4,3%	11,3%	39,2	1,37	552,3	12,3%	308,2	24,56
EDL	€	2,15%	5,00%	0,39	1,43	26,5	32,9	7,539	12,8	38,3%	9,3%	7,6%	7,6%	7,3%	11,7	0,33	21,3	4,4%	71,9	2,92
EML	€	2,69%	5,00%	0,96	1,71	117,8	148,0	0,008	1.248,8	31,5%	11,2%	5,4%	5,4%	7,9%	135,4	0,67	1.272,3	56,4%	216,5	9,99
ERTS	\$	4,88%	5,00%	0,72	1,20	374,0	3.420,0	11,40	16.416,0	35,0%	10,9%	6,5%	6,5%	10,2%	325,0	0,79	14.255,0	6,9%	1.368,0	54,72
FOX-T	\$	4,88%	5,00%	0,65	1,30	1.441,7	2.048,2	7,212	4.098,3	35,0%	11,4%	5,0%	5,0%	8,0%	308,0	0,65	5.244,0	9,0%	2.991,6	19,12
GAM	€	2,69%	5,00%	0,29	0,56	48,2	192,9	45,696	209,6	33,8%	5,5%	2,4%	2,7%	4,7%	-1,5	1,70	114,5	3,7%	135,8	49,65
GAM-T	€	2,69%	5,00%	0,24	0,56	16,1	23,3	55,236	25,3	33,8%	5,5%	2,4%	2,7%	4,0%	2,0	3,70	15,8	6,7%	18,2	49,65
GE	\$	4,31%	5,00%	0,47	1,25	370.437,0	117.408,0	11,13	361.665,1	35,0%	10,6%	4,2%	4,3%	4,7%	43.776,0	1,55	669.947,1	13,9%	755.495,0	34,28
IMAX	\$	4,31%	5,00%	0,68	1,50	170,2	-23,0	-0,548	296,7	38,0%	11,8%	9,2%	9,2%	4,7%	31,3	0,40	371,4	-72,0%	119,4	7,06
IMAX-T	\$	4,31%	5,00%	0,90	1,50	0,6	0,0	0,011	14,8	38,0%	11,8%	9,2%	9,2%	5,9%	3,3	0,32	15,3	2859,5%	2,1	7,06
IPR	€	2,69%	5,00%	0,58	1,46	234,8	137,1	2,352	291,6	27,5%	10,0%	9,6%	9,6%	8,1%	40,4	0,38	491,1	16,0%	364,3	5,00
KIN	€	2,69%	5,00%	0,13	0,32	177,0	96,0	14,065	195,9	34,0%	4,3%	4,1%	4,1%	3,3%	20,7	1,17	342,0	8,3%	270,6	28,70
LGF	\$	4,88%	5,00%	0,44	0,90	399,8	149,3	1,429	1.059,9	34,0%	9,4%	4,9%	4,9%	4,9%	18,2	0,06	1.412,7	4,1%	501,0	10,15
LGF-T	\$	4,88%	5,00%	0,29	0,90	114,3	11,5	0,733	81,5	34,0%	9,4%	4,9%	4,9%	3,8%	1,1	0,03	189,0	4,7%	60,2	10,15
LSM-T	€	2,69%	5,00%	0,90	1,60	0,8	3,1	8,764	20,9	27,5%	10,7%	2,3%	2,7%	8,8%	0,4	0,94	21,4	10,8%	2,7	9,65
MCP	€	2,69%	5,00%	0,47	0,90	105,8	131,4	1,554	606,0	27,5%	7,2%	7,3%	7,3%	6,3%	29,3	0,15	707,6	9,9%	245,9	7,17
MEG	\$	4,31%	5,00%	0,41	0,90	390,0	915,8	38,09	1.192,7	15,0%	8,8%	6,7%	6,7%	7,9%	125,7	-10,11	103,2	-26,5%	1.110,8	49,60
MS	€	2,69%	5,00%	0,89	1,54	973,7	2.879,0	2,529	9.721,1	37,3%	10,4%	10,8%	10,8%	9,5%	1.201,0	0,53	9.977,9	21,0%	3.715,7	8,54
MSQ	£	2,69%	5,00%	0,57	1,07	12,6	44,0	0,135	67,6	30,0%	8,1%	8,8%	8,8%	7,6%	2,4	0,00	63,5	2,5%	50,2	0,31
MVL	\$	4,31%	5,00%	0,74	1,25	61,3	360,6	2,96	1.994,1	35,0%	10,6%	7,6%	7,6%	9,7%	171,2	0,84	2.012,6	28,5%	441,2	16,38
NOOF	\$	4,88%	5,00%	0,48	0,80	3,4	71,2	3,01	179,5	35,0%	8,9%	4,3%	4,9%	8,6%	16,0	0,48	159,6	15,8%	44,7	7,59
NWS-A	\$	4,88%	5,00%	0,71	1,30	11.427,0	30.155,0	9,56	60.337,3	35,0%	11,4%	5,0%	5,0%	9,1%	3.868,0	0,73	55.380,3	7,7%	35.288,0	19,12
ODE	€	2,69%	5,00%	0,65	1,19	4,1	25,7	11,858	21,2	38,3%	8,6%	7,1%	7,1%	8,0%	1,8	0,52	16,0	4,4%	21,6	9,75
PMT-T	\$	4,31%	5,00%	0,60	1,40	2.456,8	892,3	7,904	3.547,5	35,0%	11,3%	7,4%	7,4%	6,6%	58,1	0,36	5.944,0	4,6%	3.182,8	41,15
PTA	€	2,69%	5,00%	0,89	1,60	181,7	438,7	1,419	2.982,8	27,5%	10,7%	2,3%	2,7%	8,1%	133,4	0,36	3.098,0	25,5%	614,2	9,65
PWS	£	2,69%	5,00%	0,63	1,37	43,4	52,0	1,135	90,5	30,0%	9,5%	7,8%	7,8%	7,7%	3,7	0,01	132,6	0,8%	106,7	1,98
RENT	\$	4,88%	5,00%	0,36	0,60	2,5	35,5	3,317	109,2	34,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,7%	6,0	0,42	109,3	12,6%	7,9	10,21
RGC	\$	4,31%	5,00%	0,32	0,75	1.872,7	31,7	0,215	2.639,3	35,0%	8,1%	6,2%	6,2%	4,1%	287,1	0,62	4.257,0	289,2%	2.081,1	17,91
SGC	€	2,69%	5,00%	0,90	1,69	995,5	339,1	2,539	4.522,5	35,0%	11,1%	6,7%	6,7%	6,1%	91,1	0,06	5.492,8	2,3%	528,2	33,86
SNE	\$	4,88%	5,00%	0,54	1,00	9.412,1	27.700,5	26,19	48.598,2	35,0%	9,9%	2,9%	4,9%	8,2%	1.935,2	1,00	17.326,8	3,8%	20.316,2	45,95
SPE-T	\$	4,88%	5,00%	0,56	1,00	743,6	3.363,5	63,604	5.900,9	35,0%	9,9%	2,9%	4,9%	8,7%	155,7	1,93	5.237,1	3,0%	1.502,6	45,95
TWX	\$	4,31%	5,00%	0,79	1,50	20.330,0	68.445,5	14,725	80.135,0	35,0%	11,8%	5,7%	5,7%	9,9%	4.568,0	0,63	87.836,0	4,3%	102.444,4	17,24
TWX-T	\$	4,31%	5,00%	0,60	1,50	5.718,5	5.790,0	16,609	6.778,9	35,0%	11,8%	5,7%	5,7%	7,8%	397,0	0,67	10.348,0	4,0%	9.158,5	17,24
UBI	€	2,69%	5,00%	0,97	2,14	202,3	381,3	19,618	369,6	33,8%	13,4%	3,1%	3,1%	9,4%	-1,4	0,61	404,6	3,1%	453,0	19,02
UNI-T	\$	4,31%	5,00%	0,54	1,25	11.852,4	5.826,5	9,204	17.948,0	35,0%	10,6%	4,2%	4,3%	5,4%	317,0	0,31	28.470,0	3,4%	18.392,0	34,28
VIA-B	\$	4,31%	5,00%	0,77	1,40	5.460,8	7.790,3	10,351	30.970,9	35,0%	11,3%	7,4%	7,4%	8,6%	2.366,4	1,67	36.070,6	16,1%	16.306,6	41,15
WSGC-T	€	2,69%	5,00%	0,61	1,69	107,5	7,1	2,649	94,4	35,0%	11,1%	6,7%	6,7%	4,8%	1,7	0,46	199,5	17,3%	5,4	33,86

(*) Valores em milhões (com excepção para os valores por acção) na divisa oficial de cada país. Os valores a *bold* foram valores calculados a partir de outros dados recolhidos.

ANEXO E

Regressões múltiplas com duas ou mais variáveis

COM INTERCEPT

- Com outliers e com dados de todos os sectores

	EV/EBITDA			PE			PEG			PS						
Múltiplo	0,156			0,128			0,297			0,259						
R múltiplo	0,024			0,016			0,088			0,067						
R ²	0,001			-0,008			0,066			0,044						
R ² ajustado	102,761			227,000			165,294			1,827						
Erro-padrão	127			127			127			127						
Observações																
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>				
Intercept	49,75	0,84	40,0%	-2,09	-0,02	98,7%	-280,58	-2,94	0,4%	0,45	0,41	68,1%				
Variável X ₁	ROI	-27,58	-0,79	43,1%	ROE	-2,15	-0,36	71,9%	ROE	-0,89	-0,20	83,8%	GEA	3,18	2,84	0,5%
Variável X ₂	GEA	0,41	1,52	13,2%	GCA	1,01	1,33	18,5%	GCA	0,05	0,09	92,9%	ROS	0,00	0,07	94,7%
Variável X ₃	g	-339,85	-0,33	74,0%	g	939,01	0,42	67,6%	g	5.581,83	3,42	0,1%	g	23,00	1,27	20,8%

	PBV			PBV			PBV			PBV						
Múltiplo	0,743			0,743			0,743			0,975						
R múltiplo	0,553			0,553			0,552			0,950						
R ²	0,542			0,542			0,545			0,948						
R ² ajustado	38,919			38,914			38,773			13,066						
Erro-padrão	127			127			127			127						
Observações																
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>				
Intercept	-4,29	-0,19	84,9%	-3,23	-0,14	88,6%	-3,73	-0,17	86,7%	-3,05	-0,40	68,6%				
Variável X ₁	ROE	12,62	12,31	0,0%	g	86,54	0,23	82,2%	ROE	12,62	12,35	0,0%	ROE	1,66	3,37	0,1%
Variável X ₂	GCA	0,03	0,26	79,4%	ROE	12,62	12,31	0,0%	g	94,40	0,25	80,5%	GEA	-0,03	-0,99	32,4%
Variável X ₃	g	101,17	0,26	79,3%	GEA	-0,03	-0,32	75,2%					ROA	87,75	31,13	0,0%
Variável X ₄													g	16,96	0,13	89,6%

	q Tobin			q Tobin			q de Tobin			q de Tobin						
Múltiplo	0,660			0,660			0,660			0,951						
R múltiplo	0,435			0,435			0,436			0,905						
R ²	0,421			0,421			0,422			0,902						
R ² ajustado	1,931			1,931			1,930			0,796						
Erro-padrão	127			127			127			127						
Observações																
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>				
Intercept	0,49	0,44	66,2%	0,49	0,44	66,2%	0,49	0,44	66,3%	0,50	1,08	28,1%				
Variável X ₁	ROE	0,49	9,73	0,0%	GCA	0,00	-0,33	74,2%	g	15,53	0,81	41,7%	GCA	0,00	-0,82	41,4%
Variável X ₂	GCA	0,00	-0,33	74,2%	g	15,63	0,82	41,4%	ROE	0,50	9,74	0,0%	GEA	0,00	-1,13	26,2%
Variável X ₃	g	15,63	0,82	41,4%	ROE	0,49	9,73	0,0%	GEA	0,00	-0,42	67,4%	ROA	4,08	34,02	0,0%
Variável X ₄													g	12,25	1,56	12,2%

	q de Tobin			q de Tobin				
Múltiplo	0,951			0,951				
R múltiplo	0,904			0,904				
R ²	0,901			0,902				
R ² ajustado	0,797			0,795				
Erro-padrão	127			127				
Observações								
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>		
Intercept	0,46	1,00	32,1%	0,46	1,01	31,6%		
Variável X ₁	GCA	0,00	-0,73	46,6%	g	12,72	1,62	10,7%
Variável X ₂	g	12,88	1,64	10,4%	ROA	4,08	34,08	0,0%
Variável X ₃	ROA	4,08	33,98	0,0%	GEA	0,00	-1,07	28,8%

- Sem outliers e com dados de todos os sectores

	EV/EBITDA	PE	PEG	q de Tobin
Múltiplo				
R múltiplo	0,179	0,362	0,430	0,494
R ²	0,032	0,131	0,185	0,244
R ² ajustado	0,000	0,097	0,157	0,219
Erro-padrão	8,348	10,244	6,707	0,697
Observações	95	80	91	95
	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value
Intercept	7,94 1,57 11,9%	20,14 2,82 0,6%	18,92 3,88 0,0%	0,25 0,56 57,6%
Variável X ₁	ROI -7,08 -1,35 18,0%	ROE -23,20 -2,74 0,8%	ROE -12,88 -2,40 1,9%	ROE 2,87 5,17 0,0%
Variável X ₂	GEA -0,11 -0,76 45,0%	GCA 0,15 0,98 33,2%	GCA 0,22 2,51 1,4%	GCA 0,00 -0,22 82,7%
Variável X ₃	g 107,35 1,22 22,4%	g 74,89 0,64 52,6%	g -223,65 -2,74 0,7%	g 14,76 2,00 4,8%

	PBV	PBV	PBV	q de Tobin
Múltiplo				
R múltiplo	0,476	0,471	0,616	0,687
R ²	0,227	0,222	0,380	0,472
R ² ajustado	0,201	0,205	0,359	0,450
Erro-padrão	2,481	2,476	1,314	0,586
Observações	95	95	63	101
	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value
Intercept	2,45 1,51 13,4%	1,28 2,90 0,5%	1,62 5,38 0,0%	0,77 2,05 4,3%
Variável X ₁	ROE 9,56 4,84 0,0%	ROE 0,05 1,65 10,3%	ROE 7,55 5,37 0,0%	ROE 0,30 0,45 65,3%
Variável X ₂	GCA 0,05 1,62 10,8%	GCA 9,84 5,08 0,0%	GCA -0,05 -1,79 7,8%	ROI 2,24 4,87 0,0%
Variável X ₃	g -19,73 -0,75 45,5%			ROA 2,16 1,82 7,1%
Variável X ₄				g 2,30 0,36 71,9%

	PS	PS	PS
Múltiplo			
R múltiplo	0,496	0,603	0,465
R ²	0,246	0,364	0,216
R ² ajustado	0,224	0,335	0,201
Erro-padrão	1,058	0,945	1,074
Observações	104	71	104
	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value
Intercept	-0,61 -0,80 42,6%	0,93 1,11 27,1%	-0,03 -0,05 96,2%
Variável X ₁	GEA 0,03 1,99 4,9%	GCA -0,04 -1,77 8,1%	ROS 5,57 5,22 0,0%
Variável X ₂	ROS 6,87 5,55 0,0%	g 3,38 0,27 78,9%	g 20,22 1,74 8,4%
Variável X ₃	g 23,85 2,06 4,2%	ROS 5,45 4,23 0,0%	

- Sem outliers e com dados dos sectores de *entertainment* e segmento de distribuição de cinema

	EV/EBITDA	PE	PEG	PS
Múltiplo				
R múltiplo	0,267	0,420	0,410	0,408
R ²	0,071	0,176	0,168	0,167
R ² ajustado	0,022	0,122	0,123	0,126
Erro-padrão	8,920	8,860	8,112	1,102
Observações	61	50	60	65
	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value	Coef. t Stat P value
Intercept	2,75 0,34 73,4%	8,10 0,79 43,4%	24,59 2,19 3,2%	-0,94 -0,81 41,9%
Variável X ₁	ROI -8,52 -1,36 17,8%	ROE -17,10 -2,07 4,4%	ROE -14,90 -2,03 4,7%	GEA 0,02 1,26 21,2%
Variável X ₂	GEA -0,14 -0,88 38,4%	GCA 0,13 0,83 40,9%	GCA 0,24 2,00 5,0%	ROS 4,65 2,89 0,5%
Variável X ₃	g 236,36 1,68 9,8%	g 258,27 1,50 14,0%	g -313,43 -1,62 11,0%	g 35,65 1,84 7,1%

	PBV			PBV				
Múltiplo	0,413			0,487				
R múltiplo	0,171			0,237				
R ²	0,128			0,189				
R ² ajustado	2,987			1,331				
Erro-padrão	62			35				
Observações								
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>		
Intercept	2,49	0,85	39,7%	1,72	0,38	458,3%		
Variável X ₁	ROE	8,48	3,18	0,2%	ROE	4,53	1,73	261,2%
Variável X ₂	GCA	0,06	1,40	16,6%	GCA	-0,05	0,03	-147,6%
Variável X ₃	g	-16,78	-0,35	72,9%				

	q de Tobin			q de Tobin			q de Tobin					
Múltiplo	0,485			0,684			0,485					
R múltiplo	0,235			0,468			0,235					
R ²	0,196			0,443			0,209					
R ² ajustado	0,770			0,647			0,764					
Erro-padrão	62			66			62					
Observações												
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>			
Intercept	-0,66	-0,88	38,3%	0,19	0,31	75,6%	-0,65	-0,90	37,3%			
Variável X ₁	ROE	2,55	3,72	0,0%	ROE	1,15	1,90	6,2%	ROE	2,55	3,81	0,0%
Variável X ₂	GCA	0,00	0,05	95,6%	ROI	2,56	5,51	0,0%	g	31,87	2,60	1,2%
Variável X ₃	g	31,94	2,57	1,3%	g	13,72	1,28	20,5%				

SEM INTERCEPT

- Com outliers e com dados de todos os sectores

	EV/EBITDA			PE			PEG			q de Tobin						
Múltiplo	0,281			0,269			0,274			0,96627						
R múltiplo	0,079			0,073			0,075			0,93367						
R ²	0,056			0,049			0,052			0,92454						
R ² ajustado	102,641			226,083			170,314			0,79487						
Erro-padrão	127			127			127			127						
Observações																
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>				
Variável X ₁	ROI	-28,93	-0,83	40,8%	ROE	-2,16	-0,37	71,5%	ROE	-2,25	-0,50	61,5%	g	20,51	16,56	0,0%
Variável X ₂	GEA	0,43	1,58	11,6%	GCA	1,01	1,34	18,2%	GCA	-0,11	-0,19	85,3%	ROA	4,09	34,25	0,0%
Variável X ₃	g	508,74	2,72	0,7%	g	903,75	2,54	1,2%	g	843,26	3,15	0,2%	GEA	0,00	-1,00	31,9%

	PBV			PBV			PBV			PBV						
Múltiplo	0,752			0,97483			0,75249			0,752						
R múltiplo	0,566			0,95029			0,56624			0,566						
R ²	0,551			0,94143			0,55118			0,554						
R ² ajustado	38,768			13,1215			38,7605			38,622						
Erro-padrão	127			127			127			127						
Observações																
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>				
Variável X ₁	ROE	12,60	12,40	0,0%	ROE	1,60	3,26	0,1%	g	31,81	0,53	59,8%	ROE	12,60	12,45	0,0%
Variável X ₂	GCA	0,03	0,25	80,7%	GEA	-0,04	-1,06	29,1%	ROE	12,60	12,41	0,0%	g	31,29	0,52	60,2%
Variável X ₃	g	28,79	0,47	63,8%	ROA	87,25	30,99	0,0%	GEA	-0,03	-0,33	74,3%				

	PS			PS			PS			PS						
Múltiplo	0,772			0,75331			0,77321			0,772						
R múltiplo	0,596			0,56747			0,59785			0,596						
R ²	0,581			0,55243			0,5833			0,585						
R ² ajustado	1,821			1,88409			1,81672			1,814						
Erro-padrão	127			127			127			127						
Observações																
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>				
Variável X ₁	GEA	3,30	3,06	0,3%	GCA	0,00	-0,78	44,0%	GCA	0,00	-0,75	45,4%	ROS	3,31	3,08	0,3%
Variável X ₂	ROS	0,00	0,09	92,8%	g	36,95	10,67	0,0%	ROS	3,29	3,06	0,3%	g	30,35	8,85	0,0%
Variável X ₃	g	30,35	8,81	0,0%	ROI	0,01	0,01	98,9%	g	30,73	8,84	0,0%				

	q de Tobin			q de Tobin			q de Tobin			q de Tobin		
Múltiplo	0,782			0,782			0,759			0,966		
R múltiplo	0,611			0,612			0,576			0,933		
R ²	0,597			0,597			0,561			0,924		
R ² ajustado	1,924			1,924			2,009			0,797		
Erro-padrão	127			127			127			127		
Observações												
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>
Variável X ₁	ROE	0,50	9,86	0,0%	g	23,75	7,96	0,0%	GCA	0,00	-0,30	76,6%
Variável X ₂	GCA	0,00	-0,29	77,2%	ROE	0,50	9,87	0,0%	g	11,45	3,10	0,2%
Variável X ₃	g	23,87	7,89	0,0%	GEA	0,00	-0,39	69,4%	ROI	6,05	8,89	0,0%
									ROA	4,09	34,16	0,0%

	q de Tobin			q de Tobin			q de Tobin			q de Tobin		
Múltiplo	0,760			0,580			0,581			0,96641		
R múltiplo	0,578			0,337			0,337			0,93394		
R ²	0,563			0,318			0,319			0,924		
R ² ajustado	2,005			2,513			2,512			0,79645		
Erro-padrão	127			127			127			127		
Observações												
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>
Variável X ₁	g	11,27	3,09	0,2%	GCA	0,00	-0,15	88,0%	g	22,26	4,68	0,0%
Variável X ₂	ROI	6,08	8,94	0,0%	g	22,39	4,66	0,0%	ROS	3,59	2,41	1,7%
Variável X ₃	GEA	0,00	-0,77	44,4%	ROS	3,56	2,39	1,8%	GEA	0,00	-1,05	29,7%
Variável X ₄									ROA	4,09	34,18	0,0%
									g	20,66	16,41	0,0%

- Sem outliers e com dados de todos os sectores

	EV/EBITDA			EV/EBITDA			EV/EBITDA					
Múltiplo	0,831			0,823			0,829					
R múltiplo	0,690			0,677			0,687					
R ²	0,673			0,654			0,671					
R ² ajustado	8,418			8,395			8,121					
Erro-padrão	96			75			86					
Observações												
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>			
Variável X ₁	ROI	-6,49	-1,23	22,2%	GEA	-0,10	-0,64	52,3%	GEA	-0,10	-0,72	47,3%
Variável X ₂	GEA	-0,08	-0,55	58,5%	ROS	0,12	0,01	99,0%	g	212,00	10,92	0,0%
Variável X ₃	g	235,71	9,25	0,0%	g	213,51	6,15	0,0%				

	PER			PE			q de Tobin			q de Tobin		
Múltiplo	0,905			0,901			0,909			0,935		
R múltiplo	0,819			0,812			0,826			0,875		
R ²	0,802			0,796			0,811			0,861		
R ² ajustado	10,696			10,848			0,694			0,596		
Erro-padrão	80			80			95			101		
Observações												
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>
Variável X ₁	ROE	-14,91	-1,80	7,6%	g	353,96	12,81	0,0%	ROE	2,98	5,76	0,0%
Variável X ₂	GCA	0,22	1,37	17,6%	GCA	0,27	1,67	9,9%	GCA	0,00	-0,11	91,0%
Variável X ₃	g	392,82	11,30	0,0%					g	18,74	9,31	0,0%
Variável X ₄									ROA	2,21	1,83	7,0%
									g	15,02	10,10	0,0%

	PEG			PEG			PEG					
Múltiplo	0,673			0,668			0,821					
R múltiplo	0,453			0,446			0,675					
R ²	0,429			0,428			0,653					
R ² ajustado	7,224			7,230			2,846					
Erro-padrão	91			91			63					
Observações												
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>			
Variável X ₁	ROE	-5,86	-1,08	28,5%	g	69,01	3,91	0,0%	GCA	0,05	0,81	41,9%
Variável X ₂	GCA	0,27	2,87	0,5%	GCA	0,29	3,08	0,3%	g	65,35	7,59	0,0%
Variável X ₃	g	83,28	3,77	0,0%								

	PBV			PBV			PBV			PS			
Múltiplo													
R múltiplo	0,786			0,761			0,776			0,825			
R ²	0,618			0,580			0,602			0,681			
R ² ajustado	0,599			0,556			0,587			0,657			
Erro-padrão	2,499			2,438			2,536			1,199			
Observações	95			81			95			71			
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	
Variável X ₁	ROE	10,61	5,70	0,0%	ROE	9,15	3,71	0,0%	ROE	10,09	5,40	0,0%	
Variável X ₂	GCA	0,06	1,94	5,5%	ROS	0,46	0,17	86,3%	g	27,09	4,64	0,0%	
Variável X ₃	g	18,54	2,56	1,2%	g	27,42	3,57	0,1%	g	26,68	5,78	0,0%	
										ROA	3,12	1,96	5,5%
										GEA	-0,03	-1,09	27,9%

	PS			PS			PS			PS			
Múltiplo													
R múltiplo	0,886			0,835			0,819			0,832			
R ²	0,785			0,697			0,670			0,693			
R ² ajustado	0,771			0,674			0,646			0,669			
Erro-padrão	1,056			1,168			1,220			1,177			
Observações	104			71			71			71			
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	
Variável X ₁	GEA	0,02	1,83	7,0%	GCA	-0,07	-2,92	0,5%	g	29,93	7,00	0,0%	
Variável X ₂	ROS	6,38	5,94	0,0%	g	33,82	8,10	0,0%	ROE	1,13	1,16	24,8%	
Variável X ₃	g	15,11	3,96	0,0%	ROE	1,06	1,15	25,6%	GEA	-0,04	-1,46	14,9%	
										ROI	0,44	0,52	60,4%

	PS			PS			PS			PS			
Múltiplo													
R múltiplo	0,816			0,895			0,840			0,882			
R ²	0,665			0,801			0,706			0,778			
R ² ajustado	0,641			0,781			0,683			0,766			
Erro-padrão	1,229			0,947			1,151			1,068			
Observações	71			71			71			104			
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	
Variável X ₁	g	31,36	7,15	0,0%	GCA	-0,03	-1,48	14,3%	GCA	-0,06	-2,66	1,0%	
Variável X ₂	ROI	0,53	0,60	55,0%	g	16,50	3,86	0,0%	g	31,16	6,98	0,0%	
Variável X ₃	GEA	-0,04	-1,59	11,7%	ROS	6,31	6,12	0,0%	ROA	2,76	1,84	7,0%	
										ROS	5,55	5,64	0,0%
										g	19,68	6,74	0,0%

- Sem outliers e com dados dos sectores de *entertainment* e segmento de distribuição de cinema

	EV/EBITDA			EV/EBITDA			PE			PE			
Múltiplo													
R múltiplo	0,856			0,854			0,929			0,923			
R ²	0,733			0,729			0,864			0,853			
R ² ajustado	0,707			0,702			0,837			0,829			
Erro-padrão	8,851			8,728			8,824			9,070			
Observações	61			49			50			50			
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	
Variável X ₁	ROI	-8,64	-1,40	16,8%	GEA	-0,17	-1,13	26,6%	ROE	-14,91	-1,93	6,0%	
Variável X ₂	GEA	-0,13	-0,85	39,9%	g	259,75	9,65	0,0%	GCA	0,15	0,99	32,7%	
Variável X ₃	g	283,12	8,79	0,0%	g	391,12	11,10	0,0%	g	350,18	12,13	0,0%	
										GCA	0,19	1,27	20,8%

	PEG			PEG			PEG					
Múltiplo												
R múltiplo	0,678			0,665			0,895					
R ²	0,459			0,443			0,802					
R ² ajustado	0,423			0,416			0,766					
Erro-padrão	8,379			8,432			1,945					
Observações	60			60			35					
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>			
Variável X ₁	ROE	-9,37	-1,32	19,3%	g	81,62	3,20	0,2%	GCA	0,04	0,74	46,4%
Variável X ₂	GCA	0,27	2,27	2,7%	GCA	0,30	2,47	1,6%	g	63,05	8,22	0,0%
Variável X ₃	g	105,11	3,39	0,1%								

	PBV			PBV			PBV			PBV		
Múltiplo												
R múltiplo	0,752			0,697			0,788			0,790		
R ²	0,566			0,486			0,621			0,624		
R ² ajustado	0,534			0,452			0,577			0,580		
Erro-padrão	2,980			3,968			2,321			2,311		
Observações	62			64			43			43		
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>
Variável X ₁	ROE	9,22	3,68	0,1%	ROE	7,13	1,47	14,7%	GCA	0,00	-0,04	97,1%
Variável X ₂	GCA	0,07	1,65	10,5%	ROA	1,23	0,16	87,0%	g	8,96	4,32	0,0%
Variável X ₃	g	23,43	2,25	2,8%	g	46,00	3,94	0,0%	ROE	20,52	2,01	5,2%
									g	8,73	4,17	0,0%
									ROE	23,72	2,36	2,3%
									GEA	-0,03	-0,58	56,5%

	PBV			PBV			PBV			PBV		
Múltiplo												
R múltiplo	0,719			0,725			0,687			0,783		
R ²	0,517			0,526			0,471			0,613		
R ² ajustado	0,468			0,478			0,420			0,569		
Erro-padrão	2,619			2,593			2,740			2,344		
Observações	43			43			43			43		
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>
Variável X ₁	GCA	-0,01	-0,15	88,1%	g	4,96	2,36	2,3%	g	3,79	4,18	90,8%
Variável X ₂	g	5,21	2,47	1,8%	ROI	33,37	2,98	0,5%	ROS	37,42	16,41	228,1%
Variável X ₃	ROI	28,75	2,46	1,8%	GEA	-0,05	-0,90	37,4%	GEA	-0,05	0,06	-72,3%
									g	13,74	3,97	0,0%
									ROA	20,45	1,88	6,7%
									GEA	-0,01	-0,21	83,2%

	PBV			q de Tobin			q de Tobin					
Múltiplo												
R múltiplo	0,739			0,899			0,932					
R ²	0,546			0,807			0,869					
R ² ajustado	0,522			0,784			0,849					
Erro-padrão	3,022			0,769			0,642					
Observações	62			62			66					
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>			
Variável X ₁	ROE	8,70	3,45	0,1%	ROE	2,35	3,64	0,1%	ROE	1,21	2,13	3,7%
Variável X ₂	g	33,59	3,95	0,0%	GCA	0,00	-0,15	88,0%	ROI	2,53	5,61	0,0%
Variável X ₃					g	21,25	7,90	0,0%	g	17,01	8,61	0,0%

	PS			PS			PS			PS		
Múltiplo												
R múltiplo	0,859			0,847			0,829			0,875		
R ²	0,739			0,717			0,687			0,765		
R ² ajustado	0,691			0,678			0,647			0,728		
Erro-padrão	1,110			1,123			1,181			1,024		
Observações	35			43			43			43		
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>
Variável X ₁	GCA	-0,04	-1,25	22,1%	GCA	-0,06	-2,42	2,0%	g	0,12	0,11	91,4%
Variável X ₂	ROS	4,00	2,03	5,0%	g	0,13	0,13	89,4%	ROE	32,48	6,33	0,0%
Variável X ₃	g	23,49	3,11	0,4%	ROE	36,04	7,28	0,0%	GEA	-0,03	-1,22	22,9%
									GCA	-0,04	-1,38	17,6%
									g	4,43	2,86	0,7%
									ROS	21,83	3,46	0,1%

	PS			PS			PS			PS		
Múltiplo												
R múltiplo	0,848			0,832			0,871			0,869		
R ²	0,720			0,692			0,759			0,755		
R ² ajustado	0,681			0,651			0,736			0,735		
Erro-padrão	1,118			1,173			1,099			1,100		
Observações	43			43			65			65		
	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>	<u>Coef.</u>	<u>t Stat</u>	<u>P value</u>
Variável X ₁	GCA	-0,06	-2,27	2,9%	g	1,28	0,74	46,3%	GEA	0,02	1,07	28,7%
Variável X ₂	g	1,00	0,62	53,9%	ROA	30,10	5,54	0,0%	ROS	4,35	2,79	0,7%
Variável X ₃	ROA	34,33	6,50	0,0%	GEA	-0,03	-1,01	31,7%	g	24,63	6,21	0,0%
									g	20,52	3,72	0,0%

ANEXO F

Planos de expansão da actividade

- Plano de expansão da actividade englobando as duas novas oportunidades de negócio

Óptica firm

	0	1	2	3	4	5	6	7
Proveitos Operacionais	7.585.735,32	8.150.807,38	8.897.954,39	10.073.282,06	10.910.469,13	11.237.783,20	11.598.120,17	11.888.073,18
RO	244.754,58	303.847,22	173.351,06	262.698,93	203.549,64	29.106,12	226.915,51	231.000,55
RO (1-t)	177.447,07	220.289,23	125.679,52	190.456,72	147.573,49	21.101,94	164.513,74	167.475,40
FMN	724.415,50	774.326,70	845.305,67	956.961,80	1.036.494,57	1.067.589,40	1.101.821,42	1.129.366,95
Δ FMN		-49.911,20	-70.978,97	-111.656,13	-79.532,77	-31.094,84	-34.232,01	-27.545,54
CFLE	233.249,48	353.438,80	521.059,16	824.456,53	1.020.423,61	1.051.036,32	1.077.312,22	1.104.245,03
Δ CFLE		-120.189,32	-167.620,36	-303.397,37	-195.967,08	-30.612,71	-26.275,91	-26.932,81
FCFF		50.188,71	-112.919,80	-224.596,77	-127.926,36	-40.605,60	104.005,82	112.997,06
WACC	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%
g								2,50%
V.Negócio@WACC	1.880.564,20	1.945.621,24	2.177.773,66	2.535.829,93	2.819.158,40	3.032.529,19	3.114.364,47	
Valor extra exploração	195.500,75							
Valor activo total	2.076.064,95							
Valor do <i>Debt</i>	0,00							
Valor do Capital Próprio	2.076.064,95							
Acções	100.000,00							
Valor por acção	20,76							

Óptica equity

	0	1	2	3	4	5	6	7
<i>FCFF</i>		50.188,71	-112.919,80	-224.596,77	-127.926,36	-40.605,60	104.005,82	112.997,06
<i>Debt</i>	0,00	451.106,20	546.545,93	712.567,33	822.767,27	847.450,29	871.653,46	893.444,79
$\Delta Debt$		451.106,20	95.439,73	166.021,40	110.199,94	24.683,02	24.203,17	21.791,34
Juros		-18.044,25	-21.861,84	-28.502,69	-32.910,69	-33.898,01	-34.866,14	-35.737,79
Juros depois de impostos		-13.082,08	-15.849,83	-20.664,45	-23.860,25	-24.576,06	-25.277,95	-25.909,90
<i>Debt cash flow</i>		438.024,12	79.589,90	145.356,95	86.339,69	106,96	-1.074,78	-4.118,56
<i>FCFE</i>		488.212,83	-33.329,91	-79.239,83	-41.586,67	-40.498,65	102.931,04	108.878,49
K_e		6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%	6,83%
g								2,50%
V.Negócio@WACC	2.061.257,48	1.713.885,27	1.864.320,71	2.070.944,96	2.254.034,18	2.448.545,40	2.512.917,41	
Valor extra exploração	195.500,75							
Valor do Capital Próprio	2.256.758,23							
Acções	100.000,00							
Valor por acção	22,57							

- Plano de expansão da actividade englobando apenas a distribuição de filmes independentes

Óptica firm

	0	1	2	3	4	5	6	7
Proveitos Operacionais	7.585.735,32	8.128.307,38	8.874.666,89	10.049.063,06	10.885.402,46	11.211.964,53	11.571.656,04	11.860.947,44
RO	244.754,58	297.097,22	166.814,81	255.898,98	196.514,02	21.861,86	219.492,64	223.392,11
RO (1-t)	177.447,07	215.395,48	120.940,74	185.526,76	142.472,66	15.849,85	159.132,16	161.959,28
FMN	724.415,50	731.547,66	798.720,02	904.415,68	979.686,22	1.009.076,81	1.041.449,04	1.067.485,27
Δ FMN		-7.132,16	-67.172,36	-105.695,66	-75.270,55	-29.390,59	-32.372,24	-26.036,23
CFLE	233.249,48	352.746,96	520.343,11	823.711,83	1.019.652,85	1.050.242,43	1.076.498,49	1.103.410,96
Δ CFLE		-119.497,48	-167.596,14	-303.368,72	-195.941,01	-30.589,59	-26.256,06	-26.912,46
FCFF		88.765,83	-113.827,76	-223.537,62	-128.738,90	-44.130,32	100.503,87	109.010,59

WACC	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%	6,13%
g								2,50%

V.Negócio@WACC	1.834.388,21	1.858.038,35	2.085.731,42	2.437.087,96	2.715.177,80	2.925.701,12	3.004.491,65
Valor extra exploração	195.500,75						
Valor activo total	2.029.888,96						
Valor do <i>Debt</i>	0,00						

Valor do Capital Próprio	2.029.888,96
Ações	100.000,00
Valor por acção	20,30

	Δ%	Δ€
Valorização	5,87%	1,13

<u>Análise de sensibilidade</u>	
V.Negócio@WACC _{6%}	20,32
V.Negócio@WACC _{7%}	20,15
V.Negócio@WACC _{8%}	19,98
V.Negócio@Ru _{6,27%}	20,27