

COMPANY NOTE

Cimpor – Exposição internacional representa *driver* principal

VISÃO – COMPRAR

Preço	4,85
Máx de 52 semanas	5,37
Mín de 52 semanas	3,91
YTD (%)	-4,32
Volume médio diário (mn)	354,897
Capitalização bolsista (mn)	3.260
Beta	0,8217658
Dividendo	0,2
EPS	0,36

Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	6
MANTER	1
VENDER	1

Informação Financeira

Vendas (mn)	2.239
EBITDA (mn)	626
Nº de empregados	8.571
ROA (%)	4,69
ROE (%)	12,20
D/E	0,65
DY	4,23

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista

Camargo Corrêa	32,60
Votorantim	21,30
Manuel Fino	10,80
Fundo de Pensões BCP	10,00
CGD	9,63
Free Float	15,67

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

Filipe Bernardo
fbernardo@bancobig.pt

Maria Almaco
mariaalmaco@bancobig.pt

1 – Sumário

A Cimpor apresentou resultados do 1Q, tendo registado um aumento do resultado líquido de 27,1% para os EUR 57,9 mn, quando comparado com o período homólogo. O volume de negócios aumentou em 14,3% para EUR 547,7 mn e o EBITDA em 15,4% para EUR 142,4 mn, impulsionados maioritariamente pelas *performance* das operações no Brasil, China e Turquia, as quais compensaram o aumento de custos com energia e a quebra de vendas na Península Ibérica e Egito.

Apesar de a equipa de gestão não ter detalhado um *outlook* para 2011, a diversificação geográfica da Cimpor deverá permitir à empresa ultrapassar as fracas perspectivas de crescimento no mercado doméstico e em Espanha. Para além disso, o novo aumento da capacidade no Brasil anunciado recentemente, através da construção de uma fábrica no Sul do país, consolidará o Brasil como o maior mercado da Cimpor, tanto em termos de lucros como em termos de capacidade instalada, permitindo-lhe beneficiar do aumento expectável da procura de cimento.

2 – Resultados 1Q11

No período em análise observou-se o crescimento generalizado dos indicadores operacionais, o qual se traduziu num aumento do Resultado Líquido de 25% para os EUR 59,3 mn. As receitas operacionais consolidadas registaram um incremento de 14,2% YoY, impulsionadas tanto pelo crescimento em termos de volumes como de preços, destacando-se a elevada taxa de crescimento do volume de negócios nos mercados Brasileiro, Chinês e Turco. O bom comportamento da maioria dos mercados onde a Cimpor opera compensou a contracção no volume de negócios na Península Ibérica, o decréscimo de vendas no Egito provocado pelos eventos geopolíticos e a subida de custos dos combustíveis e electricidade.

	1Q11	1Q10	Variação
Receitas Operacionais	547,7	479,4	14,2%
Custos Operacionais	405,3	355,9	13,9%
EBITDA	142,4	123,5	15,3%
Margem EBITDA	26,0%	25,8%	0,2 pp
Resultado Operacional	88,7	67,4	31,6%
Resultados Financeiros	-9,8	-3,8	s.s.
Resultado Líquido	59,3	47,6	24,6%
Atribuível a:			
Detentores do capital	57,9	45,6	27,0%
Interesses não controlados	1,5	2,0	-25,0%

Fonte: Cimpor (valores em EUR mn)

Em comparação com o período homólogo, as vendas de clínquer e cimento registaram um incremento de 4,7% atingindo os 6,4 mn de toneladas, beneficiando de condições meteorológicas na generalidade mais favoráveis. Apesar das vendas terem aumentado na maioria dos países, realce para a *performance* da China, que beneficiou de um forte aumento da procura e da inexistência da fábrica de Zaozhuang no 1Q10, e do Brasil e Turquia, impulsionados pelo dinamismo económico que caracteriza actualmente ambos os países. Pelo contrário, a Cimpor registou um decréscimo das vendas na Península Ibérica, devido à contracção da procura, em Moçambique e Cabo-Verde, devido ao aumento da concorrência na

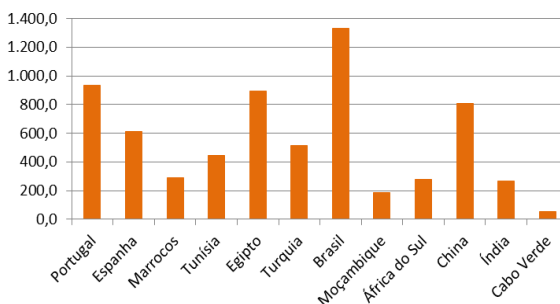
COMPANY NOTE

importação de cimento, e por fim no Egipto, devido ao encerramento das fábricas imposto pelos acontecimentos políticos no país.

Comparando as vendas de cimento e clínquer com o volume de negócios no 1Q11, conclui-se que as operações no Brasil, China e Turquia foram também as maiores contribuidoras para o crescimento do volume de negócios, uma situação que se deveu ao bom comportamento dos preços de venda, destacando-se em particular a China, onde o preço médio se cifrou 45% acima da média registado no 1Q10, uma situação que se prevê que seja apenas temporária. No Brasil, a empresa beneficiou também de uma evolução favorável da taxa de câmbio, ao contrário do Egipto, onde a quebra no Volume de Negócios foi potenciada pela depreciação da libra egípcia.

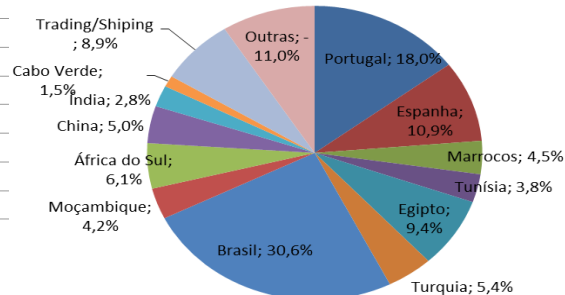
Relativamente à contribuição de cada país para o Volume de Negócios, o mix manteve-se sensivelmente idêntico face ao período homólogo, sobressaindo apenas o aumento da percentagem que corresponde ao Brasil e China, as quais aumentaram em 4,5 e 2,5 p.p., respectivamente, e a redução da percentagem que corresponde a Portugal, a qual recuou em 3,2 p.p.

Vendas de Cimento e Clínquer no 1Q11



Fonte: Cimpor (valores em milhares de toneladas)

Contribuição para o Volume de Negócios



Fonte: Cimpor

Realce para o incremento em cerca de 15,3% do *Cash Flow operacional*, o qual não foi afectado de forma significativa por resultados não recorrentes. No que concerne a margem EBITDA, esta avançou 0,2 pp para os 26,0% face ao período homólogo.

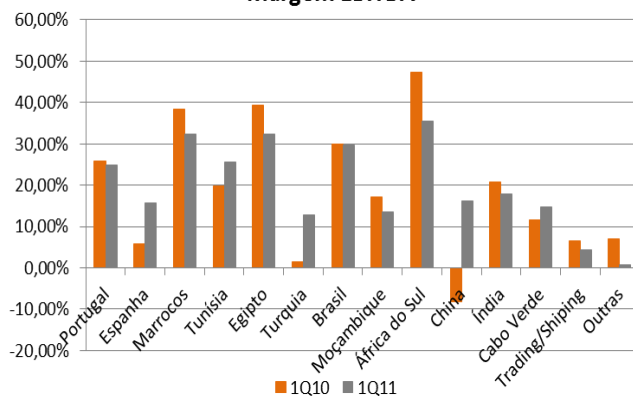
Refira-se que, à semelhança do que se observou ao nível da decomposição das regiões que estiveram na base do crescimento do Volume de Negócios, a melhoria do EBITDA foi igualmente suportada pelo crescimento das actividades no Brasil, China e Turquia. O quadro em baixo evidencia em detalhe a evolução das 13 unidades de negócio da empresa.

EBITDA	1Q11	1Q10	Variação
Portugal	24,6	26,2	-6,1%
Espanha	9,3	3,6	158,3%
Marrocos	7,9	8,0	-1,3%
Tunísia	5,3	3,8	39,5%
Egipto	16,7	23,5	-28,9%
Turquia	3,8	0,3	s.s.
Brasil	49,9	37,4	33,4%
Moçambique	3,1	3,3	-6,1%
África do Sul	11,8	15,5	-23,9%
China	4,4	-1,0	s.s.
Índia	2,8	2,9	-3,4%
Cabo Verde	1,2	0,9	33,3%
Trading/Shipping	2,1	1,4	51,4%
Outras	-0,5	-2,5	s.s.
Consolidado	142,4	123,3	15,5%

Fonte: Cimpor (valores em EUR mn)

R

Margem EBITDA



CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

Filipe Bernardo
fbernardo@bancobig.pt

Maria Almacã
mariaalmaca@bancobig.pt

COMPANY NOTE

relativamente à evolução das margens EBITDA, é visível o aumento das mesmas em diversos países, nomeadamente Espanha, Tunísia, Turquia e China. Em Portugal verificou-se uma redução residual da margem EBITDA, enquanto no Brasil a mesma manteve-se nos 30%.

Os mercados emergentes já perfazem cerca de 76,2% do EBITDA da Cimpor dos quais 35% correspondem às operações no Brasil, uma percentagem que aumentou de 30% no 1Q10.

Os investimentos líquidos da Cimpor atingiram os EUR 68,2 mn, cerca de 90% acima do registado no 1Q10, devido em parte à aquisição da CINAC, em Moçambique. Ainda assim, a dívida financeira líquida da Cimpor recuou de EUR 1,612 mil mn para EUR 1,551 mil mn entre o 1Q10 e o 1Q11, uma redução de 3,8%, colocando a empresa numa posição financeira mais favorável *vis-à-vis* o período homólogo.

3 – Avaliação Comparativa

3.1 – Múltiplos de mercado e Rácios de estrutura

	P/E 2011E	P/E 2012E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROE	Pass./Activo (Endividamento)	Div. Liq./EBITDA
HOLCIM LTD-REG	17,46	13,45	1,24	1,64	n.d.	6,37	52%	2,51
SAINT GOBAIN	13,48	11,14	1,39	22,27	2,12	6,68	59%	1,50
LAFARGE SA	13,54	10,55	0,84	-1,72	4,34	5,31	57%	4,05
CRH PLC	18,21	13,63	1,16	7,71	3,74	4,33	51%	2,39
WOLSELEY PLC	16,26	12,51	1,84	4,94	0,70	-10,57	62%	0,49
CIMPOR-CIMENTOS	11,56	10,23	1,53	-3,53	8,28	12,20	59%	2,45
HEIDELBERGCEMENT	13,16	9,68	0,82	5,33	0,51	3,05	53%	3,72
CIMENTS FRANCAIS	12,74	10,32	0,77	0,55	4,12	6,19	45%	1,62
CEMENTOS PORTLND	404,86	37,45	0,46	23,29	2,11	0,10	61%	6,50
ITALCEMENTI	28,57	15,85	0,58	16,52	1,63	1,33	51%	2,89
média	16,11	11,93	1,06	7,70	3,06	3,50	55%	2,81
média exc. Cimpor	16,68	12,14	1,01	8,95	2,41	2,53	55%	2,85

Fonte: Bloomberg

Em termos de análise comparativa, relativamente às principais concorrentes europeias, a Cimpor transacciona claramente a desconto, apresentando um *Price to Earnings* estimado para 2011 e 2012 de 11,56x e 10,23x, respectivamente, que comparam com os 16,68x e 12,14x em que se situa a média sectorial. No que se refere às expectativas de crescimento dos lucros, a empresa encontra-se em linha com os seus comparáveis ao ser expectável uma descida do *Price to Earnings* esperado de 2011 para 2012, sugerindo um aumento dos lucros. Já o *Price to Book Value* se revela ligeiramente acima da média do sector ao cifrar-se nos 1,53x. A nível operacional, o *Return on Equity* revela-se o mais elevado do sector, situando-se nos 12,20% versus o ROE médio do sector de 2,53%. Relativamente ao *Dividend Yield*, a Cimpor lidera o sector ao proporcionar dividendos de 8,28% que comparam com a média de 2,41% oferecida pelos seus *peers*.

Analisando os rácios de estrutura, verifica-se que a Cimpor se encontra numa posição muito favorável em termos de *Net Debt to EBITDA* em relação aos seus concorrentes directos (2,45x vs. 2,85x). No que concerne o Endividamento, cerca de 59% dos seus activos são suportados por passivo, um valor que não se distancia significativamente da média sectorial (55%).

Desde Maio de 2010, a Cimpor tem um *rating* de crédito de longo prazo de BBB- com *outlook* estável, atribuído pela Standard & Poor's, comparando favoravelmente com as suas concorrentes Lafarge, Heidelberg Cement e Ciments Français.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

Filipe Bernardo
fbernardo@bancobig.pt

Maria Almaça
mariaalmaca@bancobig.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

COMPANY NOTE

Price Target (Consenso Analistas)

	Preço	Upside/Downside
Preço Actual	4,84	-
Price Target (High)	6,1	26%
Price Target (Low)	4,3	-11%
Price Target (Average)	5,52	14%

4. Newsflow Recente

- No início de 2010 o grupo brasileiro Camargo Corrêa comprou a totalidade da posição da Teixeira Duarte na Cimpor (22,17 por cento), pagando 6,5 euros por acção, tornando-se o maior accionista individual da cimenteira portuguesa. Actualmente, a empresa detém 32,9% do capital da cimenteira portuguesa, uma percentagem que caso seja ultrapassada implicaria uma Oferta Pública de Compra das acções remanescentes.

- Devido à participação maioritária que os accionistas brasileiros passaram a deter na Cimpor (cerca de 54%), a Secretaria de Estado de Acompanhamento Económico emitiu no final de Fevereiro um parecer que sugere que o regulador da concorrência brasileiro imponha condições a ambos os grupos cimenteiros no sentido de impedir a concentração no mercado de fabrico e distribuição de cimento, tais como a venda de activos nos mercados relevantes. Sendo assim, os grupos poderão manter as suas participações na cimenteira portuguesa desde que limitadas aos mercados internacionais.

- Em Novembro de 2010, a Cimpor anunciou um plano de investimento no Brasil para os próximos 3 anos, na ordem dos EUR 240 mn, no sentido de aumentar a capacidade de produção no Brasil em 35%, o que corresponde a um aumento de 2,3 mn de toneladas da sua capacidade local.

- Em comunicado disponibilizado junto da CMVM antes da apresentação de resultados trimestrais, a Cimpor revelou que aprovou a construção de raiz de uma nova fábrica integrada de produção de clínquer e cimento em Cerrado Grande, no Estado do Paraná, Sul do Brasil. A construção desta nova fábrica arrancará no início de 2012, traduzindo um investimento global de EUR 190 mn, sendo que a produção de cimento dever-se-á iniciar no princípio de 2014. Assim, tendo também em conta o investimento no Brasil previamente anunciado, a Cimpor verá a sua capacidade de produção no Brasil aumentar para os 9,1 mn de toneladas por ano.

- Em meados de Novembro a empresa anunciou uma emissão a 10 anos no montante de USD 150 mn colocada no mercado Norte-Americano com um cupão de 6,7%. A pedido dos investidores, a emissão foi alargada para os USD 200 mn divididos numa tranche de USD 75 mn a 12 anos com um cupão de 6,85% e uma tranche de USD 125 a 10 anos com o cupão inicialmente anunciado ao mercado.

- A empresa anunciou um conjunto de operações financeiras de refinanciamento do seu passivo e reforço de liquidez. Na sua totalidade, estas transacções aumentaram a liquidez da empresa em EUR 1000 mn assim como a maturidade média do passivo em 1,9 anos. Entre as transacções contratadas destacam-se um empréstimo sindicado de EUR 320 mn, uma facilidade de crédito de EUR 150 mn e a garantia adicional de colocação de um programa trienal de EUR 100 mn em papel comercial, entre outros.

- A participada da Cimpor em Moçambique, Cimentos de Moçambique, completou recentemente a aquisição ao seu accionista Camargo Corrêa Cimentos de uma participação de 51% na CINAC – Cimentos de Nacala – por USD 6,4 mn. Esta aquisição consolidou a Cimpor

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

Filipe Bernardo
fbernardo@bancobig.pt

Maria Almaça
mariaalmaca@bancobig.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

COMPANY NOTE

como líder de mercado em Moçambique ao adicionar capacidade instalada de 350 mil ton/ano assim como terrenos e pedreiras de calcário.

5 – Conclusão

- A evolução do negócio do grupo no 1Q11 esteve alicerçada na performance das unidades de negócio do Brasil, Turquia e China, onde o dinamismo demonstrado nos trimestres anteriores se manteve, traduzindo-se num aumento das vendas, do volume de negócios e da margem EBITDA.
- A diversificação geográfica da empresa permite beneficiar das elevadas taxas de crescimento das economias emergentes, compensando o actual abrandamento verificado nos mercados maduros. Actualmente, o Brasil e Portugal traduzem os pesos mais significativos na estrutura do grupo ao contribuírem 35,0% e 17,3%, respectivamente, para o EBITDA do grupo.
- A Cimpor tem conseguido beneficiar da sua diversificação geográfica no que concerne o acesso ao mercado de capitais, tendo em conta a actual situação macroeconómica no mercado doméstico.
- A quota dos dois países ibéricos no *bottom-line* da CIMPOR tem vindo a diminuir progressivamente nos últimos 3 anos – perfazia 58,9% no final do 1Q07 -, atingindo os 23,8% do EBITDA no 1Q11, penalizada pela tendência declinante que se verifica em Espanha e Portugal quer em termos de vendas, quer em termos do volume de negócios, ainda que o aumento dos preços em Espanha se tenha traduzido numa evolução positiva da margem EBITDA neste trimestre.
- O mercado Brasileiro apresenta-se como o mais relevante na estrutura do grupo (30,6% do volume de negócios e 35% do EBITDA) uma situação que deverá continuar a suportar a performance operacional da empresa nos próximos exercícios. O alinhamento do *management* relativo a esta matéria e o espaço de crescimento que ainda subsiste no país em termos de infra-estruturas, reforçadas em particular com a realização do Mundial de Futebol (2014) e dos Jogos Olímpicos (2016), são ilustrativos desse potencial.

Visão: COMPRAR

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

Filipe Bernardo
fbernardo@bancobig.pt

Maria Almacã
mariaalmaca@bancobig.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.