

16 de Dezembro

**ESTUDO**

**2007**

---

O presente estudo e os dados que o integram não substituem nenhuma informação prestada pela empresa, pelo regulador ou outras entidades formalmente habilitadas para o efeito.

**INAPA**



---

Tags: Inapa, Inapa França, Inapa Suíça, Inapa Espanha; Inapa Alemanha, Inapa Reino Unido, Acções; Bolsa; MediaLivros; Plano Estratégico Inapa2010; Capital Social; Estrutura Accionista; Estrutura do Grupo; Negócio; Posição do Mercado; Operação Harmónio, Aumento de Capital; Dividendos; Imparidade; Rácios Financeiros; *Discounted Cash Flow*; *EBITDA*; Vendas; *EBITDA Margin*; Soma das Partes; Múltiplos de Mercado; Equivalência Patrimonial; Papelaria Fernandes.

# Índice

## Conteúdo

0.0. Sumário .....	5
0.1. Preliminarmente.....	6
0.2. Considerações gerais .....	7
1. Introdução.....	8
2. Factores de risco .....	10
3. Perfil da empresa.....	11
3.1. Identificação da Inapa .....	11
3.2. Capital social .....	11
3.3. Estrutura accionista.....	11
3.4. Estrutura do Grupo Inapa .....	12
3.4. Negócio e posição no mercado .....	12
4. Participadas .....	14
4.1. Inapa Deutschland, GmbH .....	14
4.2. Inapa France, SAS .....	15
4.3. Inapa Switzerland .....	16
4.4. Inapa Portugal Distribuição de Papel, S.A.....	16
4.5. Inapa España Distribución de Papel, S.A., .....	17
4.6. Inapa Merchants Holding, Ltd.....	17
4.7. MediaLivros – Actividades Editoriais, S.A. ....	18
5. Plano Inapa 2010 – Reestruturação e adopção de nova estratégia.....	18
5.1. Impacto do plano na situação financeira e resultados.....	19
5.2. Capacidade do management para a execução do Plano Inapa 2010.....	20
5.3. Riscos relacionados com a execução do Plano Inapa 2010 .....	20
6. Aumento de capital .....	21
7. Política de dividendos .....	22
8. Vendas agregadas da Inapa.....	22
9. Demonstrações financeiras .....	24
10. Avaliação da Inapa .....	25
10.1. Rácios de equilíbrio financeiro .....	25
10.2. Discounted Cash Flow Model.....	25
10.3. Análise Técnica .....	27
10.3.2. Snapshot.....	29
11. Disclaimer .....	31

# Índice Tabelas, gráficos e ilustrações

## Tabelas

TABELA 1 ESTRUTURA ACCIONISTA.....	11
TABELA 2 REPARTIÇÃO DAS VENDAS DA INAPA EM VOLUME .....	12
TABELA 3 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PAPER UNION (ALEMANHA) .....	14
TABELA 4 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS INAPA FRANCE .....	15
TABELA 5 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS INAPA SWITZERLAND.....	16
TABELA 6 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS INAPA PORTUGAL .....	16
TABELA 7 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS INAPA ESPANA .....	17
TABELA 8 DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS TAVISTOCK .....	18
TABELA 9 DETALHES DO AUMENTO DE CAPITAL .....	22
TABELA 10 VENDAS AGREGADAS .....	22
TABELA 11 BALANÇO SIMPLIFICADO 3Q2007 E 3Q2006.....	24
TABELA 12 DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS CONSOLIDADOS 3Q2007 E 3Q2006 .....	24
TABELA 13 RÁCIOS DE EQUILÍBRIO FINANCEIRO.....	25
TABELA 14 MODELO DO DISCOUNTED CASH FLOW (DCF).....	26
TABELA 15 ANÁLISE TÉCNICA - SNAPSHOT .....	29

## Gráficos

GRÁFICO 1 DISTRIBUIDORES DE PAPEL EUROPEUS 2006.....	13
GRÁFICO 2 DISTRIBUIDORES DE PAPEL EUROPEUS 2006 - PERCENTAGEM .....	13
GRÁFICO 3 RESULTADOS A CURTO PRAZO - PLANO DE REESTRUTURAÇÃO .....	19
GRÁFICO 4 EVOLUÇÃO DO PREÇO.....	23
GRÁFICO 5 VENDAS POR TIPO DE USO.....	23
GRÁFICO 6 GRÁFICO POINT & FIGURE DA INAPA DE 2000 A 2007 .....	27
GRÁFICO 7 EVOLUÇÃO DA COTAÇÃO DA INAPA DE 3 JAN 2000 A 10 DEZ 2007 .....	29
GRÁFICO 8 EVOLUÇÃO DA COTAÇÃO DA INAPA DE 3 JAN 2005 A 14 DEZ 2007 .....	30

## Ilustrações

ILUSTRAÇÃO 1 ORGANOGAMA DO GRUPO INAPA .....	12
--	----

# Sumário

## 0.0. Sumário

De acordo com o Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (*Discounted Cash Flow*), o *fair value* da Inapa é de 1.81 euros. Por questões de prudência relativamente aos factores de risco, nomeadamente riscos sistemáticos e específicos, consideramos um desconto de 20 por cento adequado, traduzindo-se isso num *fair value* reformulado de 1.45 euros.

Atendendo aos actuais rácios financeiros, onde um excesso de alavancagem e um baixo CapEx penalizam a empresa, e considerando as estimativas futuras, o valor da Inapa depende fortemente do sucesso do plano estratégico e de reestruturação em curso. Pelo que o valor da Inapa, neste momento, assenta todo na capacidade da gestão em cumprir com os planos apresentados, aproveitando o aumento de capital realizado.

No entanto, esse valor poderá a vir a ser recuperado antes de 2010, se consideramos que o plano de reestruturação é uma operação "*putting lipstick on the pig*" para a entrada de negociação num eventual processo de M&A. Em todo o caso, essa possibilidade não deveria ter consistência antes do primeiro semestre de 2008, pelo que o *fair value* encontrado neste momento não incorpora nenhum prémio por potencial M&A relacionada com a venda da participação ainda detida pelo Estado e que tem vindo a ser anunciada desde 2006.

A Inapa é uma *small cap*, com muito pouca liquidez e, portanto, facilmente influenciada pela oscilação errática de curto prazo e ruídos na cotação. Pelo que qualquer análise técnica com base em movimentos diários e de curto prazo, será sempre muito limitada, com muito ruído e com grande probabilidade de erro. Nesse sentido optamos por uma observação ao gráfico Point&Figure de longo prazo em modo de *speed down*, de forma eliminarmos esses ruídos e interferências na cotação.

Podemos concluir que a Inapa ainda não deu sinais de reversão da tendência de longo prazo. No entanto, considerando aspectos fundamentais, tais como o aumento de capital em curso e uma nova gestão com um plano estratégico bem definido e que tem vindo a ser cumprindo, é de olhar para o gráfico no sentido de identificar uma eventual futura base que possa permitir uma recuperação sustentada da cotação. O aumento de capital pode ser um catalisador para essa formação e uma eventual subida futura, mas para já, em termos técnicos, tal não existe e por isso consideraríamos apenas um acompanhar mais atento da evolução da cotação.

O volume médio diário da Inapa (3m) é de 283.560 acções; volume esse que tem vindo a aumentar e que nos últimos meses foi bastante ultrapassado a quando fortes subidas na cotação, o que reflecte uma possível tomada de posição de novos accionistas que poderão vir a ser revelados neste aumento de capital e poderão ajudar a capitalizar o valor da acção em termos especulativos.

INAPA INV. P. GESTÃO

NYSE Euronext Lisbon

Último Preço : EUR 1.03\*

Fair Value: EUR 1.45

Reuters: INA.LS

Bloomberg: INA PL

DWA: INA-LB

Yahoo!: INA.LS

Euronext code: PTINAOAP0008

ISIN: PTINA0AP0008

Normativo Contabilístico: IFRS

Capitalização: EUR 154,5m

No. de acções emitidas: 150.0m

Free float: 50%

Principais accionistas:

- Estado (37,2%)
- BCP (17,43%)
- S. e P. Gere (3,47%)

Vol. médio diário (3m): 283.560

Range 52Wk: EUR 1.02|2.94

\* Preço de fecho de 14/12/07

# Preliminarmente

---

## 0.1. Preliminarmente

Em face dos vários pedidos de alguns investidores, nossos associados e não só, que nos procuram para obter informações sobre a Inapa, nomeadamente no que concerne ao caso que envolve a Papelaria Fernandes, o aumento de capital em curso e o comportamento da acção em bolsa, consideramos oportuno o presente estudo.

Este trabalho não é um *research* sobre a empresa e não encerra qualquer recomendação de compra, venda ou outra, sobre os valores mobiliários que constituem a Inapa.

Trata-se de um estudo objectivo onde, quanto muito, são emitidas meras opiniões.

O estudo contém perspectivas, circunstâncias e eventos futuros no que diz respeito, nomeadamente, sobre a situação financeira, resultados da actividade e riscos de mercado, da actividade e do sector da empresa. Os dados e opiniões apresentadas sobre essa perspectiva, envolve um elevado risco e incerteza, uma vez que são autónomos à nossa vontade e estão associados a circunstâncias e eventos susceptíveis de modificações no futuro.

Alguns dos dados passados e apresentados neste estudo poderão ter ligeiras diferenças dos registados junto das fontes onde foram recolhidos em virtude de eventuais arredondamentos.

As conclusões contidas neste trabalho, resultam única e exclusivamente das opiniões pessoais dos envolvidos no estudo e foram efectuadas de forma independente e objectiva e sem nenhum tipo de sujeições ou influências; não obstante os autores poderem ter posições directamente nos valores mobiliários referidos neste trabalho ou indirectamente através de fundos de investimento ou outros veículos e instrumentos financeiros (ver *disclaimer*).

Os autores do estudo não têm qualquer tipo de relação comercial ou de serviços com a Inapa ou qualquer uma das suas concorrentes.

Nenhum dos autores deste estudo é remunerado pela sua elaboração ou por eventuais receitas provenientes de negócios ou operações financeiras realizadas em virtude deste estudo.

Por último, convém entender que rentabilidades e desempenhos passados não são garantias de rentabilidades e desempenhos futuros.

Alguns dos termos económicos e financeiros constantes neste artigo, podem ser encontrados na nossa enciclopédia financeira *online* ou, em alternativa, na enciclopédia financeira do *Think Finance*, com quem estabelecemos uma parceria de troca de conteúdos. Estas enciclopédias online podem ser encontradas em:

[www.associacaodeinvestidores.com/wikinveste](http://www.associacaodeinvestidores.com/wikinveste)  
[www.thinkfnwiki.com](http://www.thinkfnwiki.com)

# Considerações gerais

## 0.2. Considerações gerais

O estudo permite ter uma ideia geral da empresa e do seu negócio e procura encontrar o *fair value* dos valores mobiliários que a constituem e do comportamento do preço das acções no mercado.

A menos que esteja mencionado, todos os dados recolhidos das demonstrações financeiras reportam a 31 de Dezembro de 2006 (com necessários ajustamentos quando seja o caso) e os factos e outras informações são os últimos possíveis de obter à data de hoje.

O estudo assenta nos três elementos mais importantes que envolvem a avaliação de uma empresa cotada:

- Factores de risco
- Análise Fundamental
- Análise Técnica

### Suposições:

Durante todo estudo, os cálculos foram feitos baseados na informação disponibilizada pela Inapa e outras empresas do sector. Assumimos: (1) que a acção de indemnização cível que a Papelaria Fernandes propôs contra a Inapa será inconsequente (2) a impossibilidade da Inapa conseguir que Papelaria Fernandes substitua a responsabilidade global de 5,5 milhões de euros das *confort letters* prestadas pela Inapa a favor do Banco Espírito Santo, SA e da Caixa de Crédito Agrícola Mútuo, não obstante estas estarem garantidas pela Papelaria Fernandes através de um penhor mercantil sobre os seus *stocks* de produtos acabados e de mercadorias (3) que o aumento do capital foi todo subscrito e o encaixe financeiro permitirá o abate de parte substancial da dívida (4) os objectivos em linha com o plano estratégico Inapa2010 (5) a capacidade do actual CEO para cumprir os objectivos propostos e criar valor ao accionista de forma sustentada (5) riscos de mercado e da empresa, nomeadamente sistemáticos e específicos.

### Fontes:

O estudo foi baseado em informação recolhida junto da Inapa e de outras empresas do sector. A informação foi revista novamente em confronto com dados obtidos junto de outras fontes, nomeadamente na Conservatória de Registo Comercial e no *website* da C.M.V.M. assim como nos *websites* das empresas concorrentes da Inapa e da Eurropa.

### Incerteza:

Os dados recolhidos são considerados como altamente fidedignos. No entanto, os dados recolhidos são bastante complexos e extensivos e, em alguns casos, foram bastante complicados de obter. Para além disso, importa sublinhar que o estudo apenas cobre o básico de uma avaliação financeira e fornece apenas informação sobre os aspectos mais importantes da empresa e do seu negócio. Este estudo não permite uma figura detalhada e pormenorizada da empresa e do seu negócio.

# Introdução

## 1. Introdução

Um dos aspectos que tem vindo a ser questionado pelos investidores que nos contactaram toca no prospecto referente ao aumento de capital, que consideram bastante omissos em relação aos problemas – inclusive judiciais – com a Papelaria Fernandes e a importância da Inapa divulgar qual, no seu entender, é o alcance daquela acção na necessidade de provisionamento.

Ora, é nosso entendimento que este passivo contingente é uma obrigação possível que provem de eventos passados e cuja existência somente será confirmada pela ocorrência ou não de um ou mais acontecimentos futuros não totalmente ou sob controlo da Inapa. Acresce ainda que a quantia da obrigação não pode ser medida com fiabilidade.

Dispõem a NCRF 21 (que tem por base a Norma Internacional de Contabilidade IAS 37), que relativamente às obrigações possíveis com a saída de recursos é remota, poder-se-á nada fazer para além de a informação ser divulgada sobre a existência de um passivo contingente.

Convém ainda frisar que a informação foi divulgada ao mercado de forma suficiente e não existe a necessidade de provisionar por se tratar de um passivo contingente que não satisfaz os critérios de reconhecimento, “uma vez que carecem de confirmação sobre se a entidade tem ou não uma obrigação presente que possa conduzir a um exfluxo de recursos que incorporem benefícios económicos”.

Para além disso o ROC pode pedir pareceres autónomos para aferir da possibilidade remota de responsabilidades; logo, se o provisionamento não foi feito e não existem reservas, ênfases ou notas é porque esse risco é improvável – as contas de Junho já foram públicas com a opinião do ROC. Não esquecer que os próprios ROC's são responsáveis civilmente, disciplinarmente e tem também responsabilidade penal. Do decorrer do exercício das suas funções de interesse público o ROC é responsável civilmente perante prejuízos que a sua não diligência possa causar a terceiros.

Ou seja, quanto ao reflexo nas contas e respectivo entendimento dos auditores, ROC e Comissão de Auditoria o facto é que o entender destas entidades já foi tornado público - as contas de Junho foram publicadas com opinião destas três entidades. Essa opinião não contém qualquer reserva sobre as contas apresentadas. Acresce que para aprovação do prospecto da emissão há uma declaração de conformidade e concordância com o mesmo dos auditores respectivos

Uma outra preocupação de alguns investidores, advém da ideia que é possível a reversão de 40% do capital da Inapa em favor da Papelaria Fernandes e que tal representa um risco enorme para a Sociedade.

Sobre esse aspecto, importa, antes de mais, entender que o risco é definido pela incerteza de retorno perante a possibilidade de um evento possível, futuro e incerto, autónoma à-vontade de quem o toma e cujo a ocorrência poderá originar prejuízo, este esta portanto associado ao nível de perda que essa incerteza poderá originar. Então, se fôssemos considerar a possibilidade de

reversão de 40% do capital da Inapa em favor da Papelaria Fernandes, face a sua materialidade, tal deveria constar no prospecto da Inapa e deveria ser provisionado ou ter reserva do ROC. No entanto, essa obrigação, quer da empresa, quer do ROC, extinguisse quando o risco jurídico e económico da ocorrência de tal evento é nulo e para isso basta um parecer fundamentado dos advogados; acresce ainda que, como já foi mencionado, se o ROC tiver dúvidas sobre o risco jurídico pode pedir pareceres autónomos para aferir a possibilidade remota de responsabilidades. Então, se o prospecto do Aumento de Capital, que passou pelo crivo da CMVM, do ROC e a empresa não foi obrigada a provisionar nem tão pouco teve nenhuma reserva, podemos considerar que o risco de ocorrência de prejuízos em razão deste evento é praticamente nulo. O que nos leva a concluir que existem pareceres jurídicos inequívocos (que tiveram de ser ponderados também pela CMVM) de que o referido processo não se traduzirá numa obrigação.

Aliás, tal entendimento pode ser constatado no capítulo relativo aos “Factores de Risco”, na página 22, onde são abordados os riscos subjacentes às acções judiciais em curso com a relevância que o Regulador entendeu necessária; o prospecto e demais informação publicada, designadamente em operações de mercado, é vista e justificada em detalhe.

Quanto ao risco da reversão referida, importa sublinhar que está não tem por objecto o capital da INAPA IPG mas da sua filial portuguesa INAPA Portugal que representa apenas 5,7% do volume de negócios do Grupo, portanto, mesmo em caso de reversão, cujo o risco temos de considerar tendencialmente nulo, a Papelaria Fernandes teria sempre que devolver a remuneração dos próprios capitais investidos pela Inapa nessa participação. Ou seja, não só o risco de ocorrência é nulo como o impacto será residual nas contas da Inapa, isto apesar da vária desinformação que tem sido veiculada.

Vale ainda a pena recordar que foi a INAPA IPG que comunicou a acção da Papelaria Fernandes como facto relevante ao mercado em 30 de Agosto último, quando a Papelaria Fernandes tinha apresentado a acção judicial a 1 de Agosto sem que tivesse comunicado ao mercado.

De forma a podermos proporcionar uma visão mais esclarecida sobre a Inapa, conforme solicitação dos nossos associados, para que este possam fazer um juízo fundamentado do valor dos títulos mobiliários que a constituem, apresentamos, sumariamente, alguns dados importantes.

## Factores de risco

### 2. Factores de risco

Numa decisão de investimento e na formulação de um juízo sobre o valor dos títulos mobiliários que constituem o alvo do investimento, os accionistas actuais e potenciais, deverão ponderar o risco associado a esse mesmo investimento.

Os riscos identificáveis na actividade da Inapa, prendem-se essencialmente com:

- **risco sistemático**; traduzido no risco geral de mercado em todo o seu conjunto, como por exemplo aspectos políticos, sociais ou económicos do mundo, do país ou do sector, ou ainda outros riscos que alterem o comportamento da maioria dos investidores e demais *stakeholders*. Sublinhando que Inapa, quer pelo sector onde opera, pela própria actividade e organização e distribuição geográfica, esta sujeita a riscos derivados:
  - da volatilidade decorrente das flutuações nos preços das matérias-primas, nomeadamente devido a desequilíbrios entre a oferta e procura e em particular com a subida do preço do petróleo;
  - da forte dependência da ciclicidade do sector;
  - de câmbios desfavoráveis;
  - de subida das taxas de juro
  - do comportamento do mercado em todo o seu conjunto.
  
- **risco específico**; traduzido no risco individual da própria Inapa, relacionado com a sua situação económico-financeira, em específico com os relacionados com os aspectos que possam condicionar as perspectivas de resultados futuros. Dos quais destacamos
  - uma alavancagem excessiva;
  - baixas margens do negócio;
  - forte competição (perda de clientes, redução de margens);
  - eventual incapacidade para executar a estratégia empresarial e as medidas de reestruturação anunciadas;
  - eventual aumento de custos operacionais e administrativos associados ao plano de reestruturação em curso e previsto;
  - risco de *default* de clientes;
  - risco de litígio;
  - risco de incapacidade de financiamento e falta de liquidez;
  - risco tecnológicos e operacionais;
  - reduzido *free-float* ;
  - risco de *small cap*;
  - risco com o fundo de pensões.

Para além dos riscos acima identificados os investidores devem também considerar a possibilidade outros riscos e incertezas actualmente desconhecidos ou de momento considerados materialmente irrelevantes em termos de efeito negativo na actividade, situação financeira ou resultados operacionais da Inapa.

## Perfil da empresa

### 3. Perfil da empresa

#### 3.1. Identificação da Inapa

A Inapa foi constituída em 1965 como Inapa – Indústria Nacional de Papéis, que actualmente tem a denominação Inapa Investimentos, Participações e Gestão, S.A..

É uma sociedade dominante do Grupo Inapa que tem a sua principal actividade na venda e distribuição de papel. Participa directamente e a 100 por cento no capital da Gestinapa – SGPS S.A. e Inaveste – SGPS, S.A.,

Representa um volume de negócios de 1,1 mil milhões de euros, o que faz da Inapa a décima quarta maior empresa europeia em volume de negócios<sup>1</sup>.

É o quarto maior distribuidor europeu; maior distribuidor ibérico; número dois em França e número três na Alemanha, Suíça e Espanha.

Tem uma base de cerca de 65 mil clientes.

#### 3.2. Capital social

Tem um capital social de 27.237.013 euros, totalmente realizado e representado por 27.237.013 acções ordinárias, tituladas e ao portador com o valor nominal de 1 euro cada.

A Inapa recentemente efectuou uma operação de redução do seu capital social de 150.000.000 euros para 136.185.065 euros, através da extinção de 2.762.987 acções próprias e redução do capital social dos mencionados 136.185.065 euros para os actuais 27.237.013 para cobertura de perdas de capital, com diminuição do valor nominal das acções de 5 euros para 1 euro por acção.

Encontra-se em curso um aumento de capital social de 27.237.013 euros para 150.000.000 euros por nova entrada em dinheiro representado pela emissão de novas acções com reserva de preferência dos actuais accionistas.

#### 3.3. Estrutura accionista

Tabela 1 Estrutura accionista

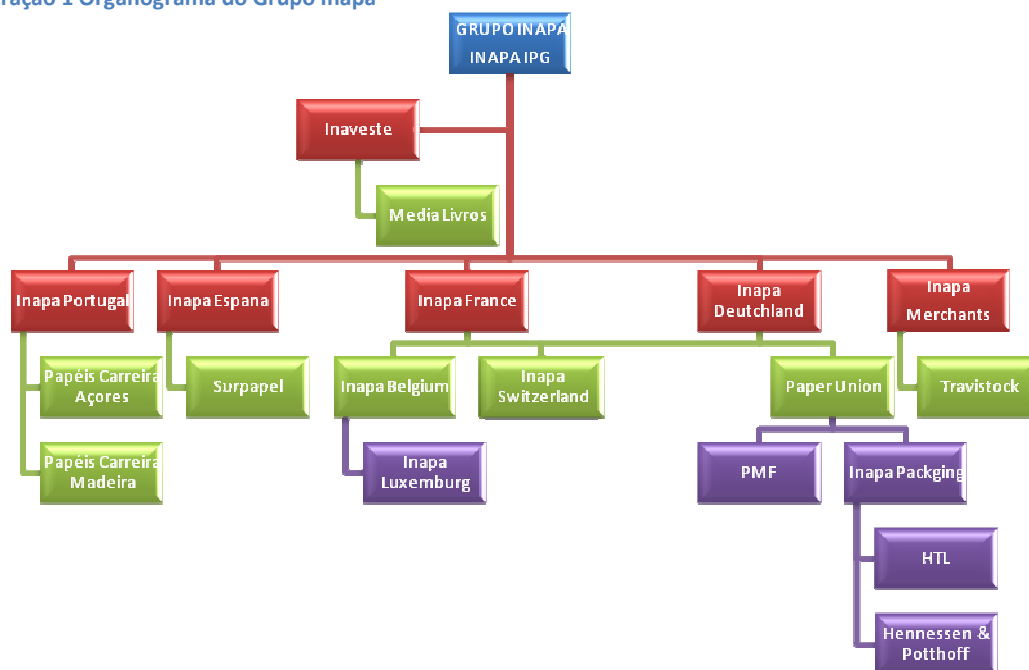
Accionistas	Número Acções	% Capital	% Votos
Parpública - Participações Públicas (SGPS),	8.912.811	32,72%	32,72%
Participação imputável ao Millennium bcp	4.748.187	17,43%	17,43%
Seguros e Pensões Gere, SA	945.746	3,47%	3,47%
<b>Total Participações Qualificadas</b>	<b>14.606.744</b>	<b>53,63%</b>	<b>53,63%</b>

Fonte: Inapa e CMVM

<sup>1</sup> Excluindo o sector financeiro

### 3.4. Estrutura do Grupo Inapa

Ilustração 1 Organograma do Grupo Inapa



#### 3.4. Negócio e posição no mercado

O Grupo Inapa é a quarta maior empresa de distribuição de papel a nível europeu (sendo que os cinco maiores representam mais de 80 por cento do mercado; 9,76 Mio. Ton.), com posições consolidadas em oito países da Europa, nomeadamente: Portugal; Espanha; França; Suíça, Bélgica; Luxemburgo; Reino Unido. Sendo que a Inapa France (que integra Inapa Switzerland, Inapa Belgium e Inapa Luxemburg) e a Inapa Deutschland detêm em conjunto mais de 75,9 por cento das vendas da empresa.

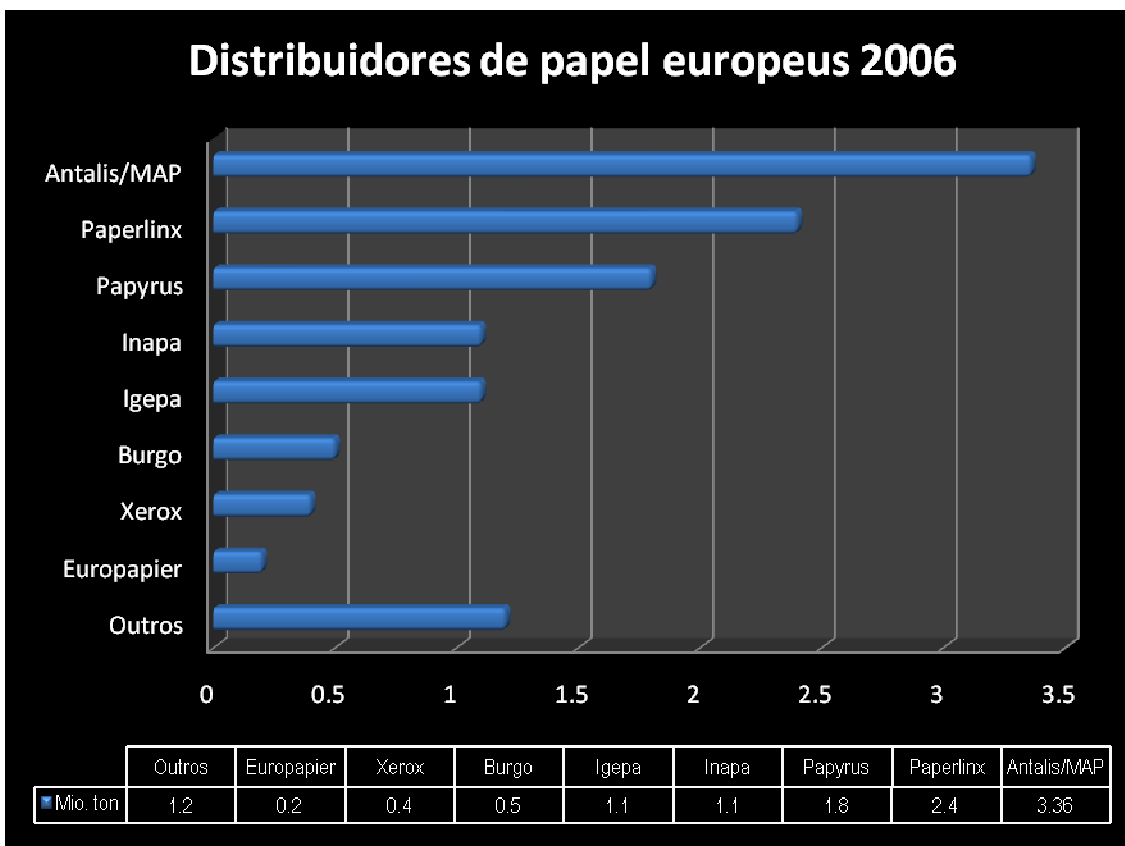
Apesar da grande concentração em termos de volume e valor de vendas nas duas empresas supra citadas, não existe uma dependência significativa do grupo relativamente a clientes, contratos ou outro tipo de situações que tenham importância determinante nas actividades do Grupo Inapa.

Tabela 2 Repartição das vendas da Inapa em volume

	Δ % 05-06	Jun 07	2006	2005	2004
<b>Alemanha</b>	1,00%	54,5%	53,5%	52,9%	52,3%
<b>França</b>	-0,60%	21,4%	22,0%	23,9%	24,4%
<b>Espanha</b>	-0,90%	6,5%	7,4%	7,6%	8,1%
<b>Suíça</b>	0,3%	6,5%	6,2%	6,7%	6,4%
<b>Portugal</b>	0,00%	5,7%	5,7%	5,3%	5,5%
<b>Bélgica</b>	-0,10%	2,0%	2,1%	1,6%	1,6%
<b>Itália</b>	0,20%	2,2%	2,0%	1,2%	1,0%
<b>Reino Unido</b>	0,10%	1,2%	1,1%	0,8%	0,7%

Fonte: Inapa

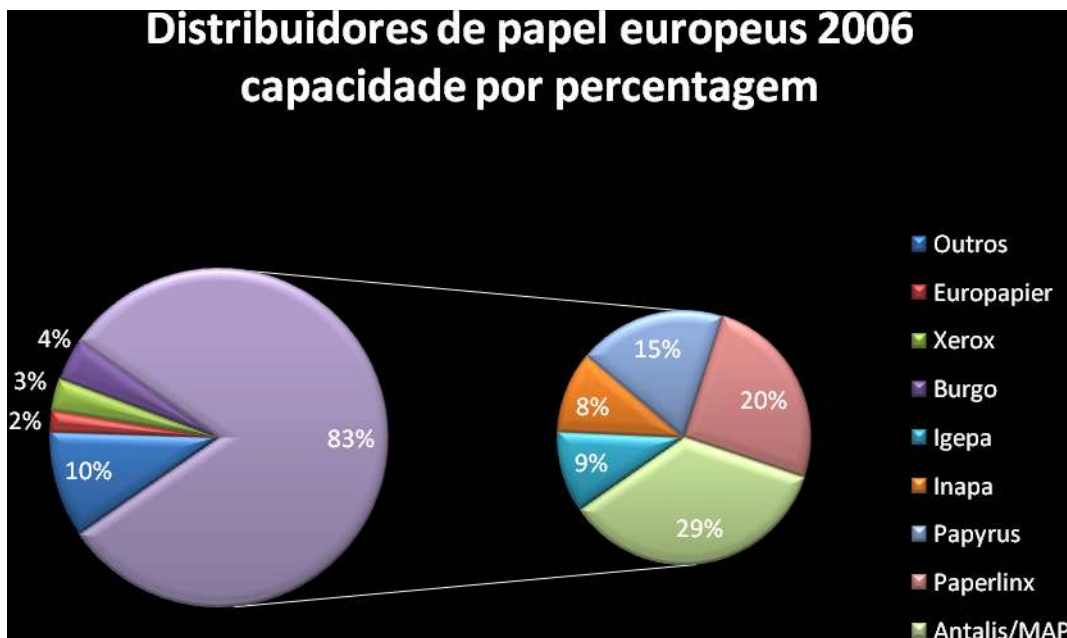
Gráfico 1 Distribuidores de papel europeus 2006



Fonte: Inapa e informação nos relatórios e websites das empresas

Nota: A Antalis esta em processo de fusão com a MAP, pelo que foi considerada a soma aritmética da capacidade das duas empresas.

Gráfico 2 Distribuidores de papel europeus 2006 - percentagem



Fonte: Inapa e informação nos relatórios e websites das empresas

Nota: A Antalis esta em processo de fusão com a MAP, pelo que foi considerada a soma aritmética da capacidade das duas empresas.

# Participadas

## 4. Participadas

A Inapa tem uma forte e diversificada implementação geográfica e do negócio, orientando a sua estratégia para os mercados que lhe proporcionam fortes lucros ou para aqueles em que é um dos líderes do negócio

### 4.1. Inapa Deutschland, GmbH

Inapa Deutschland, GmbH, integrada no Grupo Inapa desde 2000, detém a totalidade do capital da Papier Union, GmbH, que por sua vez participa a 100 por cento no capital da Inapa Packaging GmbH e PMF-Factoring GmbH, estas operam na Alemanha e Suíça.

Em 2004 reorganizou a área de *marketing* e vendas e em 2005 foi a vez de reorganizar a área comercial, nomeadamente o armazém central, *call-centers* e serviços de apoio comercial para além da criação de uma empresa de *factoring* orientada para a aquisição dos créditos da empresa sobre os seus clientes, permitindo assim uma estreita e forte relação comercial.

Tabela 3 Demonstração de resultados Paper Union (Alemanha)

(em milhares de euros)	Jun 07	Jun 06	Ano 06	Ano 05	Ano 04	Δ % Jun 07/Jun 06	Δ % 06/05	CAGR 04-06
<b>Vendas</b>	279.992	264.367	559.658	546.873	532.863	5,9%	2,3%	1,65%
<b>EBITDA</b>	11.388	10.180	19.023	20.360	21.118	11,9%	-6,5%	-5,09%
<b>EBIT</b>	7.899	6.758	11.667	13.253	17.116	16,9%	-12,0%	-17,44%
<b>Resultados correntes</b>	5.199	4.709	7.454	10.238	13.847	10,4%	-27,2%	-26,63%
<b>Resultados líquidos</b>	2.968	2.524	5.958	7.764	9.283	17,6%	-23,3%	-19,89%

Fonte: Inapa

A Paper Union, que opera na Alemanha, tem vindo a aumentar a sua quota de mercado, actualmente nos 18,5 por cento, uma das maiores quotas de mercado na Europa.

Depois de uma profunda reestruturação nas áreas de *marketing* e vendas, a Paper Union foi capaz de contrariar a tendência do mercado e conseguiu um aumento nas vendas, quer em volume e quer em valor; tendo crescido em valor entre 2005 e 2006 2,3 por cento a um CAGR0406 de 1,65 por cento.

No primeiro semestre de 2007 a Paper Union registou vendas no valor de 280 milhões de euros, que representa mais 6 por cento do que em igual período de 2006, com impacto positivo ao nível do EBITDA.

O EBITDA apresenta uma variação negativa de 6,5 por cento entre 2005 e 2006 e CAGR0406 de 5,09 por cento. No entanto, essa tendência negativa parece ter sido invertida no primeiro semestre de 2007 em que o EBITDA registou um aumento de 11,9 por cento, mais 1,2 milhões de euros face ao período homólogo.

## 4.2. Inapa France, SAS

Inapa France, SAS e subsidiárias, Inapa Switzerland, Inapa Belgique e Inapa Luxembourg; operam na França, Suíça, Bélgica e Luxemburgo respectivamente.

A Inapa France, antiga Mafipa, integra o grupo desde Junho de 1998 e dedica-se ao fornecimento de papel às artes gráficas, à indústria gráfica, transformadores e consumíveis de escritório. Este foi um dos activos mais caros adquiridos pela Inapa e tem sido um dos maiores responsáveis pela destruição de valor do grupo, apesar de ser o segundo maior distribuidor de papel da França.

No entanto, apesar da elevada perda por imparidade, a Inapa iniciou uma profunda reestruturação na célula francesa que passou pela centralização e reorganização de serviços, optimização do modelo logístico e redução do pessoal efectivo na ordem dos 25 por cento.

A reestruturação visou ainda a redução de custos associados ao transporte de papel, através da renegociação dos contractos de transporte.

A Inapa Belgique encontra-se também em processo de reorganização interna das equipas comerciais com reforço nas vendas pelos canais directos.

A Inapa Itália encontra-se em processo de liquidação, pelo que não foi mencionada acima.

A Inapa Luxembourg, resultada da Papyrus, uma empresa com mais de meio século de existência e cujo a marca é bastante forte e que se estende a produtos de papelaria para além do papel.

Tabela 4 Demonstração de resultados Inapa France

(em milhares de euros)	Jun 07	Jun 06	Ano 06	Ano 05	Ano 04	Δ % Jun 07/Jun 06	Δ % 06/05	CAGR 04-06
<b>Vendas</b>	124.591	136.459	252.325	280.912	281.707	-8,7%	-10,2%	-5,36%
<b>EBITDA</b>	2.985	-1.990	-7.646	-721	4.483	n.a.	-960,4%	n.a.
<b>EBIT</b>	2.168	-3.034	9.644	-3.071	1.652	n.a.	n.m.	141,6%
<b>Resultados correntes</b>	273	-4.458	-13.416	-6.231	-178	n.a.	-155,3%	-768,16%
<b>Resultados líquidos</b>	-1.581	-6.070	-13.042	-6.000	-2.157	74,1%	-177,4%	-145,89%

Fonte: Inapa e ATM

Os resultados da Inapa France entre 2005 e 2006 foram fortemente penalizados pela própria conjuntura do mercado francês. Apesar de ter registado um maior volume de vendas (na ordem dos 3,5 por cento), os resultados acabaram condicionados por uma queda no valor das mesmas devido à queda registada nos preços unitários.

A profunda reestruturação da empresa, que colidiu com os vários entraves burocráticos provenientes da lei francesa, contribuiu negativamente para a actividade corrente e a Inapa France acabou por registar um queda de 10,2 por cento no valor de vendas entre 2005 e 2006 e uma CAGR0406 de menos 5,36 por cento.

O EBITDA, que em Junho de 2006 registava 2 milhões de euros negativos, inverteu a tendência que vinha a marcar desde 2005 e apresentou quase 3 milhões de euros (positivo) no primeiro semestre deste ano, fruto da reorganização ocorrida.

### 4.3. Inapa Switzerland

A Inapa Switzerland teve como factos mais significativos a fusão das marcas na insígnia Inapa, uniformizando e reforçando a sua imagem, a aquisição do remanescente do capital da Baumgarther Holding da qual ficou a deter 100 por cento e a reestruturação e reorganização da força comercial.

Tabela 5 Demonstração de resultados Inapa Switzerland

(em milhares de euros)	Jun 07	Jun 06	Ano 06	Ano 05	Ano 04	Δ % Jun 07/Jun 06	Δ % 06/05	CAGR 04-06
<b>Vendas</b>	38.950	40.638	78.109	86.739	77.671	-4,2%	-9,9%	0,28%
<b>EBITDA</b>	1.153	985	1.125	735	86	17,1%	53,1%	261,68%
<b>EBIT</b>	1.022	862	918	370	-110	18,5%	148,5%	n.a.
<b>Resultados correntes</b>	949	806	801	214	-256	17,7%	273,43%	n.a.
<b>Resultados líquidos</b>	677	493	752	165	-326	37,2%	354,9%	n.a.

Fonte: Inapa e ATM

Após aquisição acima referida, a Inapa Switzerland tornou-se na terceira maior empresa do grupo.

A reestruturação permitiu uma redução de encargos com pessoal em aproximadamente 35 por cento.

As vendas registaram uma quebra de 10 por cento entre 2005 e 2006 por via da reestruturação estratégica levada a cabo; que passou por um aumento da margem unitária com consequente perda de clientes e que se traduziu numa perda de quota de mercado na ordem dos 2,7 por cento. O primeiro semestre de 2007 traduziu-se por uma quebra nas vendas na ordem dos 4,2 por cento, quando comparado com o período homólogo de 2006 e uma CAGR0406 de 0,28%.

O EBITDA, apesar da diminuição do volume de vendas (quer em valor quer em unidades) aumentou 17 por cento no primeiro semestre de 2007 comparando por igual período em 2006 e 53,1 por cento entre 2005 e 2006, com uma CAGR0406 de 261,68%.

### 4.4. Inapa Portugal Distribuição de Papel, S.A

Inapa Portugal Distribuição de Papel, S.A. e subsidiárias, nos Açores e Madeira, são líderes no mercado português, responsáveis por 5,7 por cento do volume de negócios.

Tabela 6 Demonstração de resultados Inapa Portugal

(em milhares de euros)	Jun 07	Jun 06	Ano 06	Ano 05	Ano 04	Δ % Jun 07/Jun 06	Δ % 06/05	CAGR 04-06
<b>Vendas</b>	32.984	32.540	65.824	63.315	64.481	1,4%	4,0%	1,04%
<b>EBITDA</b>	2.703	2.226	2.446	3.252	3.637	21,4%	-24,8%	-17,99%
<b>EBIT</b>	2.495	1.990	1.961	2.727	3.082	25,4%	-27,8%	-20,23%
<b>Resultados correntes</b>	1.701	1.387	1.444	1.488	1.809	22,7%	-3,0%	-10,66%
<b>Resultados líquidos</b>	1.334	994	1.428	1.458	1.700	34,3%	-2,0%	-8,35%

Fonte: Inapa e ATM

A Inapa Portugal detêm uma quota de mercado em Portugal próxima aos 50 por cento. O volume de vendas aumentou em valor entre 2005 e 2006 em 4 por cento e no primeiro semestre de 2007 também registou uma variação positiva de 1,4 por cento quando comparada com período homólogo de 2006, isto apesar dos volumes vendidos terem diminuído cerca de 1.100 toneladas, o que reflecte um aumento das margens.

O EBITDA, que registou uma variação negativa entre 2005 e 2006 na ordem dos 27,8 por cento, inverteu essa tendência no primeiro semestre de 2007 ao registar uma valorização de 25,4 por cento em período homólogo de 2006, fruto de uma estratégia de aumento das margens.

Sendo ainda de salientar a criação de um centro de serviços partilhados do Grupo localizado em Sintra, para as áreas de sistemas e comunicações, compras tesouraria, financeira e contabilidade, com o qual é previsto um ganho de eficiência operacional e redução de custos operacionais com reflexo na conta resultados.

#### 4.5. Inapa España Distribución de Papel, S.A.,

Em Espanha, a Inapa España Distribución de Papel, S.A., com uma participação na Surpapel, SL, procedeu durante este ano ao encerramento de vários armazéns, nomeadamente Valência, Saragoça e Corunha, tendo centralizando todas as operações e distribuição no Centro Logístico da Idisa, em Madrid.

Tabela 7 Demonstração de resultados Inapa Espana

(em milhares de euros)	Jun 07	Jun 06	Ano 06	Ano 05	Ano 04	Δ % Jun 07/Jun 06	Δ % 06/05	CAGR 04-06
<b>Vendas</b>	31.874	33.241	64.406	69.159	71.214	-4,1%	-6,9%	-4,90%
<b>EBITDA</b>	-139	166	-1.201	1.338	530	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EBIT</b>	-394	-398	-1724	193	-655	0,9%	n.a.	-62,24%
<b>Resultados correntes</b>	-1.522	-1.1871	-3.593	-1.516	-2.495	-28,2%	-137%	-20,00%
<b>Resultados líquidos</b>	-1.908	-1.248	-3.096	-1.516	-2.253	-53,0%	-104,2%	-17,22%

Fonte: Inapa e ATM

A Inapa Espanha foi também objecto de profunda reestruturação num clima concorrencial bastante agressivo onde os próprios produtores tentam negociar directamente com o cliente final. Por força deste ambiente concorrencial e uma estratégia de defesa dos preços médios de venda, a Inapa Espana acabou por registar uma perda de volume de vendas em valor de cerca de 6,9 por cento entre 2005 e 2006, uma CAGR0406 de menos 4,90 por cento e uma quebra de 4,1 por cento em Junho de 2007 quando comparado com o período homólogo.

O EBITDA registou um valor negativo em 2006 e também no primeiro semestre de 2007, fruto da quebra no volume de vendas.

#### 4.6. Inapa Merchants Holding, Ltd

Inapa Merchants Holding, Ltd, que participa a 100% no capital da Tavistock Paper Sales, Ltd., estão sediadas no Reino Unido.

Trata-se de uma empresa, orientada para o abastecimento de papel a produtos de envelopes, apesar de também distribuir papéis de escritório.

É uma das empresas bastante rentáveis no seio do grupo, apesar de uma ponderação pouco representativa nas contas devido à sua pequena dimensão. No entanto, este mercado poderá vir a ser um dos escolhidos pela Inapa para crescer numa vertente de crescimento não orgânico (portanto, através de fusões e aquisições), já que é um mercado com espaço de crescimento e bastante rentável.

Tabela 8 Demonstração de resultados Tavistock

(em milhares de euros)	Jun 07	Jun 06	Ano 06	Ano 05	Ano 04	Δ % Jun 07/Jun 06	Δ % 06/05	CAGR 04-06
<b>Vendas</b>	5.239	4.407	9.000	6.245	5.813	18,9%	44,1%	24,43%
<b>EBITDA</b>	173	98	141	76	1	76,1%	86,7%	1.309,23%
<b>EBIT</b>	164	89	124	59	-13	83,3%	109,3%	n.a.
<b>Resultados correntes</b>	167	91	126	58	-10	83,3%	116,2%	n.a.
<b>Resultados líquidos</b>	129	54	137	56	-10	138,8%	145,2%	n.a.

Fonte: Inapa e ATM

O valor das vendas aumentaram uns expressivos 44,1 por cento entre 2005 e 2006, uma CAGR0406 de 24,43 por cento e uma variação positiva de 18,9 por cento no primeiro semestre de 2007 quando comparado com o período homólogo.

O EBITDA registou um elevado crescimento entre 2005 e 2006, na ordem dos 86,7 por cento; tendência que se mantém em 2007 em que cresceu 76,1 por cento no primeiro semestre de 2007 quando comparado com o mesmo período de 2006.

#### 4.7. MediaLivros – Actividades Editoriais, S.A.

A MediaLivros – Actividades Editoriais, S.A. dedica-se à impressão e edição de livros e foi recentemente fundida com o Grupo Editorial Difel, no sentido de aumentar o seu *portfolio* de autores, tais como Isabel Allende e Umberto Eco, permitindo uma maior afirmação no universo editorial, atingido novos segmentos de mercado e reduzindo a ciclicidade da actividade.

A Inaveste – Mediação de Seguros S.A. é uma empresa fora do *core business* da Inapa e que foi alienada em Março do corrente exercício. O mesmo aconteceu com a participação financeira que detinha na Papelaria Fernandes por considerarem que a mesma não apresentava uma política e perspectivas de criação de valor para o accionista.

No seguimento das alienações já verificadas para as empresas que não integravam o *core business* do Grupo, a MediaLivros pode vir a ser, no âmbito da reestruturação em curso e de acordo com a estratégia do plano Inapa2010, a ser brevemente alienada. O impacto com a venda poderá ser de neutro a ligeiramente positivo.

#### 5. Plano Inapa 2010 – Reestruturação e adopção de nova estratégia.

O actual CEO foi o responsável máximo pelo desenho do Plano Inapa2010, através do qual assumiu, em Maio do corrente ano, um compromisso ambicioso de reestruturação da empresa e criação de valor para o accionista.

O plano de reestruturação tem toda a racionalidade económica e financeira e a estratégica vai ao encontro dos interesses da boa governação societária privilegiando a criação de valor ao accionista e foca-se essencialmente em:

- Focar a sua actividade nos mercados onde se encontra no *top3* do sector e onde detenha vantagens competitivas sustentáveis;
- Focar o negócio na actividade *core* desinvestindo em activos não estratégicos, procurando o aumento da rentabilidade de capitais;
- Optimização da eficiência operacional e capitalização de sinergias;
- Melhoria da margem e rentabilidade das vendas;
- Crescimento da rentabilidade dos clientes existentes através de *cross selling* de produtos complementares;

O plano foi desenvolvido no seguinte contexto de mercado:

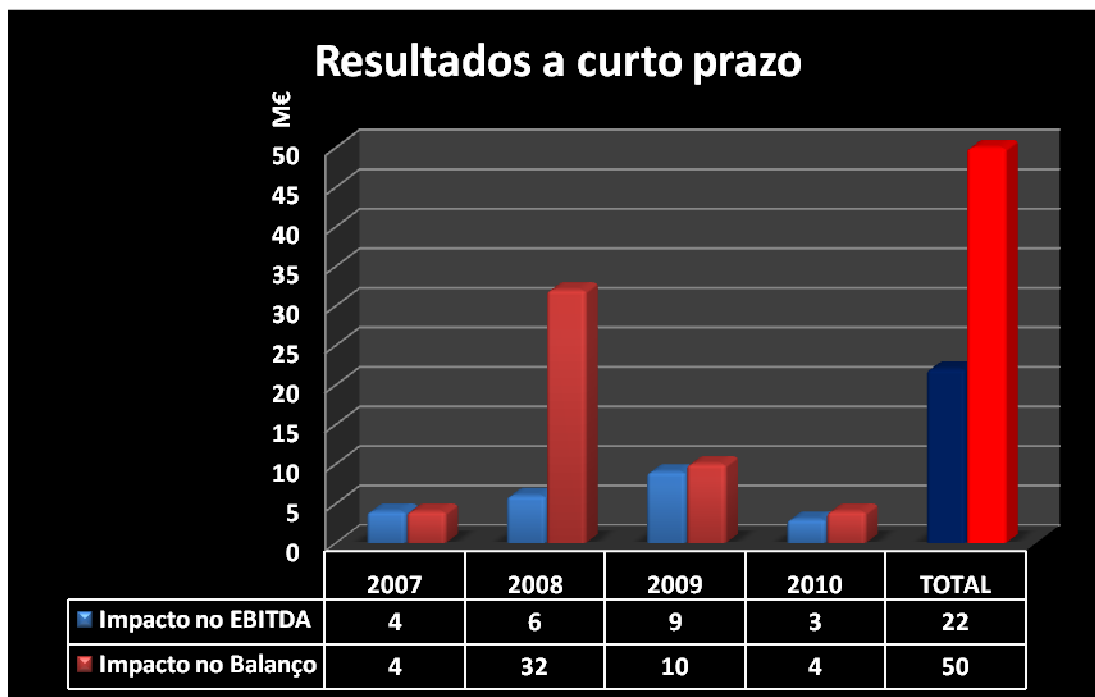
- Crescimento global do mercado a uma CAGR0610 entre 2 por cento e 3 por cento, em linha com o crescimento do PIB;
- Reequilíbrio de mercado entre a oferta e a procura devido ao encerramento verificado e significativo da capacidade de produção;
- Continuação da tendência de aumento de preços devido ao encerramento de produção já anunciado.

### 5.1. Impacto do plano na situação financeira e resultados

O plano de reestruturação entre 2007 e 2010 prevê:

- Um impacto positivo no EBITDA de aproximadamente 22 milhões de euros;
- Um *free cash flow* de 50 milhões de euros;
- Custos de reestruturação não recorrentes estimados em 9 milhões de euros.

Gráfico 3 Resultados a curto prazo - plano de reestruturação



Fonte: Inapa

Ou seja, a Inapa prevê que apenas em resultado da reestruturação levada a curso, as demonstrações de resultados em 2010 apresente um aumento do seu EBITDA em 22 milhões de euros comparado com 2006 e o seu balanço uma diminuição da dívida líquida (*net debt*) em 50 milhões de euros.

O desenvolvimento de produtos complementares, tais como material de *packaging* e outros, que permite o *cross selling* a clientes já existentes, um aumento das vendas pelos canais directos (aumentado a margem unitária) e o aumento da eficiência operacional, pode permitir um aproveitamento de sinergias estimado na ordem dos 22,5 milhões de euros.

Uma maior racionalização e programação da distribuição, nomeadamente na distribuição urgente, através de um incentivo aos clientes com partilha de lucros por *kick back* ou *rappel* de parte dos ganhos obtidos; permitindo assim uma redução de custos substancial através de uma programação da distribuição atempada.

É objectivo operacional e financeiro da Inapa atingir:

- Um aumento das vendas de papel a uma CAGR<sup>0610</sup> de 3 por cento.
  - Aumento das vendas de papel em volume a uma CAGR<sup>0610</sup> de 1 por cento, 1.074M ton em 2006;
  - Aumento das vendas de papel em valor a uma CAGR<sup>0610</sup> de 2 por cento, 1.050M € em 2006;
- Aumento da margem bruta no papel a uma CAGR<sup>0610</sup> de 1 por cento
- Aumento da margem de Re-EBITDA<sup>2</sup> de 3 por cento em 2006 para 4,5 por cento em 2010;
  - Sendo que a ponderação do papel nesse resultado, que actualmente tem um peso de 94 por cento, passara para os 85 por cento;
  - Enquanto que os outros negócios passarão dos 6 por cento de 2006 para os 15 por cento em 2010, fruto do plano de *cross selling* e venda de *mix* de produtos.
- Aumento do ROCE<sup>3</sup> de 7,1 por cento para os 12 por cento.

## 5.2. Capacidade do *management* para a execução do Plano Inapa 2010

O *management* da empresa foi renovado, principalmente com a entrada de num novo CEO que demonstra uma distinta capacidade de gestão dos recursos da empresa, um enorme racional económico e financeiro e um conhecimento profundo da natureza do negócio e dos factores que influenciam o sector; qualidades indispensáveis para a execução da estratégia empresarial definida no Plano Inapa 2010. Acresce a estas qualidades um elevado sentido de mercado, importante para o modo como os investidores vêem a empresa e o comportamento desta em bolsa. Este novo *management* vem romper com um longo período de destruição de valor da empresa resultado de más decisões de gestão e investimento, pelo que o risco inerente ao nível das demonstrações financeiras diminui consideravelmente e a confiança na concretização do ambicioso plano de reestruturação e expansão aumenta.

## 5.3. Riscos relacionados com a execução do Plano Inapa 2010

Constitui factores de risco:

---

<sup>2</sup> EBITDA recorrente (excluindo resultados extraordinários)

<sup>3</sup> Net Operating Profit after taxes/Working Capital + Gross Fixed Capital Employed

- 1) A possibilidade da Inapa ter de vir a suportar custos não esperados em consequência das reestruturações em curso, nomeadamente com custo de rescisões ao nível do pessoal;
  - a. Este risco é tido essencialmente em França, onde a Inapa procedeu a uma redução significativa do número de colaboradores.
  - b. Apesar das provisões constituídas para cobrir os eventuais custos resultantes de obrigações legais e regulamentares com a operação de redução de colaboradores em França impostas pela legislação Francesa, a Inapa pode incorrer em custos adicionais;
  - c. Os vários entraves burocráticos provenientes da lei francesa, podem afectar a operação referida na alínea anterior e afectar negativamente a actividade corrente;
  - d. A Inapa pode ainda vir a ter de suportar outros custos com a redução de colaboradores em outras empresas e outros mercados onde actue no âmbito de reestruturações que considere imperativas implementar.
  - e. Para além de eventuais litígios resultantes destas operações de reestruturação.
- 2) Degradação da rentabilidade das vendas devido a pressões concorrenciais;
- 3) Dificuldade de retenção e fidelização de clientes, nomeadamente por pressões concorrências e fraca gestão dos índices de satisfação destes;
- 4) Dificuldades na racionalização e venda de activos previstos no plano Inapa2010 devido a diversos factores externos e autónomos à-vontade da gestão, nomeadamente condições de mercado;
- 5) Desequilíbrios profundos entre a oferta e procura de papel nos mercados Europeus;
- 6) Perda de eficiência operacional devido à perda da força de vendas, ineficiência da rede logística e falhas nas medidas de reestruturação dos serviços administrativos;
- 7) Falha na concretização de eventuais aquisições com vista o crescimento não orgânico em mercados rentáveis e onde possa haver um grande aproveitamento de sinergias, que poderá ter impacto na actividade e resultados da Inapa;

## 6. Aumento de capital

Encontra-se em curso um aumento de capital social de 27.237.013 euros para 150.000.000 euros por novas entradas em dinheiro representado pela emissão de novas acções com reserva de preferência dos actuais accionistas.

Este aumento de capital resulta de uma operação harmónio que consistiu na redução do seu capital social de 150.000.000 euros para 136.185.065 euros, através da extinção de 2.762.987 acções próprias e redução do capital social dos mencionados 136.185.065 euros para os actuais 27.237.013 para cobertura de perdas de capital, com diminuição do valor nominal das acções de 5 euros para 1 euro por acção.

A operação harmónio resultou da necessidade da Inapa cobrir perdas por imparidade e outras, que representaram mais de metade do seu capital social. Estas perdas resultaram de péssimas decisões de investimento e gestão da anterior direcção, nomeadamente com a perda por imparidade na Inapa France a qual foi adquirida em 1998 (ainda denominada como Mafipa) a preços extremamente elevados.

Este aumento de capital vai permitir à Inapa diminuir a sua dívida líquida (*net debt*) em aproximadamente 30 por cento e refinar a restante dívida, o que lhe permite resolver uma das suas principais fraquezas (a excessiva alavancagem) e encontrar uma maior rigidez financeira para continuar a operar as reestruturações em curso e fazer investimentos

estratégicos, como por exemplo aquisições em mercados onde seja líder e/ou sejam extremamente rentáveis.

Tabela 9 Detalhes do aumento de capital

<b>Entrada em dinheiro</b>	<b>€122.7mn</b>
<b>Novas acções</b>	122.7mn
<b>Ex-Direitos</b>	22 Nov.
<b>Transacção de direitos</b>	28 Nov. a 6 Dez.
<b>Exercício dos direitos de subscrição</b>	28 Nov. a 12 Dez.
<b>Liquidação financeira</b>	17 a 19 Dez.
<b>Admissão de novas acções</b>	28 Dez.

Fonte: Inapa

## 7. Política de dividendos

A Inapa deixou de distribuir dividendos em 2001 devido às condicionantes financeiras. No entanto, porque a Inapa considera que o pagamento de dividendos é importante na remuneração dos seus accionistas, pretende retomar essa prática logo que seja possível financeira e economicamente. É provável que a Inapa venha a distribuir dividendos já no próximo ano.

## 8. Vendas agregadas da Inapa

O volume de vendas do Grupo Inapa diminui 3,1 por cento em 2006 quando comparado com o período homólogo de 2005: Dos 1,12 milhões de toneladas para 1,08 milhões de toneladas respectivamente.

Tabela 10 Vendas agregadas

	Jun 07	Jun 06	Ano 06	Ano 05	Ano 04
<b>Volume (M ton)</b>	0,53	0,55	1,08	1,12	1,06
<b>Valor (M€)</b>	549,2	547,0	1.086,3	1.097,0	1.074,4

Fonte: Inapa

A quebra no valor das vendas em 2006 é justificada pela Inapa como tendo sido resultado, principalmente, das reestruturações em dois grandes mercados, nomeadamente França e Espanha; mas mesmo assim em linha com o mercado que caiu 1 por cento em volume e em valor durante 2006.

Verifica-se uma melhoria do preço médio de 2005 (1.097,0M€/1.12Mton) para 2006 (1.086,3M€/1,08Mton) que representou uma subida de 2,1 por cento; fruto, essencialmente, devido ao material de *packaging* mas também a alguma melhoria do *mix Stock/Indent*.

O volume de vendas diminui das 0,55 milhões de toneladas registadas no primeiro semestre de 2007 para as 0,53 milhões de toneladas em período homólogo de 2006, o que resultou também na quebra do valor das vendas, apesar de uma subida de 2,5 por cento no preço que não foi suficiente para diluir a queda do volume. Verifica-se pois uma clara orientação da gestão para obtenção de uma melhor margem em detrimento do maior volume de vendas, procurando assim rentabilizar os seus clientes.

A evolução do preço por tonelada tem um comportamento bastante homogéneo em cada país. No entanto, quando se compara as diferenças de preços entre os diversos mercados, verifica-se uma grande discrepância, que se pode constatar pela diferença entre os preços praticados no Reino Unido e os praticados na Bélgica ou Suíça.

Só a Suíça e a Bélgica, que são os países onde os preços por tonelada são mais elevados, é que registaram um decréscimo de 0,8 por cento e 3,4 por cento respectivamente entre 2005 e 2006. Já todos os outros onde a Inapa opera registaram alguma evolução, com destaque para o Reino Unido que aumentou 1,9 por cento. Tal demonstra uma tendência de aproximação de preços entre os diversos países.

Gráfico 4 Evolução do preço



Fonte: Inapa

Gráfico 5 Vendas por tipo de uso



Fonte: Inapa

## 9. Demonstrações financeiras

Tabela 11 Balanço simplificado 3Q2007 e 3Q2006

Balanço	Milhares de euros		
	3Q2007	3Q2006	Δ %
	ACTIVO	780.758	786.255
CAPITAL PRÓPRIO (incluindo interesses minoritários)	30.211	45.315	-33,3%
PASSIVO	750.547	740.940	1,3%

Fonte: Inapa

Tabela 12 Demonstração dos resultados consolidados 3Q2007 e 3Q2006

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS Consolidada	Milhares de euros		
	IAS/IFRS		
	3Q2007	3Q2006	Δ %
Vendas e Prestação de Serviços	786.885	798.892	-1,5%
Varição da produção			
Custo das vendas	(660.243)	(691.813)	4,6%
<b>Resultados Brutos</b>	126.642	107.079	18,3%
<b>EBIT</b>	19.219	11.634	65,2%
<b>Resultados financeiros (líquidos)</b>	(26.661)	(15.471)	72,3%
<b>Resultados Relativos a Empresas Associadas</b>	(49)	36	
<b>Resultados de Operações em Descontinuação</b>	(882)		
<b>Resultados Correntes</b>	(8.373)	(3.801)	102,3%
<b>Resultado Extraordinário</b>			
Imposto sobre rendimento	858	455	88,6%
Interesses minoritários	118	302	-60,9%
<b>NET EARNINGS</b>	(9.349)	(4.558)	-105,1%
<b>NET EARNINGS p/ share</b>	(0.00031)	(0.00015)	-100,1%

Fonte: Inapa

O terceiro trimestre de 2007 não foi muito favorável em termos operacionais, com as vendas a recuarem 1,5 por cento quando comparadas com o mesmo período homólogo, uma diferença que se traduz em 12 milhões de euros, sobretudo devido a risco cambiais e ao encerramento da produção em Itália

De destacar um extraordinário crescimento do EBIT em 65,2 por cento para os 19,2 milhões de euros no terceiro trimestre de 2007 quando comparado com período homólogo de 2006, resultado da subida da margem bruta e um maior controlo de custos operacionais.

O resultado líquido do exercício depreciou 105,1 por cento no terceiro trimestre de 2007 quando comparado com igual período de 2006, traduzindo num resultado negativo de 9,3 milhões de euros; muito devido aos resultados financeiros líquidos que aumentaram em 72,3 por cento o prejuízo (para os 27 milhões de euros negativos, quando comparado com os 15 milhões negativos do período homólogo de 2006).

Os presentes resultados mostram um enfoque no cumprimento do plano estratégico Inapa 2010.

## 10. Avaliação da Inapa

### 10.1. Rácios de equilíbrio financeiro

Tabela 13 Rácios de equilíbrio financeiro

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	CAGR0710E
SALES	1,109	1,143	1,177	1,212	1,144	0.8%
EBITA	24	31	38	42	43	15.7%
EBITDA	31	39	46	49	50	12.7%
CAPEX	-6	-6	-7	-6	-6	0.0%
FREE CASH FLOW	19	25	29	32	32	13.9%
ENTERPRISE VALUE (Share Price 1.05€)	466	430	416	411	405	-3.5%
<b>EV/SALES</b>	<b>0.42</b>	<b>0.38</b>	<b>0.35</b>	<b>0.34</b>	<b>0.35</b>	<b>-4.5%</b>
<b>EV/(EBITDA-Capex)</b>	<b>15.02</b>	<b>11.03</b>	<b>9.03</b>	<b>8.38</b>	<b>8.10</b>	<b>-14.3%</b>
<b>EV/EBITDA)</b>	<b>18.62</b>	<b>13.03</b>	<b>10.65</b>	<b>9.55</b>	<b>9.20</b>	<b>-16.2%</b>
<b>EV/EBITA</b>	<b>19.40</b>	<b>13.87</b>	<b>10.93</b>	<b>9.77</b>	<b>9.42</b>	<b>-16.5%</b>
<b>EV/FCF</b>	<b>24.50</b>	<b>17.20</b>	<b>14.33</b>	<b>12.83</b>	<b>12.66</b>	<b>-15.2%</b>

Fonte: Inapa e ATM

Atendendo aos actuais rácios financeiros, onde uma dívida líquida pesada e um baixo *CapEx* penalizam a empresa, e às estimativas futuras, não há dúvida que a Inapa depende do sucesso do plano estratégico e de reestruturação para que em 2010 possa transaccionar a múltiplos bastante satisfatórios. Pelo que o valor da Inapa, neste momento, assenta todo na capacidade da gestão em cumprir com os planos apresentados, aproveitando o aumento de capital realizado.

### 10.2. Discounted Cash Flow Model

Consideramos para o cálculo do *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) – 6,87 por cento:

- 40% of *Capital Structure Funded by Equity*
- 60% of *Capital Structure Funded by Debt*
- 4,23% *Risk Free Rate*, igualando às taxas a 10-YR Tres. Yield;
- 5% *Equity Risk Premium*;
- 1,25% *Equity Beta* sendo 0.65% (o beta da acção - sobre índice de referência PSI20; períodos de 10 sessões<sup>4</sup>) acrescido de 0.60% devido ao risco de *small cap* e da reestruturação em curso.
- 6.07% *Interest rate on Net Debt*, considerando custos financeiros sobre saldo médio da dívida;
- 26,5% *Corporate Rate*

Construímos o modelo de *Discounted Cash Flow* (DCF):

- assumindo um crescimento perpétuo de 2%;
- a depreciação a uma taxa de aumento de 0.66% sobre as vendas;
- o *CapEx* a uma taxa de aumento de 0,56% sobre as vendas<sup>5</sup>;
- aumento das vendas a uma média de 1,03% ao ano;
- consideramos o efeito do aumento de capital na dívida líquida (*net debt*).

De acordo com o Modelo dos Fluxos de Caixa Descontados (*Discounted Cash Flow*), o *fair value* da Inapa é de 1.81 euros ao qual se deve aplicar uma taxa de desconto de 20 por cento devido

<sup>4</sup> É dividido o período de dois anos (12/12/2005 a 10/12/2007) em *time frames* de 10 sessões de Bolsa cada. Fonte: Finbolsa

<sup>5</sup> Consideramos apenas o *CapEx* de cruzeiro, excluindo eventuais operações pontuais, tais como a venda de activos imobiliários não afectos a actividades operacionais de acordo com o plano Inapa 2010.

aos riscos sistemáticos (10 por cento) e específicos (10 por cento), pelo que o *fair value* ajustado aos factores de risco é de 1.45 euros.

A Inapa poderá passar a negociar com o prémio por potencial M&A relacionada com a venda da participação ainda detida pelo estado e que tem vindo a ser anunciada desde 2006; tendo sido adiada em 2007 por falta de condições de mercado, isto quando a acção cotava próximo dos 1.40 euros (preço ajustado ao AC). No entanto, esta possibilidade só deverá começar a ganhar consistência depois do primeiro semestre de 2008, assim que a operação “*putting lipstick on the pig*” estiver concluída, não obstante o plano estratégico Inapa2010 só terminar em 2010.

Tabela 14 Modelo de *Discounted Cash Flow*

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	CAGR0710E
EBITA	24	31	38	42	43	16%
Add Back Depreciation	7	8	8	7	7	0%
<b>EBITDA</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>46</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>13%</b>
Less Capex	-6	-6	-7	-6	-6	0%
Corporate Rate	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%	n.a.
Less Notional Tax (EBITA * tax rate)	-6	-8	-10	-11	-12	19%
<b>FCF to Enterprise</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>14%</b>

Weighted Average Cost of Capital %	6.87%
Assumed Perpetual Growth %	2%
<b>Undiscounted Terminal Value</b>	<b>653</b>

<b>NPV of FCF to Enterprise</b> ( <i>enterprise value</i> )	<b>579</b>
[Net Debt] / Cash	-300
[Minority Interests]	-8
[Pensions and other financial liabilities]	0
Associate Investments	1
Tax Assets	0
<b>Equity Value</b>	<b>272</b>
Number of Shares Fully Diluted	150

Target Value Per Share:	1.81
Systematic and Specific Risk (-20%)	<b>1.45</b>

DCF Sensitivity			
	Perpetual Growth %		
WACC %	1.5%	2.0%	2.5%
5.9%	2.35	2.83	3.43
6.9%	1.53	<b>1.81</b>	2.17
7.9%	0.95	1.14	1.37

DCF Sensitivity*			
	Perpetual Growth %		
WACC %	1.5%	2.0%	2.5%
5.9%	1.88	2.26	2.74
6.9%	1.22	<b>1.45</b>	1.74
7.9%	0.79	0.91	1.10

\* Includes 20% Systematic and Specific Risk discount

16 de Dezembro de 2007
------------------------

	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	CAGR0611E
EBITA	-29	24	31	38	42	43	n.a.
<b>SALES</b>	<b>1,077</b>	<b>1,109</b>	<b>1,143</b>	<b>1,177</b>	<b>1,110</b>	<b>1,110</b>	<b>0.6%</b>
EBITDA MARGIN	1.9%	2.8%	3.4%	3.9%	4.5%	4.5%	18.8%
<b>EBITDA</b>	<b>20</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>20.1%</b>
DEPRECIATION	-49	7	8	8	7	7	n.a.
% of SALES	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	n.a.
CAPEX	-6	-6	-6	-7	-6	-6	0.0%
% of SALES	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	n.a.

Fonte: Inapa e ATM

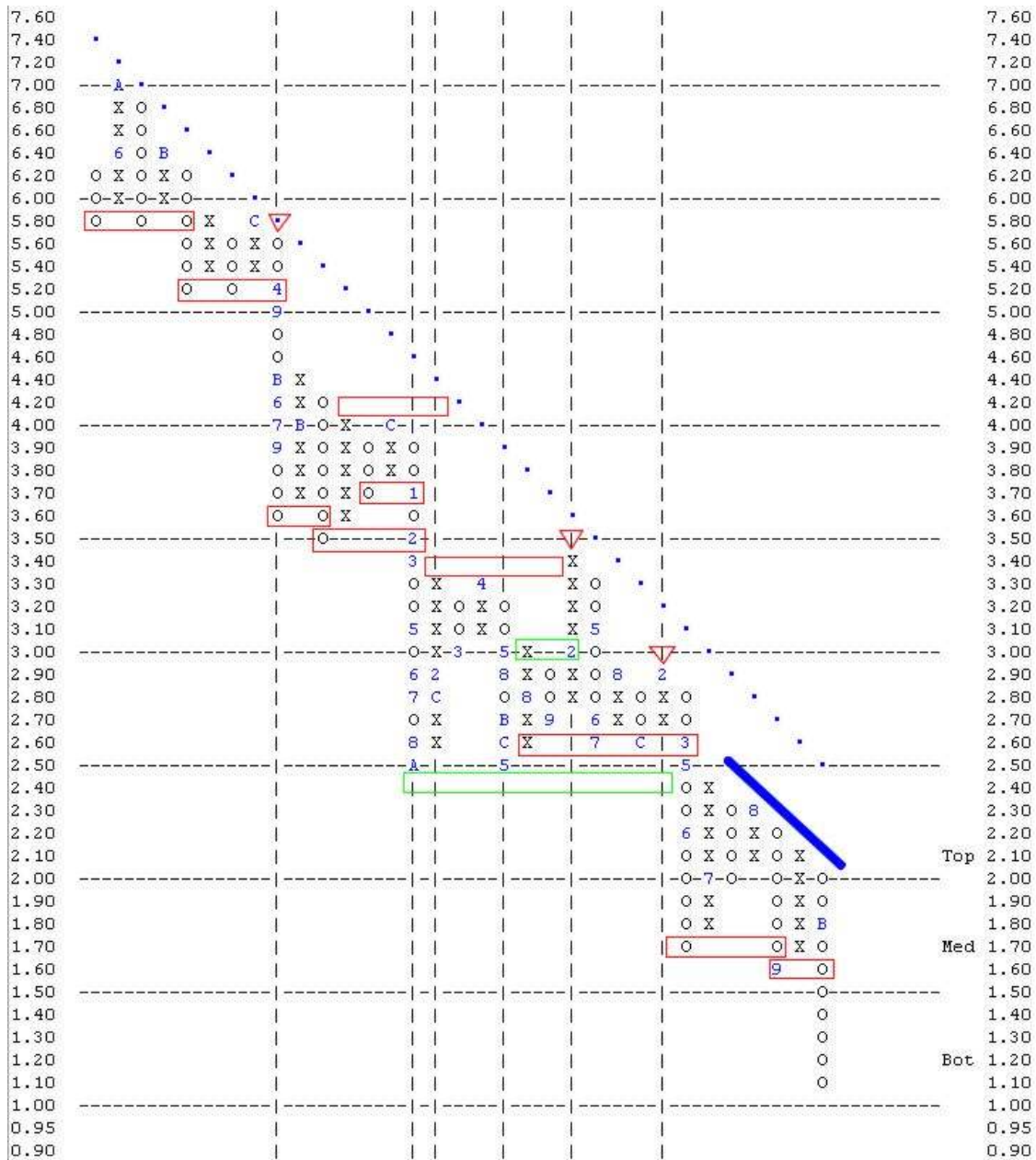
### 10.3. Análise Técnica

A Inapa é uma *small cap*, com muito pouca liquidez e, portanto, facilmente influenciada pela oscilação errática de curto prazo e ruídos na cotação. Pelo que qualquer análise técnica com base em movimentos diários e de curto prazo, será sempre muito limitada, com muito ruído e com grande probabilidade de erro. Nesse sentido optamos por uma observação ao gráfico *Point & Figure* de longo prazo em modo de *speed down*, de forma eliminarmos esses ruídos e interferências na cotação.

Nenhum dos gráficos foi ajustado à emissão de novas acções em virtude do aumento de capital. Pelo que qualquer interpretação futura deverá considerar o efeito diluidor do aumento de capital.

#### 10.3.1. Gráfico Point & Figure

Gráfico 6 Gráfico Point & Figure da Inapa de 2000 a 2007



Fonte: Dorsey Wright & Associates e ATM

A objectividade do gráfico *Point & Figure* na representação da relação de forças entre a oferta e a procura, torna claro que o mercado soube sempre avaliar muito bem a Inapa. Pelo que a tendência claramente negativa que se tem vindo a registar ininterruptamente (não obstante correcções técnicas) desde 2000 até a presente data, torna o preço das acções da Inapa em bolsa durante esse período, um bom indicador do desempenho do antigo *board* e das más decisões de gestão que foram tomadas. Este não é certamente um gráfico ilustrativo de uma gestão.

Desde 2000 que a Inapa tem vindo a negociar sempre abaixo da *Bearish Resistance Line* (BRL), a qual ofereceu sempre resistência nas *bear corrections* sem nunca ter sido violada, reafirmando desse modo a tendência descendente deste movimento.

No próximo movimento de inversão da cotação para a coluna dos X's, a BRL situar-se-á nos 2.40 euros (valor não ajustado ao aumento de capital).

Em 23 de Novembro de 2007 a Inapa rompeu um duplo fundo a 1.60 euros. Esta queda reflectea negociação de direitos, pelo que a cotação deverá ser ajustada ponderando o efeito da emissão de novas acções e considerado o valor ajustado como uma próxima resistência que, se rompida, poderá passar a funcionar como suporte. Nesse caso a próxima resistência serão os 2.10 euros e o range entre os 2.30 e os 2.40 euros (os valores não ajustados).

O *Relative Strength* contra o mercado esta com sinal de venda dado em 10 de Julho de 2003 e o gráfico do *Relative Strength* esta na coluna dos O's desde 23 de Novembro de 2007, marcado pela data de ex-direitos.

O *momentum* semanal virou negativo em 11 de Agosto de 2007, dando indicação de pouca força no curto prazo – *cross point* a 1.99 euros (preço não ajustado). No entanto, o *momentum* diário é positivo à 16 dias, com o *cross point* (não ajustado) a 0.95 euros.

A distribuição mensal coloca a acção *oversold* em menos 146,5 por cento. O meio do *range* de distribuição é 1.72 euros (não ajustado).

A média móvel de 50 dias encontra-se a negociar abaixo da média móvel de 150 dias, assim como esta última se encontra a negociar abaixo da média móvel de 200 dias. O cruzamento da média móvel de 50 dias pela de 200 dias, pode marcar uma inversão clara da tendência actual, mas para já esse cenário parece estar longe.

Podemos concluir que a Inapa ainda não deu sinais de reversão da tendência de longo prazo. No entanto, considerando aspectos fundamentais, tais como o aumento de capital em curso e uma nova gestão com um plano estratégico bem definido e que tem vindo ser cumprindo, é de olhar para o gráfico no sentido de identificar uma eventual futura base que possa permitir uma recuperação sustentada da cotação. O aumento de capital pode ser um catalisador para essa formação e uma eventual subida futura, mas para já, em termos técnicos, tal não existe e por isso consideraríamos apenas um acompanhar mais atento da evolução da cotação.

O volume médio diário da Inapa (3 meses) é de 283.560 acções; volume esse que tem vindo a aumentar e que foi bastante ultrapassado nos últimos meses a quando o registo de fortes subidas na cotação; o que reflecte uma possível tomada de posição de novos accionistas que poderão vir a ser revelados neste aumento de capital e poderão ajudar a capitalizar o valor da acção em termos especulativos.

## 10.3.2. Snapshot

Tabela 15 Análise Técnica - Snapshot

Último Preço	Range 52 semanas		Volume médio (3m)	Último Trade
1,03	1.02	2.94	283.560	16-12-07

### Fibonacci

Retra3.	Retra2.	Retra1.	Proj1.	Proj2.	Proj3.
1,03	1,04	1,04	1,08	1,11	1,16

### Fibonacci 21 Dias

Retra3.	Retra2.	Retra1.	Proj1.	Proj2.	Proj3.
1,35	1,53	1,71	2,68	3,70	5,35

Risk	Reward	Risk / Reward
-0,32	1,65	-0,19

### Suportes e Resistências

2a Sup.	1a Sup.	Pivot	1a Res.	2a Res.
1,00	1,02	1,03	1,05	1,06

Fonte: NYSE Euronext e ATM

Gráfico 7 Evolução da cotação da Inapa de 3 Jan 2000 a 10 Dez 2007



Fonte: Yahoo! Inc.

Gráfico 8 Evolução da cotação da Inapa de 3 Jan 2005 a 14 Dez 2007



Fonte: Yahoo! Inc, CMVM. e ATM

**Legenda**

- (1) O accionista Estado planeia vender a posição que detém na Inapa;
- (2) O accionista BCP passa a deter 17 por cento dos direitos de voto na Inapa;
- (3) Alteração no *board* com entrada de um novo CEO;
- (4) Anúncio de perdas por imparidade e equivalência patrimonial e operação harmónio;
- (5) O accionista Estado adia a intenção de vender a posição que detém na Inapa para 2008 por considerar que as condições de mercado não são favoráveis;
- (6) Antalis adquire a MAP
- (7) Data de ex-direitos do aumento do capital.

## 11. Disclaimer

Este estudo é dirigido apenas aos associados da ATM | Associação de Investidores e Analistas Técnicos do Mercado de Capitais, com o objectivo de promover o estudo e a formação financeira. Qualquer uso do presente estudo é feito sem nenhum tipo de garantia.

O utilizador deste estudo assume o risco completo por qualquer uso que faça deste. Em nenhuma circunstância o autor ou a ATM serão responsáveis por danos directos ou indirectos causados pela utilização deste documento, incluindo, sem limitação, qualquer tipo de perdas (efectivas ou de oportunidade) ou outro qualquer incidente ou dano em consequência do uso deste estudo.

Este estudo não encerra nenhuma recomendação de compra ou venda, mas apenas uma interpretação e opinião sobre o passado, presente e futuro da empresa observada e é feito sem nenhum tipo de garantias. Esta opinião não deve ser usada por ninguém. O autor e a ATM não aceita a responsabilidade por qualquer perda ou dano que possa ser originado pelo uso desta interpretação ou opinião.

A cópia ou distribuição deste estudo sem autorização da ATM é completamente proibida.

Vários membros dos órgãos sociais da ATM, incluindo todos os que participaram na elaboração e coordenação deste estudo, detêm directa ou indirectamente acções da Inapa; assim como pode acontecer com seus familiares. Em alguns casos essas acções têm um peso considerável no seu património financeiro líquido.

## 12. Grupo de trabalho

### 12.1. Análise

Octávio Viana

Susana Pereira Moreira

### 12.2. Redacção

Octávio Viana

### 12.3. Coordenação e revisão

Marco Paulo Almeida

Rui Carrilho

João Miguel Gaspar

Paulo Santos

Associação de Investidores e Analistas Técnicos  
do Mercado de Capitais

R. Cap. Henrique Galvão, 130, 7DTF  
4050-300, Porto

TELF: +351 917 970 043

FAX: +351 221 200 322

15 de Dezembro de 2007

## SERVIÇO DE DIFUSÃO DE INFORMAÇÃO (SDI)

A promoção da difusão da informação electrónica pelos associados através da internet (Pesquisa de Informação) ou por e-mail (Difusão Selectiva de Informação) é uma das componentes básicas do SDI a par com organização e gestão de toda informação constante no portal da ATM.

O Serviço de Difusão de Informação (SDI) é um serviço que notifica via e-mail todos os associados e registados no site da ATM quando um comunicado que obedeça aos critérios e interesses previamente especificados pelo utilizador seja libertado. Nestes termos é o SDI também responsável pela distribuição electrónica de documentação e/ou informação ao Presidente da Assembleia Geral, Órgãos de Direcção, Conselho Fiscal, Unidades Orgânicas, Parceiros e restantes serviços.

Pretende-se com este serviço divulgar, de forma activa e tempestiva, toda a informação sobre a ATM e a sua actividade e, de forma passiva, disponibilizar para pesquisa todo o acervo documental residente no site da internet da ATM.

Para qualquer esclarecimento adicional sobre este serviço pode contactar a área responsável através do email criado para o efeito [sdi@associadeinvestidores.com](mailto:sdi@associadeinvestidores.com)

[www.associacandoinvestidores.com](http://www.associacandoinvestidores.com)