

Análise Sectorial

Construção

Construção e materiais

Índice

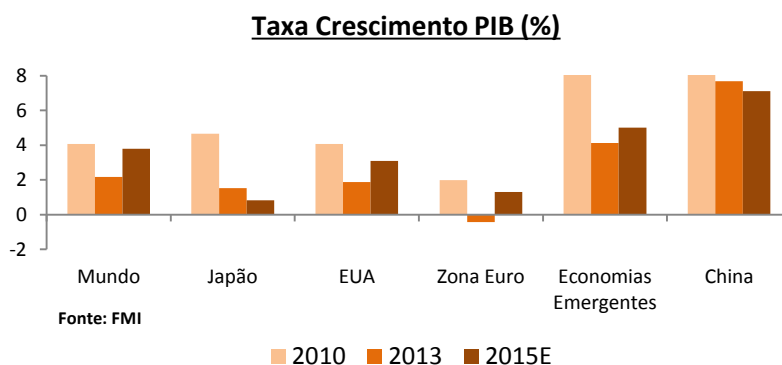
Enquadramento Sectorial.....	2
Principais Tendências.....	5
Análise comparativa.....	6
Vinci.....	7
ACS – Actividades de Construcción y Servicios.....	8
Bouygues.....	9
Eiffage.....	10
Ferrovial.....	11
Cie de Saint-Gobain.....	12
CRH.....	13
Lafarge.....	14
HeidelbergCement.....	15
Conclusão.....	16

Enquadramento Sectorial

Nesta análise sectorial pretendemos analisar o sector da construção assim como os seus principais drivers e empresas que actuam neste segmento. O estudo e compreensão deste sector torna-se decisivo na decisão de investimento numa empresa que desenvolva esta actividade.

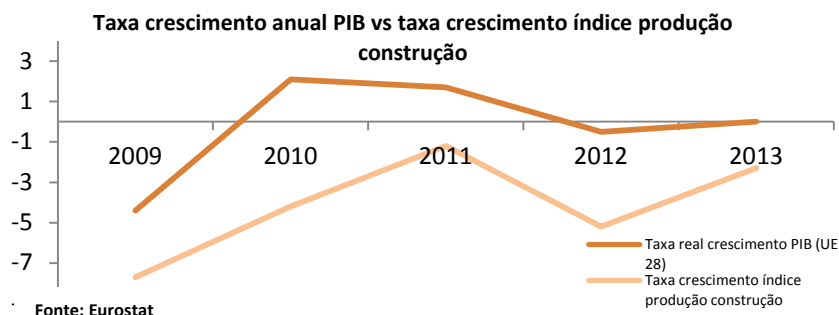
Segundo o FMI, a economia mundial cresceu 3,3% em 2014, o mesmo ritmo registado em 2013. Contudo, o contributo individual dos vários blocos económicos foi diferente, observando-se uma aceleração das economias desenvolvidas de 1,3% em 2013 para 1,8% em 2014, ao passo que as economias emergentes registaram uma desaceleração moderada (-0,3%), tendo contribuído com 4,7% para o crescimento global. O ano findo ficou marcado pela forte valorização do dólar em relação à maioria das divisas mundiais, bem como pela queda acentuada do preço do petróleo, que ameaça alterar radicalmente as relações de poder económico existentes entre os países produtores e compradores.

Relativamente ao PIB da Zona Euro, para 2014 foi apresentado um crescimento de 0,8%, depois de uma queda de 0,4% em 2013, o desemprego continua a ser um dos problemas mais expressivos entre os países pertencentes à UE. Nos EUA, depois de um crescimento negativo no primeiro trimestre de 2014, é estimado um crescimento de 2,2%. A China depara-se neste momento com a dificuldade de manter os 7,7% de crescimento atingidos em 2013, com os últimos dados a apontarem para um valor de 7,4%. O bloco emergente enfrentou um dos anos mais desafiantes dos últimos tempos, materializando-se na queda abrupta do valor das respectivas divisas locais, o que acarretou um impacto tremendamente distinto com a evolução da sua balança comercial. De salientar ainda, a quebra significativa nas receitas dos países exportadores de petróleo, devido à queda da *commodity* (no segundo semestre do ano).

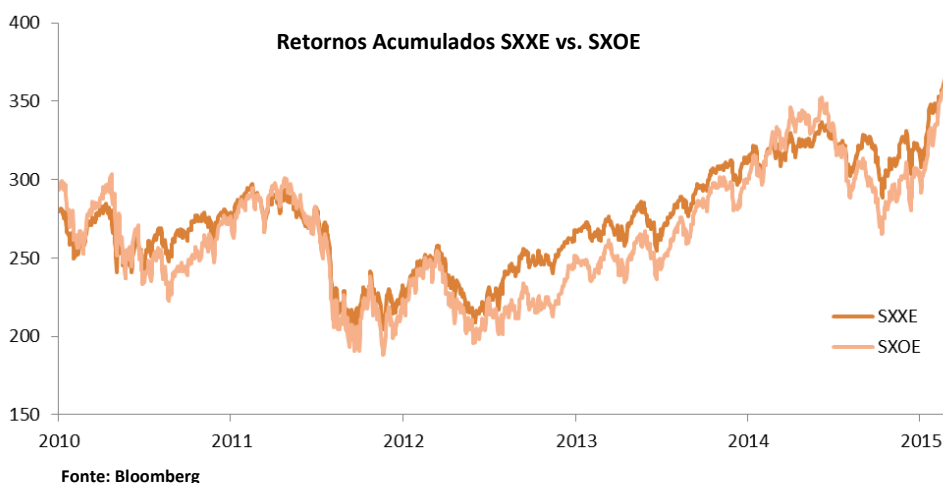


Relativamente ao sector da construção em particular, depois de sete anos durante os quais o mercado europeu perdeu no total 21% em volume, em 2014 foi registado um modesto crescimento de 1%, que se espera seja consolidado durante a actividade dos próximos anos: 2,1% em 2015 e 2,2% em 2016.

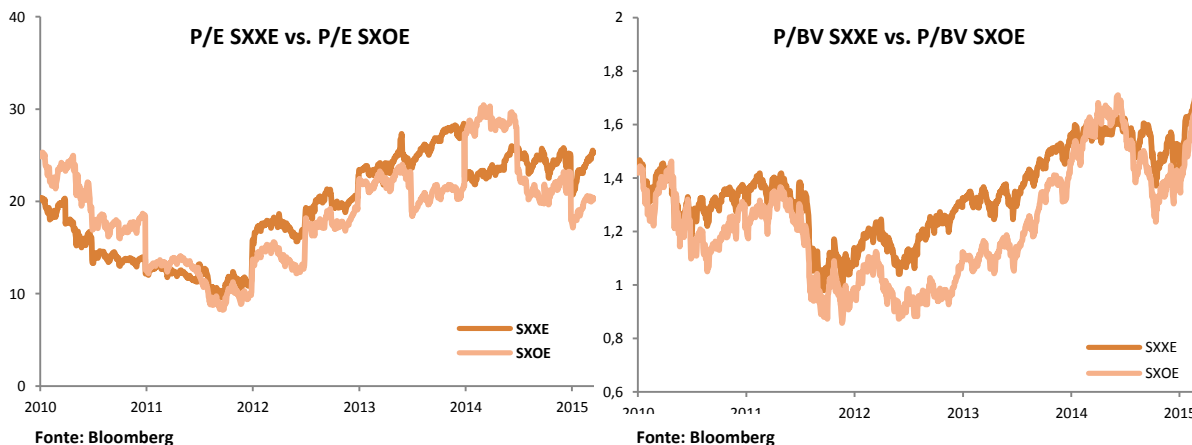
Apesar do ligeiro crescimento europeu, o crescimento global não se apresenta verdadeiramente sustentado, tendo sofrido com a desaceleração da economia chinesa e dos países emergentes (tendencialmente países para onde as construtoras se internacionalizam) e também com a incerteza em torno da zona euro. A crença na retoma reside no Leste da Europa, países que deverão registar taxas de crescimento superiores, e na China que apesar da queda do consumo ter impacto negativo no sector, ainda se mantém como o número um em termos de crescimento, seguido pela Índia. O actual crescimento populacional acentuado na Arábia Saudita, despoleta uma maior necessidade de infra-estruturas e constitui uma importante oportunidade para o crescimento do sector da construção.



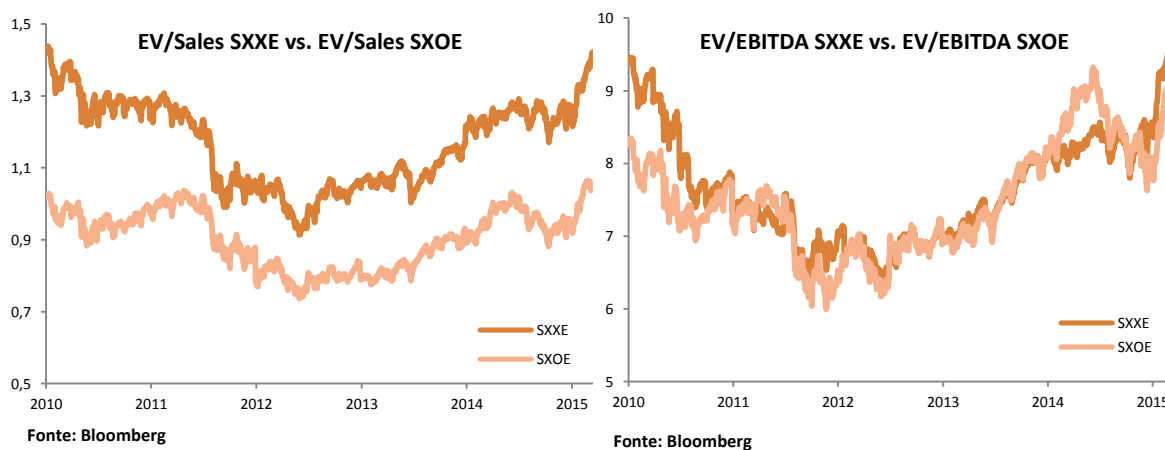
A taxa de crescimento anual do índice de produção na construção (UE 28) mantém-se negativa desde 2008. A curva acompanha tendencialmente os movimentos da taxa de crescimento anual do PIB apesar das reacções extremadas – observando-se quedas mais acentuadas e recuperações mais lentas.



Apesar da deterioração do sector da construção nos últimos anos o SXOE (índice de referência de construção e materiais de construção pertencente ao EuroStoxx) tem acompanhado os retornos do índice SXXE.



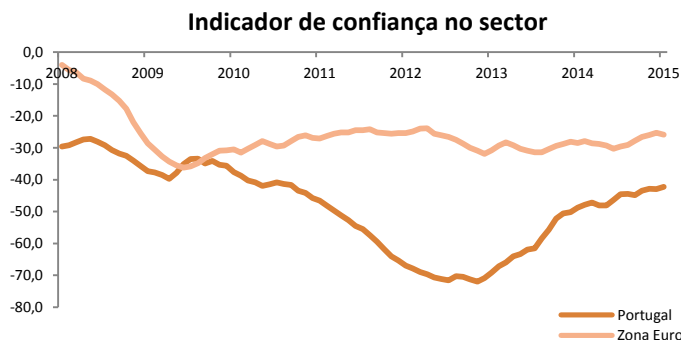
Respeitante à métrica fundamental *Price/Earnings* o índice SXOE negocia, no período em análise (2010-2015), a desconto em relação ao SXXE (24,84x vs. 20,26x). No entanto, através da análise da curva P/E SXOE, podemos atribuir estes movimentos extremados à volatilidade do sector em relação ao mercado. Em valores médios o SXOE (18,82x) encontra-se a desconto em relação ao SXXE (19,19x). As curvas P/BV iniciam 2010 com valores bastante similares (SXOE: 1,41x e SXXE: 1,45x), contudo o EuroStoxx negocia a prémio ao longo de todo o período - apresentando um valor médio de 1,35x, que confronta com 1,23x para o índice da construção.



Analisando o rácio *enterprise-value to sales* no SXOE, apesar de acompanhar as tendências do índice SXXE mantêm-se sempre abaixo, com um diferencial constante ao longo do período que ronda os 0,4x, à data presente o SXOE apresenta valores de 1,02x vs. 1,43x para o EuroStoxx. No que toca ao múltiplo *enterprise-value to EBITDA*, o sector da construção já apresenta valores mais alinhados com o índice, apesar de iniciar o período bastante descontado, convergem em termos do múltiplo fundamental em 2011 e encerra com uma média para os cinco anos de 7,50x apenas 0,15x abaixo do índice de referência.

Principais Tendências

O sector da construção está agora a entrar numa nova fase e encara 2015 com esperança na consolidação do movimento da recuperação. Estima-se que os ligeiros ganhos conseguidos ao longo do ano sejam agora consolidados nos próximos exercícios. O indicador de confiança no sector, apesar de permanecer negativo, espelha a tendência positiva que se começa a sentir.

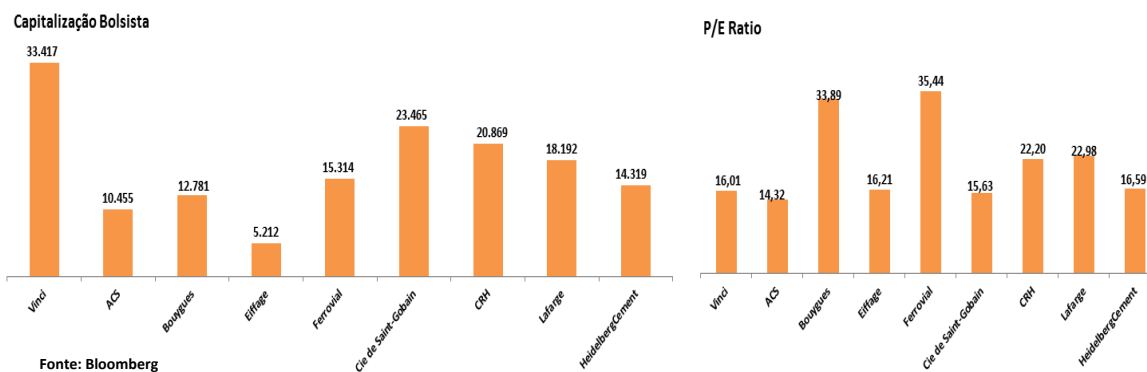


O sector da construção foi dos mais penalizados durante o período de recessão, a crise que se fez sentir na Europa obrigou as empresas a enveredar por políticas de internacionalização mais intensas, exportando para países emergentes e com maior necessidade de infra-estruturas. O bloco emergente continua a apresentar-se como o grupo de países com maior potencial de crescimento, apesar de neste momento estarem a sofrer com a forte valorização do dólar face às suas divisas e nalguns casos pelo efeito negativo associado à descida do preço do petróleo. Contudo, estes factores podem por outra via tornar-se atractivos para algumas empresas do sector europeu, sendo a desvalorização do *cross* EUR/USD de momento uma vantagem para as exportadoras. A queda do preço do petróleo, pode ser vantajosa no caso das empresas produtoras de materiais, que utilizam a *commodity* como matéria-prima.

Relativamente ao desempenho bolsista desde o início do ano as empresas têm conseguido acompanhar a forte valorização que tem ocorrido nos principais índices accionistas. Contudo, não devemos perder de vista o facto de o sector estar envolvido num processo de recuperação de longo-prazo e continuar bastante volátil a alterações na esfera macroeconómica. O elevado grau de endividamento da maior parte das empresas do sector é também um factor que se deve ter em conta.

Análise comparativa

Para efeitos de análise fundamental comparativa, seleccionámos as empresas pertencentes ao índice SXOE, índice de referência de construção e materiais pertencentes ao Euro Stoxx.



Analisando o rácio P/E podemos desde logo destacar duas empresas a Vinci e Cie de Saint Gobain, que se encontram confortavelmente a desconto em relação aos comparáveis e com uma *dividend yield* acima da média do sector.

	P/E 2015E (IBES)	P/E 2016E (IBES)	P/BV	YTD %	Dividend Yield	D/E	EBITDA 2014	MKT CAP
VINCI SA	16,07	15,29	2,27	24,74	3,91	140,39	5629,00	33.417
SAINT GOBAIN	15,64	12,97	1,30	18,59	2,97	58,35	4883,00	23.465
EIFFAGE	16,27	13,77	1,80	34,59	2,12	588,49	2148,00	5.212
LAFARGE SA	22,88	17,24	1,17	8,33	1,59	73,88	2143,00	18.192
ACS	14,33	12,98	3,45	14,74	3,48	414,35	1787,55	10.455
BOUYGUES SA	33,97	24,06	1,63	27,03	4,20	94,05	2623,00	12.781
FERROVIAL SA	35,31	32,81	2,69	26,85	3,23	177,61	983,00	15.314
CRH PLC	22,30	17,05	1,87	29,11	2,43	57,65	1641,00	20.859
HEIDELBERGCEMENT	16,65	13,67	1,09	30,03	0,78	57,71	2113,50	14.319
média	21,49	17,76	1,92	23,78	2,75	184,72	2661,23	17.113

Fonte: Bloomberg

A tabela apresentada permite uma análise fundamental mais detalhada de todas as empresas que consideramos representativas do sector da construção no seu todo.

Vinci

Preço e Performance

Preço	56,58
Máx de 52 semanas	56,92
Mín de 52 semanas	39,58
YTD (%)	24,32
Volume médio diário (mn)	15
Capitalização bolsista (mn)	33.417
Beta	0,9725135
Dividendo	1,77
EPS	4,47

Informação Financeira

Vendas (mn)	38703,00
EBITDA (mn)	5629,00
P/E2015E	16,01
P/E2016E	15,23
ROA (%)	3,94
ROE (%)	17,21
D/E	0,62
DY	1,42

Descrição: A Vinci apresenta-se como um *player* global no sector das concessões e construção, emprega cerca de 191.000 pessoas em 118 países. Com uma capitalização bolsista de EUR 33.417 mn, 61,8% das receitas estão concentradas em França, e apenas 14,3% são fora da Europa.

Resultados: A empresa reportou resultados para o ano de 2014 no geral em linha com o esperado pelo consenso de mercado. As receitas diminuíram 2% quando comparadas com o ano anterior para EUR 38.703 mn, a empresa desapontou relativamente ao resultado líquido em 1,4%, reportando EUR 2.486 mn vs. EUR 2.522 mn esperados. Os *earnings per share* cresceram 25% face a 2013 para um valor de EUR 4,43. A dívida financeira líquida a 31 de Dezembro de 2014 era de EUR 13,3 mil mn, EUR 0,8 mil mn abaixo do reportado para a mesma data no ano anterior.

Análise Fundamental: A Vinci apresenta um P/E 2015E de 16,01x e um P/E 2016E de 15,23x, a desconto relativamente ao sector que apresenta valores de 21,47x e 17,76x, respectivamente. Relativamente à métrica P/BV, a empresa apresenta-se a prémio quando comparado com a média (2,27x vs. 1,92x). Respeitante aos dividendos da empresa, os valores apresentados são bastante atractivos quando comparada com os *peers* (empresas pertencentes ao índice SXOE), com uma *dividend yield* de 3,91% que compara com uma média sectorial de 2,75%.

Performance Comparativa: Desde o início do ano, o título tem apresentado uma valorização de 24,32%. Apesar de a Vinci ser a líder mundial em construção e concessões, e apresentar de forma consistente resultados acima da média, o seu perfil pouco exportador e o *outlook* não muito promissor do sector em França terão peso na evolução da empresa no ano corrente.

Gráfico 1 – EBITDA e margem EBITDA

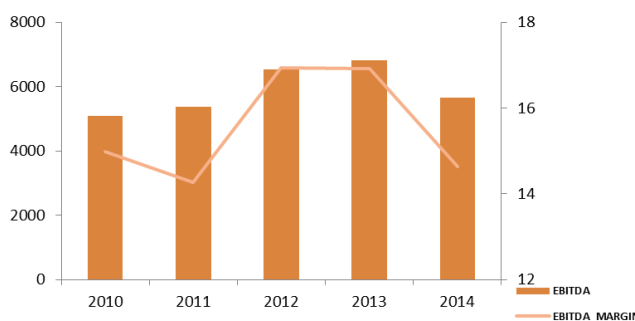
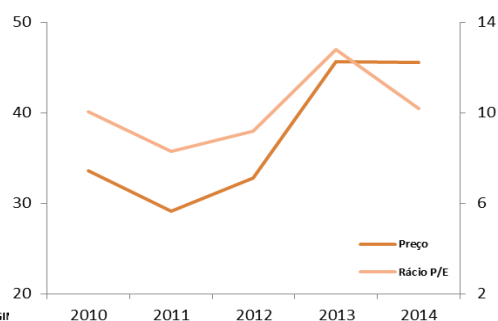


Gráfico 2 – Preço e Rácio P/E



ACS – Actividades de Construcción y Servicios

Preço e Performance

Preço	33,23
Máx de 52 semanas	34,50
Mín de 52 semanas	25,70
YTD (%)	14,69
Volume médio diário (mn)	12,97
Capitalização bolsista (mn)	10454,73
Beta	1,05
Dividendo	1,56
EPS	2,28

Informação Financeira

Vendas (mn)	34880,86
EBITDA (mn)	1787,55
P/E2015E	14,32
P/E2016E	12,97
ROA (%)	1,81
ROE (%)	22,76
D/E	1,20
DY	0,65

Descrição: O grupo ACS – Actividades de Construcción y Servicios, é uma referência mundial nos sectores em que se insere. Na área da construção o grupo opera tanto a nível de construção de infra-estruturas (auto-estradas, obras ferroviárias, marítimas e portuárias), como edificação (edifícios residências, equipamento social e infra-estruturas) e projectos relacionados com a actividade mineira. Na área dos serviços industriais a empresa está orientada para o desenvolvimento, construção, manutenção e operação de infra-estruturas energéticas, industriais e de mobilidade. No segmento da construção e relativamente às vendas de 2014, 39% foram realizadas na América do Norte, 1% na América do Sul, no bloco Ásia Pacífico 45%, Espanha 5% e nos restantes países europeus 10%. A empresa emprega cerca de 222.000 pessoas em mais de 65 países.

Resultados: As vendas do grupo no ano de 2014 alcançaram os EUR 34.880 mn, menos 0,8% face ao registado em 2013, onde, do total vendido, 84% são relativos a actividade fora de Espanha. As margens operativas (EBITDA e EBIT) registaram um decréscimo quando comparadas com o período homólogo, 12,9% e 2,6%, respectivamente. A *net debt* situa-se nos EUR 3.722 mn. Durante o mês de Fevereiro a empresa pagou um dividendo de EUR 0,446 por acção.

Análise Fundamental: Relativamente à análise fundamental, a empresa apresenta-se a desconto nas métricas P/E 2015E e P/E 2016E (14,32x vs. 21,49x; 12,97x vs. 17,76x) e o P/BV encontra-se a prémio 3,45x, face à média sectorial (1,92x). A *dividend yield* da empresa apresenta valores bastante atractivos 3,48%, acima da média sectorial que apresenta 2,75%. A empresa apresenta-se como uma das mais endividada entre os *peers* com um valor D/E de 414,35x vs. 184,72x de média do sector.

Performance Comparativa: A acção apresenta um desempenho *year-to-date* de 14,69%, aproximadamente 8 pontos percentuais abaixo da performance do índice da construção. Até à data da divulgação dos resultados *full year* 2014 o título tinha valorizado cerca de 21%, contudo após o reporte dos números o título desvalorizou cerca de 6%, movimento que ainda não conseguiu recuperar.

Gráfico 3 – EBITDA e margem EBITDA

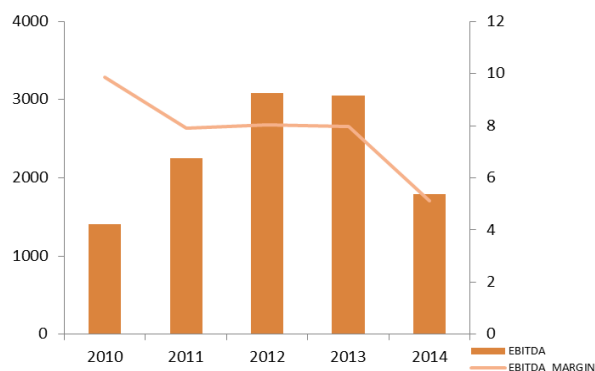
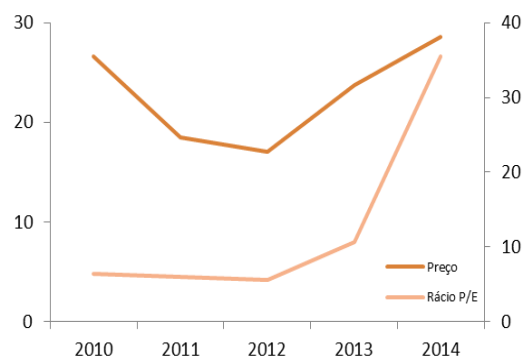


Gráfico 4 – Preço e Rácio P/E



Bouygues

Preço e Performance

Preço	38,03
Máx de 52 semanas	38,12
Mín de 52 semanas	23,70
YTD (%)	26,83
Volume médio diário (mn)	24,02
Capitalização bolsista (mn)	12780,87
Beta	1,03
Dividendo	1,60
EPS	2,41

Informação Financeira

Vendas (mn)	33138,00
EBITDA (mn)	2623,00
P/E2015E	33,89
P/E2016E	24,02
ROA (%)	2,33
ROE (%)	10,75
D/E	0,58
DY	1,52

Descrição: O Bouygues Group divide-se por três áreas de actividade distintas, construção, telecomunicações e media. Dentro do sector da construção existe ainda uma subdivisão em três subsidiárias: Bouygues Immobilier, Colas e Bouygues Constructions. Em conjunto concebem, constroem e operam edifícios públicos e privados, infra-estruturas de transporte, energias e *communications network*, sendo que 49% do seu negócio é gerado fora de França. É líder em construção sustentável, despendendo cerca de 50% do seu investimento em R&D para este tipo de construção.

Resultados: O grupo no seu global apresentou vendas de EUR 33.138 mn, um resultado estável quando comparado ao período homólogo, distribuindo um dividendo de EUR 1,60 *per share* (valor igual ao distribuído em 2013). O negócio da construção (Bouygues Construction e Colas) sozinho gerou vendas de EUR 26,5 mil mn, sustentados por um aumento de 10% *year-on-year* no mercado

internacional, que contribuiu para dissipar as perdas de 4% no mercado francês. O EBITDA do segmento da construção totalizou EUR 1.572 mn, menos EUR 75 mn quando comparado com 2013.

Análise Fundamental: Relativamente às principais métricas a nível fundamental, o título apresenta-se amplamente a prémio face ao sector. Com um P/E 2015E de 33,89x que compara com 21,49x do sector e um P/E 2016E de 24,02x face a 17,76x de média dos comparáveis. Relativamente à *dividend yield*, esta cifra-se como a mais atractiva de todos os membros do SXOE com 4,21%.

Performance Comparativa: O desempenho operacional da empresa tem vindo a deteriorar-se desde 2010, a forte exposição ao mercado francês torna a empresa bastante volátil à economia europeia. Contudo, em termos de desempenho bolsista, a Bouygues já valorizou 26,83% desde o início de 2015, encetando uma trajectória de valorização consistente.

Gráfico 5 – EBITDA e margem EBITDA

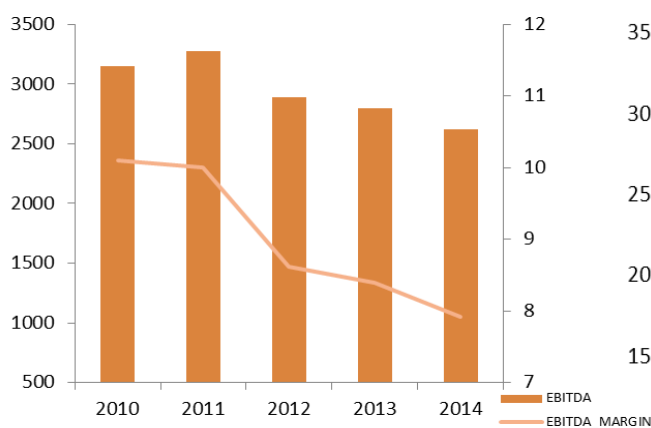
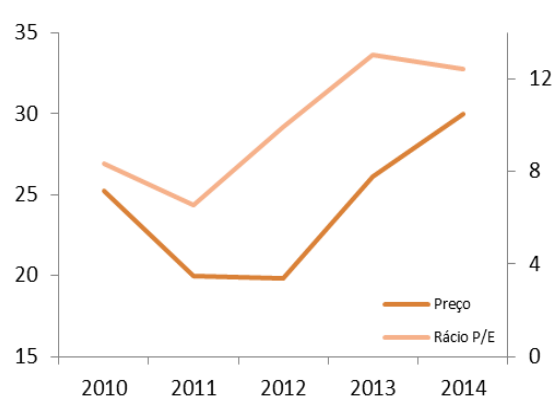


Gráfico 6 – Preço e Rácio P/E



Eiffage

Preço e Performance

Preço	56,49
Máx de 52 semanas	57,75
Mín de 52 semanas	36,60
YTD (%)	34,12
Volume médio diário (mn)	13,72
Capitalização bolsista (mn)	5212,42
Beta	1,10
Dividendo	1,20
EPS	3,10

Informação Financeira

Vendas (mn)	13948,00
EBITDA (mn)	2148,00
P/E2015E	16,21
P/E2016E	13,72
ROA (%)	0,98
ROE (%)	9,81
D/E	3,28
DY	0,77

Descrição: O grupo opera no sector da construção através de cinco linhas de negócios complementares, a construção, concessões e parcerias público-privadas, obras públicas, energia e metais. A empresa está essencialmente focada no mercado francês, sendo que 85% das vendas totais do grupo advem da actividade localmente desenvolvida. A empresa começa agora a apostar num plano de internacionalização mais intenso, sendo que actualmente apenas 2% das vendas são desenvolvidas fora da Europa. O seu *market cap* cifra-se nos EUR 5.212 mn.

Resultados: A Eiffage reportou relativo à actividade de 2014 um aumento das receitas e uma redução na *net debt*. As vendas globais do grupo ascenderam a EUR 14 mil mn, uma redução de 1,9% YoY. As actividades de construção registaram uma queda de 3,3% nas vendas, com uma quebra de 5,9% no mercado francês que foram compensadas com o crescimento de 8,1% das subsidiárias dentro e fora da

Europa. A margem operacional global atingiu um nível histórico de 9,6% depois de 9,2% em 2013. Com um resultado líquido de EUR 286 mn em 2014 a empresa irá pagar um dividendo de EUR 1,20 por acção.

Análise Fundamental: O título transacciona a desconto face aos seus congéneres quando comparadas as métricas de análise fundamental, P/E 2015E (16,21x vs. 21,49x sector), P/E 2016E (13,72x vs. 17,76x do sector) e P/BV (1,80x vs. 1,92x). A empresa é neste momento a mais endividada das empresas que contemplam o índice de referência do sector, com um valor D/E de 588,49x, mais que triplica a média sectorial de 184,72x.

Performance Comparativa: A Eiffage encontra-se neste momento em clara *outperformance*, com uma performance YTD de 34,12%, quando comparado com o SXOE (que valoriza desde o início do ano 22,80%) e o EuroStoxx (+22,40%). As perspectivas para 2016 são mais optimistas que para o ano corrente. No entanto, para 2015 espera-se que as margens continuem estáveis, com uma ligeira tendência de recuperação que tem sido visível nos últimos cinco anos.

Gráfico 7 – EBITDA e margem EBITDA

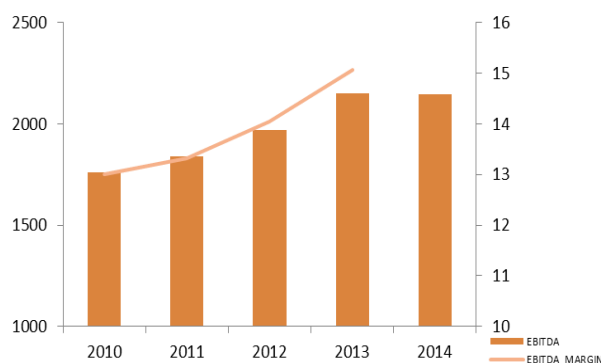
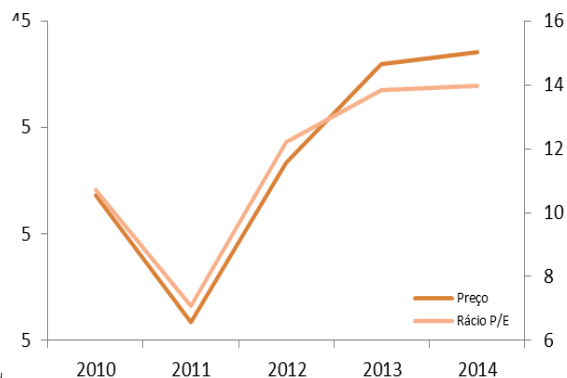


Gráfico 8 – Preço e Rácio P/E



Ferrovial

Preço e Performance

Preço	20,91
Máx de 52 semanas	21,12
Mín de 52 semanas	13,94
YTD (%)	27,31
Volume médio diário (mn)	32,93
Capitalização bolsista (mn)	634,26
Beta	0,84
Dividendo	0,67
EPS	0,55

Informação Financeira

Vendas (mn)	8811,00
EBITDA (mn)	983,00
P/E2015E	35,44
P/E2016E	32,93
ROA (%)	1,66
ROE (%)	7,05
D/E	0,66
DY	0,60

Descrição: A actividade da Ferrovial é desenvolvida através de quatro linhas de negócio distintas: Ferrovial Services, que assegura soluções para serviços urbanísticos e ambientais e manutenção de infra-estruturas; a subsidiária Cintra apresenta-se com uma das empresas privadas líderes na construção de infra-estruturas de transporte no mundo; a Ferrovial Agroman é a empresa principal do grupo, está envolvida nos mais diversos projectos de construção. O grupo detém ainda quatro aeroportos no Reino Unido, incluindo o aeroporto de Heathrow, o mais internacional e com um dos maiores tráfegos aéreos. Presente em 25 países e com um *market cap* EUR 15.314 mn.

Resultados: Relativamente aos resultados reportados para a actividade de 2014 os números foram globalmente alinhados com o consenso de mercado. O resultado líquido foi de EUR 402 mn, o *cash flow* operacional excluindo projectos de infra-estrutura foi de EUR 1.076 mn. As vendas do grupo

beneficiaram de um aumento em 7,8% atingindo os EUR 8.811 mn, maioritariamente impulsionado pela linha dos serviços. O valor do EBITDA superou o alcançado em 2013, EUR 983 mn vs. EUR 934 mn.

Análise Fundamental: O título da Ferrovial transacciona amplamente a prémio face aos seus comparáveis com um P/E 2015E, um P/E 2016E e um P/BV de 35,44x, 32,93x e 2,69x respectivamente que contrastam com os valores médios de 21,49x, 17,76x e 1,92x. O nível de endividamento da empresa encontra-se em linha com a média dos pares com um D/E de 177,61x vs. 184,72x do sector. A *dividend yield* da empresa cifra-se com uma das mais atractivas do índice com um valor de 3,21% (vs. média sectorial 2,75%).

Performance Comparativa: A construtora espanhola tem um balanço positivo desde o início do ano, com uma valorização de 27,31% em linha com o mercado. A esperança que a recuperação económica espanhola passe pelo sector da construção tem possibilitado este crescimento sustentado do título.

Gráfico 9 – EBITDA e margem EBITDA

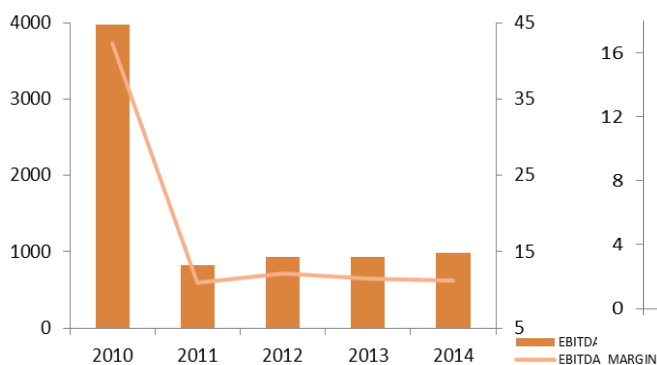
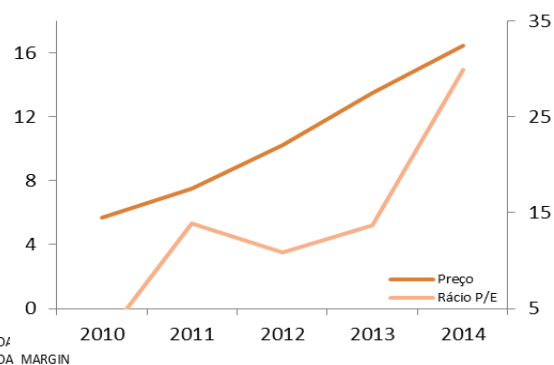


Gráfico 10 – Preço e Rácio P/E



Cie de Saint-Gobain**Preço e Performance**

Preço	41,76
Máx de 52 semanas	45,15
Mín de 52 semanas	29,51
YTD (%)	18,54
Volume médio diário (mn)	12,96
Capitalização bolsista (mn)	23464,95
Beta	1,29
Dividendo	1,24
EPS	1,71

Informação Financeira

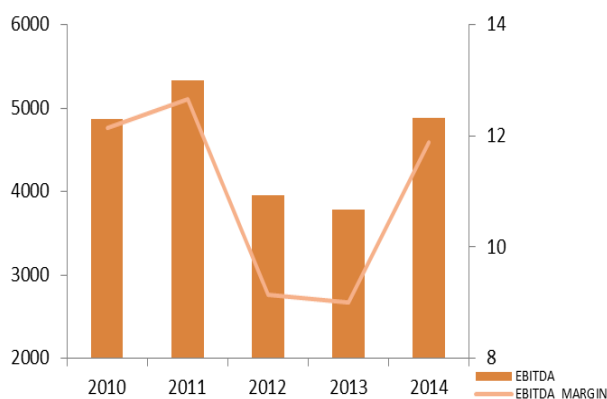
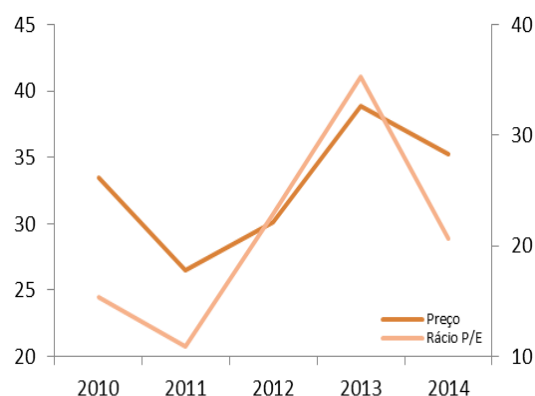
Vendas (mn)	41054,00
EBITDA (mn)	4883,00
P/E2015E	15,63
P/E2016E	12,96
ROA (%)	2,11
ROE (%)	5,36
D/E	0,45
DY	1,07

Descrição: A empresa é líder mundial em soluções habitacionais sustentáveis e o maior fornecedor europeu de materiais de construção. Projecta, fabrica e distribui materiais de construção e materiais de alta performance. O principal driver da empresa é conseguir soluções inovadoras, eficientes energeticamente e garantir protecção ambiental. Dentro do leque de produtos da empresa, um em cada quatro não existia há cinco anos atrás. Em 2014 as receitas do grupo cifraram-se nos EUR 41.054 mn, onde o bloco norte-americano contribuiu 12%, Ásia e países emergentes 19%, França 27% e os restantes países da Europa ocidental 42%. A empresa está presente em mais de 64 países e emprega cerca de 180.000 pessoas e tem 12 centros de investigação próprios.

Resultados: O resultado líquido da empresa beneficiou de um aumento de 60% face a 2013, atingindo os EUR 953 mn. O *free cash flow* sofreu uma diminuição de 15%, EUR 1.002 mn (vs. EUR 1.176 mn em 2013), relativamente à margem operacional assistimos a um aumento para 6,8%. Durante todo o ano, o desempenho do grupo foi impulsionado por um crescimento dos mercados na Ásia e economias emergentes.

Análise Fundamental: A empresa apresenta um perfil de múltiplos a desconto relativamente ao sector, com rácios P/E 2015E de 15,63x face a 21,49x, P/E 1016E 12,96x vs. 17,76x do sector e P/BV 1,30x que compara com 1,92 sectoriais. Quando comparado o nível de endividamento com os restantes integrantes do sector, a empresa apresenta um valor bastante favorável, D/E 58,35x vs 184,72x de média.

Performance Comparativa: O comportamento do título tem permanecido um pouco aquém do mercado, com uma performance YTD de 18,54%. A tendência de crescimento no mercado accionista, que se mantinha desde o início do ano, foi invertida após a divulgação dos resultados anuais – movimento que consideramos extremado- com o título a recuperar já parte das perdas registadas.

Gráfico 11 – EBITDA e margem EBITDA**Gráfico 12 – Preço e Rácio P/E**

CRH

Preço e Performance

Preço	25,57
Máx de 52 semanas	25,72
Mín de 52 semanas	15,25
YTD (%)	28,49
Volume médio diário (mn)	16,97
Capitalização bolsista (mn)	20869,34
Beta	1,26
Dividendo	0,63
EPS	0,79

Descrição: A CRH está presente em 34 países e emprega cerca de 76.000 pessoas em todo o globo. A empresa fornece materiais para a construção de edifícios residenciais, não-residenciais e infra-estruturas. Apresenta-se como sendo a maior produtora de materiais de construção na América do Norte, um líder na região da Europa e a sua presença na China e Índia tem vindo a crescer. A sua actividade na América do Norte e Europa contribuem em cerca de 85% para os ganhos globais do grupo.

Informação Financeira

Vendas (mn)	18912,00
EBITDA (mn)	1641,00
P/E2015E	22,20
P/E2016E	16,97
ROA (%)	2,74
ROE (%)	5,87
D/E	0,28
DY	1,38

Resultados: Respeitante às vendas e EBTIDA da actividade relativa ao ano integral de 2014, a empresa reportou uma variação positiva quando comparado com o período anterior de 5% e 11%, respectivamente. O grupo reportou um *pretax profit* de EUR 761 mn vs. uma perda de EUR 215 mn no ano de 2013. O valor do dividendo a distribuir no ano corrente será igual ao respeitante à actividade de 2013, EUR 0,625 por acção. Os *earnings per share* foram ligeiramente abaixo do esperado pelo consenso de mercado EUR 0,79 vs. EUR 0,80.

Análise Fundamental: Em termos fundamentais, o título transacciona em linha com os comparáveis quando analisadas as métricas P/E 2015E (22,20x vs. 21,49 sector), P/E 2016E (16,97x vs. 17,76x sector) e P/BV (1,87x vs. 1,92x). A *dividend yield* apresenta um valor ligeiramente abaixo da média sectorial, 2,43% face a 2,75%. A empresa apresenta um rácio D/E bastante confortável quando confrontado com a média, 57,65x vs. 184,72x.

Performance Comparativa: O título regista em 2015 uma valorização de cerca de 29%. A exposição desta empresa à América do Norte tem-se revelado positiva, com o ritmo de recuperação mais acelerado desta região e as vantagens cambiais a impulsionar o desempenho da CRH.

Gráfico 13 – EBITDA e EBITDA (%)

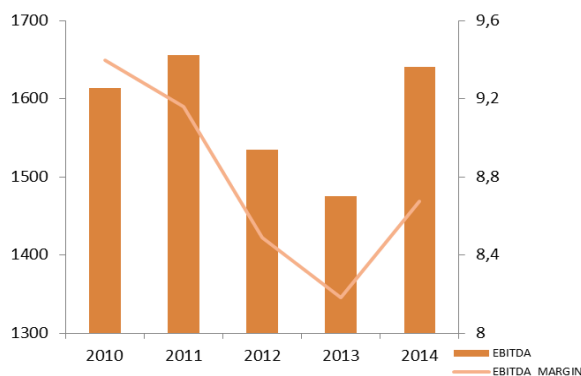
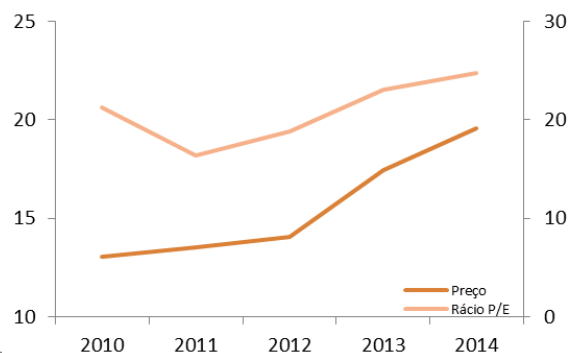


Gráfico 14 – Preço e Rácio P/E



Lafarge**Preço e Performance**

Preço	63,20
Máx de 52 semanas	67,94
Mín de 52 semanas	48,51
YTD (%)	8,82
Volume médio diário (mn)	17,32
Capitalização bolsista (mn)	1819,83
Beta	1,15
Dividendo	1,27
EPS	0,50

Informação Financeira

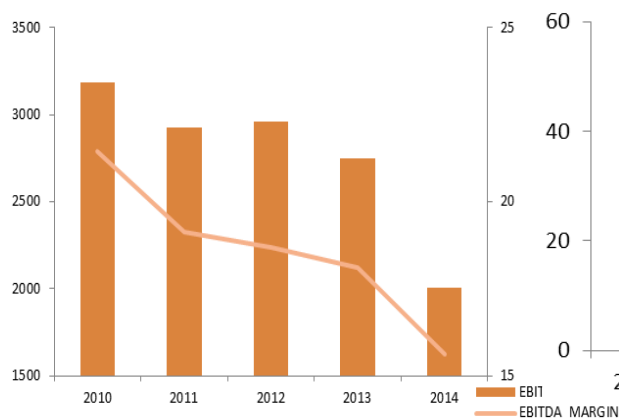
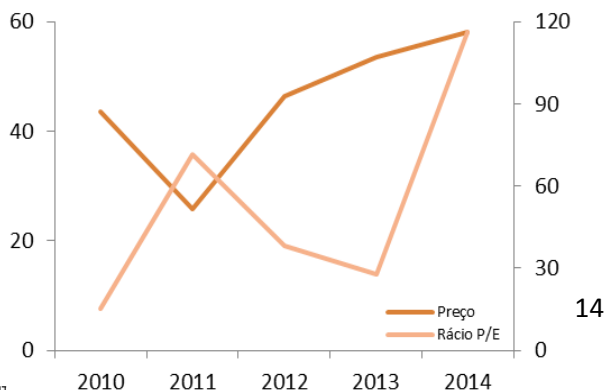
Vendas (mn)	12843,00
EBITDA (mn)	2143,00
P/E2015E	22,98
P/E2016E	17,32
ROA (%)	0,41
ROE (%)	0,95
D/E	0,63
DY	0,57

Descrição: A empresa sediada em França é a maior produtora mundial de cimento, segunda na produção de agregados e número quatro na produção de betão. A empresa aposta forte em investigação e inovação de modo a conseguir distanciar-se de outros *players* e concorrentes, tentando cobrir toda a cadeia de valor (materiais, sistemas de construção e edifícios). A empresa está presente em 62 países. Do total das receitas do grupo 70% são gerados fora da Europa, sendo que 60% advem de países emergentes e individualmente nenhum dos países emergentes representa mais de 6%. Desde dia 7 de Abril que empresa prepara uma fusão com a Holcim, de momento o acordo posiciona uma acção da Lafarge para 0,9 da Holcim.

Resultados: A empresa reportou resultados para a actividade desenvolvida em 2014 ligeiramente aquém do esperado pelo consenso de mercado. As vendas diminuíram 2% quando comparadas com 2013, EUR 12.843 mn (vs. EUR 12.92 mn estimados) e o EBITDA decresceu 3% homologamente, EUR 2.143 mn em 2014 e EUR 2.794 mn em 2013. Ao longo do ano findo, a empresa investiu EUR 1 mil mn, prevendo-se o pagamento de um dividendo de EUR 1 por acção, contudo este valor ainda está sujeito a aprovação e possível ajustamento com a possível conclusão da fusão Lafarge-Holcim.

Análise Fundamental: Em termos fundamentais, o título apresenta um perfil de múltiplos mistos. Analisando o rácio P/E 2015E a empresa encontra-se a prémio 22,98x versus 21,49x do sector, relativamente aos rácios P/E 2016E e P/BV a empresa está descontada quando confrontada com as outras empresas do sector – 17,32x vs. 17,76x sector e 1,17x vs 1,92x sector, respectivamente. A *dividend yield* é ligeiramente inferior, 1,59% face a 2,75% da média sectorial.

Performance Comparativa: A Lafarge é uma das empresas mais penalizadas do índice, o *year-to-date* do título encontra-se cerca de 14 pontos percentuais atrás da valorização do SXOE. Apesar dos resultados da actividade desenvolvida em 2014 terem ficado aquém das estimativas do mercado o título não se ressentiu, sendo que este desempenho é justificado, parcialmente pela instabilidade que se tem sentido em torno do processo de fusão com a Holcim.

Gráfico 15 – EBITDA e EBITDA (%)**Gráfico 16 – Preço e Rácio P/E**

HeidelbergCement

Preço e Performance

Preço	76,20
Máx de 52 semanas	76,60
Mín de 52 semanas	48,32
YTD (%)	29,57
Volume médio diário (mn)	13,62
Capitalização bolsista (mn)	14319,24
Beta	0,98
Dividendo	0,75
EPS	2,59

Informação Financeira

Vendas (mn)	12614,30
EBITDA (mn)	2113,50
P/E2015E	16,59
P/E2016E	13,62
ROA (%)	1,79
ROE (%)	3,93
D/E	0,53
DY	0,35

Descrição: A HeidelbergCement é uma empresa alemã e está neste momento presente em mais de 40 países empregando cerca de 44.900 trabalhadores em todo o mundo. A actividade *core* da empresa é a produção e distribuição de cimento e agregado, os dois elementos essenciais para a produção de betão.

Resultados: A empresa divulgou resultados para o ano de 2014, onde reportou um aumento das receitas de 4%, quando comparado com o ano anterior, para EUR 12,6 mil mn. A empresa conseguiu diminuir a sua dívida para um valor menor do que o consenso de mercado (EUR 6,9 mil mn de *net debt* face aos EUR 7 mil mn estimados). O lucro atingiu EUR 697 mn e o *cash flow* operacional aumentou EUR 313 mn. O dividendo proposto representa um aumento de 25% quando comparado com o distribuído relativamente à actividade de 2013, no valor de EUR 0,75 por acção.

Análise Fundamental: Em termos fundamentais, o título encontra-se amplamente descontado face aos seus comparáveis. Regista um P/E 2015E de 16,59x (vs 21,49x dos *peers*), um P/E 2016E de 13,62x (vs 17,76x dos *peers*) e um P/BV de 1,09x (vs 1,92x dos *peers*). A *dividend yield* é bastante inferior 0,78% da empresa vs. 2,75% do sector. A HeidelbergCement destaca-se ao nível do rácio D/E apresentando um valor de 57,71x que compara com os 184,72x da média dos seus pares.

Performance Comparativa: O desconto fundamental do título face aos seus comparáveis não espelha o movimento de valorização do título desde o início do ano (+29%), uma *outperformance* face aos pares sectoriais. Sugerimos alguma precaução em futuras entradas, uma vez que o movimento de valorização foi extremado, num período temporal relativamente curto, acrescentando um enquadramento operacional desfavorável que se cristaliza na compressão das respectivas margens operacionais.

Gráfico 17 – EBITDA e EBITDA (%)

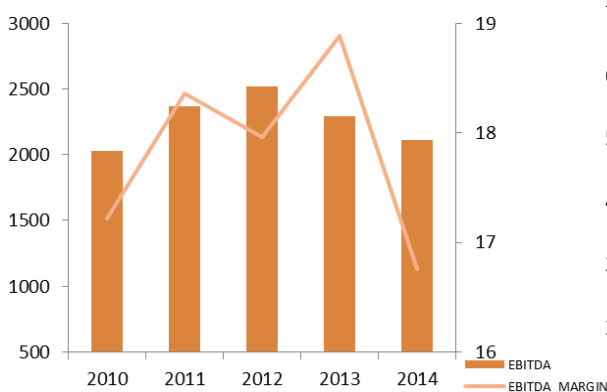
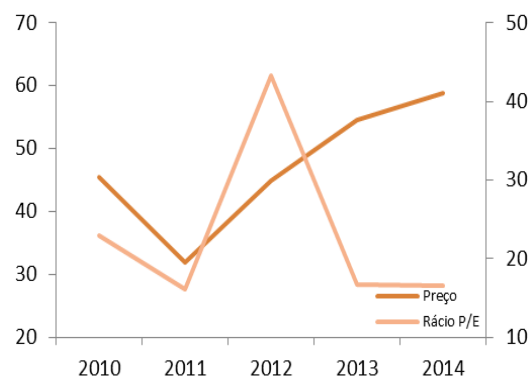


Gráfico 18 – Preço e Rácio P/E



Conclusão

A presente nota sectorial procura descrever o momento histórico e as principais tendências do sector da construção num prazo alargado, pelo que sumariamente acreditamos que o processo de recuperação do sector – já observado em 2014 – poderá manter o seu curso ao longo dos próximos anos.

O índice de referência das empresas construtoras e de materiais de construção tem conseguido acompanhar a forte valorização observada no mercado accionista europeu. Acreditamos que o índice poderá continuar a seguir a tendência registada no período recente, uma vez que os principais múltiplos fundamentais continuam a exacerbar um desconto relativo face ao principal *benchmark* europeu claramente acima da média histórica. A expectativa de recuperação económica mais robusta na Europa (efeito das políticas de QE) e a manutenção de um quadro macroeconómico globalmente benigno – crescimento economia mundial rondará os 3% - deverá suportar o ambiente em redor do sector da construção ainda para mais num contexto de taxas de “juro zero”.

A nível individual, destacamos a empresa Cie de Saint Gobain pela positiva em função do racional de investimento abaixo, acreditando que a mesma reúne condições para estreitar o diferencial face ao sector. Por oposição adoptamos uma posição moderadamente conservadora relativamente ao título Bouygues.

Pick Long - Cie de Saint Gobain: O seu perfil inovador e exportador, são *triggers* que consideramos essenciais para uma recuperação após o período recessivo que todo o sector sofreu. Em termos de análise fundamental encontramos um conjunto de métricas favoráveis, com todos os rácios amplamente descontados face à média do segmento. Adicionalmente, acreditamos que a rendibilidade do dividendo da empresa é também um factor que aumenta atractividade do título no actual contexto de taxas de juro historicamente baixas. Os resultados que a empresa reportou relativos a actividade que desenvolveu ao longo de 2014, mostraram-se alinhados com o consenso de mercado. Não obstante, o título reagiu de forma negativa a este evento que motivou uma retracção técnica do título mais pronunciada em relação ao desempenho do sector da construção europeu (+18,54% vs. 22,80% sector). No global, acreditamos que o mix geográfico da empresa, métricas fundamentais apelativas e robustez do desempenho operacional poderá favorecer uma recuperação mais significativa do título, o qual deverá exacerbar uma *outperformance* relativa face ao sector num prazo alargado.

Pick short – Bouygues: Nos últimos anos tem-se observado um declínio nos indicadores operacionais - realçando a quebra da margem EBITDA (historicamente inferior à dos seus comparáveis) – com a empresa a espelhar alguma dificuldade em inverter esta tendência. A nível fundamental a empresa ostenta um perfil de múltiplos a prémio face à média sectorial, com particular ênfase na importante métrica de P/E. A forte valorização do título desde o início do ano (+27%), sem *newsflow* relevante que justifique e sem suporte por parte de indicadores operacionais nem perspectivas de crescimento sustentado da empresa, leva-nos a adoptar uma posição moderadamente conservadora relativamente à futura performance do título no mercado accionista.

DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
 - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pelo Banco BiG Research consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	8	80,0%
Manter/Neutral	2	20,0%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	10	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2015

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	33,3%
Stop Loss	7	58,3%
Em Vigor	1	8,3%
Total	12	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2015:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	66,7%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	0	0,0%
Total	6	100,0%

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes 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. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem 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. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. 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.