

**VISÃO – Acumular**

Price Target: 5,80 EUR

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	5,10
Máx de 52 semanas	5,17
Mín de 52 semanas	2,22
YTD (%)	105,40
Volume médio diário (mn)	572.823
Capitalização bolsista (mn)	1046
Beta	0,85
Dividendo	0,08
EPS	0,18

Nota: Valores de fecho de 17/11/2015

Fonte: Bloomberg

Opinião do consenso (últimos 6 meses)	
COMPRAR	4
MANTER	2
VENDER	0

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	543
EBITDA (mn)	114
Nº de empregados	662
ROA (%)	8,21
ROE (%)	33,20
D/E	0,64
DY (%)	0,47

Nota: Os valores dizem respeito aos resultados de 2014

Fonte: Bloomberg

**Evolução Gráfica do Preço (em EUR)**


Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
6-11-2013	Manter	EUR 2,70

**Analista:**

 João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

 João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

**Altri – Forte geração de cash flow permite alteração de paradigma**  
(Visão Acumular, com revisão em alta do price-target para EUR 5,80)

**Sumário**

A Altri reportou no trimestre transacto um EBITDA recorde de EUR 63 mn e um resultado líquido duas vezes o do período homólogo. Estes resultados foram impulsionados pelo facto da totalidade do seu processo produtivo se situar em Portugal, tendo consequentemente os custos fixos em euros, mas opera num sector com um elevado grau de dinamismo mundial. A empresa beneficia assim fortemente da desvalorização do euro, uma vez que esta tem um impacto directo e significativo na sua margem.

Com o valor do Euro a revelar alguma estabilidade no nível actual e, acima de tudo, com poucas perspectivas para valorizar no médio-prazo, esperamos que os resultados da empresa deste ano se voltem a repetir nos próximos períodos, possibilitando uma redução do stock de dívida acelerada.

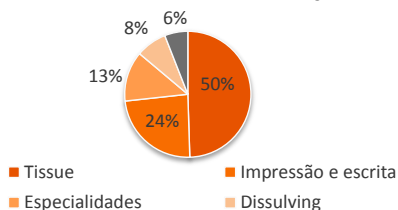
Relativamente ainda à indústria onde opera, esta apresenta igualmente perspectivas favoráveis dado que o mercado do *tissue* está em forte crescimento e consome uma fatia considerável da pasta de papel produzida.

Não sendo óbvio o que a gestão planeia fazer com esta elevada geração de caixa, o recente anúncio de que iria distribuir antecipadamente EUR 51 mn em dividendos (equivalente a uma *divided yield* de 4,90%) faz-nos acreditar que o título melhorará, no futuro, a política remuneratória já por si bastante atractiva. Esta hipótese é também sustentada pela estrutura accionista da empresa, uma vez que a equipa de gestão controla 66% do capital social da mesma.

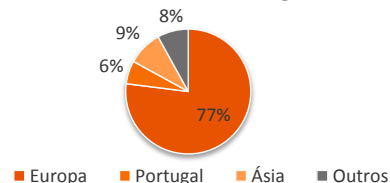
**Descrição da Altri**

A Altri foi constituída em 2005 após um processo de cisão da Cofina e é actualmente um produtor europeu de referência de pasta de papel branqueada produzida com madeira de eucalipto (BEKP - Bleached Eucalyptus Kaft Pulp). Em 2014, a produção total de pasta ascendeu a 990 mil toneladas distribuídas pelas 3 fábricas de pasta de papel que a empresa opera – Celbi, Celtejo e Caima. A Altri gere ainda 84 mil hectares de floresta que garantem 25% da madeira necessária para a produção desta pasta.

O principal mercado da Altri é a Europa para onde exporta 77% da sua produção. Contudo, a empresa converteu, recentemente, o complexo industrial de Caima para produzir exclusivamente pasta solúvel (*Dissolving Pulp*) que tem como principal destino o mercado chinês. A empresa já estabeleceu como estratégia de crescimento, um *shift* gradual para a produção de pastas do sector de especialidades de forma a aumentar o valor acrescentado do seu processo produtivo.

**Breakdown Vendas - Utilização**


Fonte: Altri - Relatório de contas 2014

**Breakdown Vendas - Geografias**


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

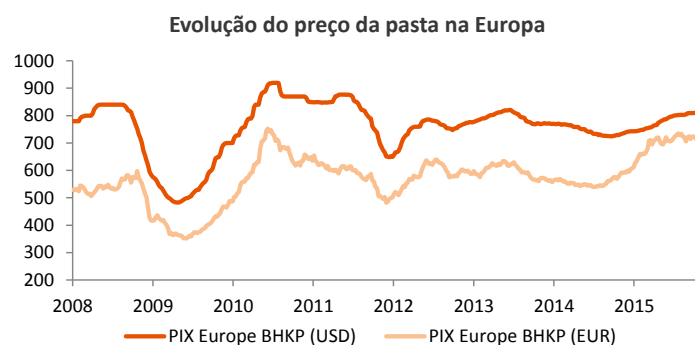
Relativamente ao destino final da pasta vendida pela Altri, os produtores de *tissue* são os seus principais clientes, sendo responsáveis por metade da facturação da mesma. A fábrica de Celtejo tem inclusivamente um *pipeline* que abastece a fábrica de *tissue* da Portucel recentemente expandida. Já o mercado de impressão e escrita, que apresentou uma contracção consistente nos últimos anos, representa 24% das vendas.

Devido à sua estratégia baseada no aproveitamento de todos os componentes disponibilizados pela gestão florestal, a empresa está igualmente presente no sector de energia renovável através da cogeração industrial a partir de licor negro e de biomassa. A sua presença neste sector é assegurada pela sua participação de 50% na EDP Produção – Bioeléctrica, adquirida em 2005, que é líder nacional na produção de energia através de biomassa com uma capacidade de 62 MWh.

### Enquadramento Sectorial

A pasta de papel branqueada é um produto intermédio na produção de papel e de cartão. Dependendo do tipo de madeira utilizado na sua produção, este material divide-se em duas grandes classes – *Softwood* (NBSK) e *Hardwood* (BHKP). O primeiro é produzido tendencialmente no hemisfério norte em regiões onde abundem pinheiros e abetos como na Escandinávia ou na América do Norte. Tende a ser mais caro devido à sua qualidade superior e pelo tempo que estas árvores demoram a crescer. Já a pasta *hardwood* é produzida na América Latina e no Sudeste Asiático, sendo a sua maioria (67%) produzida com o recurso a eucaliptos (BEKP). Este apresenta taxas de crescimento muito superiores, sendo que na Península Ibérica um eucalipto demora cerca de 12 anos a crescer. Para além de pasta de papel, a Altri também produz pasta solúvel que é igualmente produzida à base de eucaliptos. Esta é utilizada na produção de viscose, um material usado na indústria têxtil (por exemplo, nos saris das mulheres indianas), mas também no fabrico de acetatos para filtros de cigarros, nitratos, vernizes, películas fotográficas, comprimidos e até pele/tripa de salsicha.

Muitas das empresas que participam neste sector têm um processo produtivo integrado, ou seja produzem a pasta de papel e consomem-na internamente na produção de papel de escritório ou *tissue*, por exemplo. A pasta que não é utilizada internamente mas vendida a produtores não-integrados chama-se **pasta de mercado e representa apenas um terço do total de pasta produzida.**



Fonte: Bloomberg

#### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

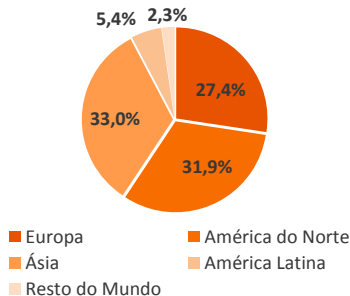
#### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cância  
research@big.pt

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

No último trimestre de 2014 verificou-se um **expressivo aumento do preço de pasta de papel** denominada em Euros, tendência que se prolongou pelo início de 2015, estabilizando posteriormente. Variados factores determinaram este movimento, sendo importante destacar o papel preponderante da China na procura deste produto. No entanto, o principal *driver* acabou por ser a **desvalorização do EUR** que não se fez acompanhar por uma desvalorização desta *commodity* denominada em USD, dado o decrescente peso relativo da Europa no consumo mundial face aos continentes Asiático e Norte-Americano.

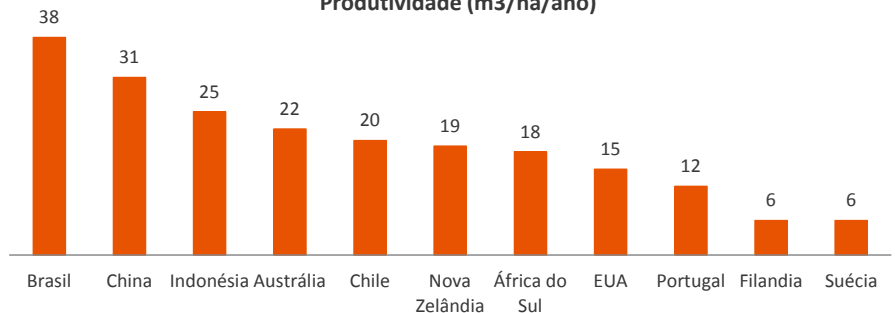
Consumo Por Região



Fonte: CEPI 2013

Do **lado da oferta**, o mercado de pasta de papel *hardwood* foi marcado nos últimos anos pela expansão da capacidade instalada de produtores da América Latina, mais especificamente o **Brasil**. As plantações nestes países apresentam um nível de produtividade bastante superior com uma plantação de eucaliptos no Brasil a produzir 38 metros cúbicos por hectare por ano, enquanto Portugal apenas produz 12 e a Escandinávia 6. Além da vantagem conferida pelas condições meteorológicas favoráveis, a forte aposta em R&D por empresas brasileiras como a Fibria levou ao desenvolvimento de clones de eucaliptos que ajudaram a atingir estes níveis de rentabilidade.

Produtividade (m3/ha/ano)



Fonte: Bloomberg; Suzano; ABRAF

O resultado desta vantagem competitiva pode ser evidenciado na tabela abaixo que sumariza alguns dos **projectos de relevo** que serão concluídos nos próximos anos e que poderão pesar no actual preço deste produto. A capacidade incremental de aproximadamente 9 milhões de toneladas que estes 5 projectos adicionam à produção mundial traduz-se num aumento de 30% do volume de pasta de papel de mercado. No entanto, a actual instabilidade económica no Brasil e a consequente desvalorização do Real trouxe consideráveis dificuldades financeiras aos grandes *players* do mercado mundial de pasta de papel. Estes são maioritariamente empresas brasileiras com elevados níveis de alavancagem que emitiram inclusivamente dívida em USD e portanto viram, no último ano, o peso desta dívida aumentar devido às fortes variações cambiais. Espera-se assim que esta deterioração da capacidade financeira dos grandes *players* limite, no curto-prazo, o surgimento de projectos adicionais de elevada dimensão.

Empresa	País	Projecto	Capacidade*	Início	Estado
CMPC	Brasil	Guaiba II	1,3	2T15	A produzir
Klabin	Brasil	Puma	0,9	2T16	Anunciado
APP	Indonésia	Oki	2,8	4T16	Anunciado
Fibria	Brasil	Horizonte II	1,75	4T17	Anunciado
Eldorado	Brasil	Vanguarda II	2,3	1S18	Anunciado
<b>Total</b>			<b>9,05</b>		

\* Milhões de toneladas

Fonte: Bloomberg; Fibria

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

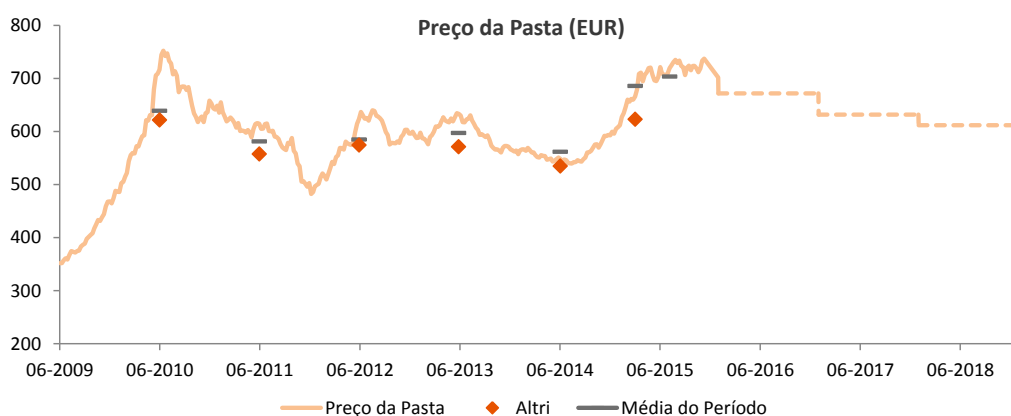
João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cância  
research@big.pt

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

Relativamente à **procura**, as diferentes indústrias que utilizam este produto intermédio estão em diferentes ciclos de vida. O **papel revestido para impressão apresenta uma tendência estrutural decrescente**, resultado da característica inerente do mesmo poder vir a ser substituído na sequência da evolução tecnológica com o aparecimento de *tablets*, *kindels* e outros aparelhos electrónicos. Em 2014, o consumo aparente deste produto contraiu 2% na Europa.

Os produtores de pasta redireccionaram então a sua produção para a **indústria de tissue** que apresenta um crescimento consistente e sustentado, suportado pela procura dos mercados emergentes, especialmente pela **China**. O crescimento do consumo deste país e a sua característica deficitária em pasta de papel é o maior *driver* da indústria, com as importações de pasta a crescer anualmente 9% nos últimos 10 anos. Assim, e com as exportações para a Ásia a representarem quase 90% das exportações totais de pasta de papel europeias, os actuais receios relativamente a um possível abrandamento da China tornam-se especialmente preocupantes para este sector.

Caso estes receios de abrandamento se materializem e a China não consiga absorver os aumentos de capacidade produtiva de pasta previstos para os próximos anos, o desfecho será naturalmente uma **descida no preço da pasta de papel denominado em USD**. Consideramos que um cenário apocalíptico da segunda maior economia mundial será pouco provável, no entanto o nosso cenário base é que o preço da pasta poderá estabilizar aos níveis actuais no próximo ano e, posteriormente, encetar uma trajetória decrescente moderada no longo prazo.



Fonte: Bloomberg; Research BiG; Altri; Fibria;

### Resultados 9M 2015

#### Resultados Operacionais

A Altri registou, nos primeiros 9 meses de 2015, **receitas** no valor de EUR 494,3 mn, o que corresponde a um aumento de 21,5% face ao período homólogo. Uma vez que o volume vendido se fixou nas 758,3 mil toneladas de pasta, ou seja um aumento de apenas 4,6%, esta expansão impressionante deve-se inteiramente ao efeito preço.

	Pasta e Papel						
	(tons)	9M 2015	9M 2014	Δ	3T15	2T15	Δ
Produção BEKP		754.273	737.925	2,2%	273.032	224.841	21,4%
Vendas BEKP		758.317	725.262	4,6%	270.441	239.276	13,0%

Fonte: Altri - Resultados 3º Trimestre 2015

#### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

#### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

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

Os **custos totais** evoluíram em linha com o volume vendido, registando um aumento de 2,1%, tornando evidente o contraste com a variação das receitas. Esta diferença enfatiza a exposição que os resultados operacionais da Altri têm ao mercado cambial. Os ganhos de eficiência e o valor da madeira também impulsionaram os resultados da empresa. Esta apenas produz 25% da madeira que necessita para a produção.

Esta divergência entre variação das vendas e dos custos resultou naturalmente num **EBITDA** recorde de EUR 163,2 mn, quase o dobro do verificado no período homólogo. A **margem EBITDA** registou um incremento exponencial para 33%, 12,8 pontos percentuais acima dos 20,2% observados no mesmo período do ano passado.

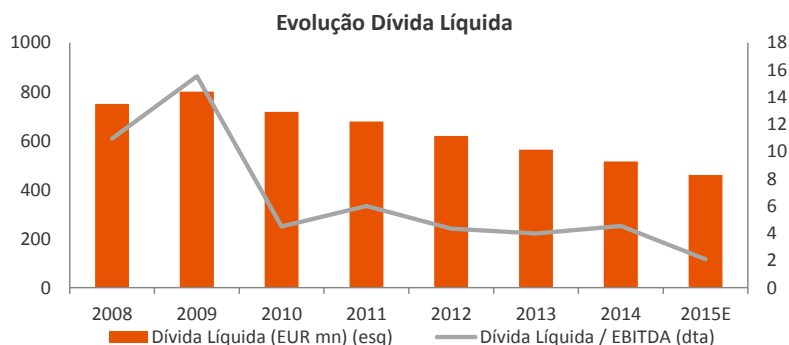
O **resultado líquido** deste período ascendeu assim a EUR 84,7 mn, o que significa que a empresa quase triplicou os resultados numa base homóloga.

(EUR 000')	9M 2015	9M 2014	Δ
Vendas Totais	494.279	406.687	21,54%
EBITDA	163.172	82.296	98,3%
Resultados Operacionais (EBIT)	123.916	44.545	178,2%
Resultados Financeiros	-15.589	-20.078	22,4%
Resultado Líquido	84.701	22.845	270,8%
Investimentos	29.500	28.600	3,1%
Dívida líquida remunerada	444.900	532.000	-16,4%
EBITDA/Vendas	33,0%	20,2%	+12,8 p.p

Fonte: Altri – Resultados 3º Trimestre 2015

### Dívida

No final de Setembro 2015, a **dívida líquida remunerada** da empresa ascendia a EUR 444,9 mn, o que corresponde a um decréscimo de EUR 69,8 mn face ao valor registado no fim do ano. O *cash flow* gerado operacionalmente permitiu reduzir a dívida infra referida, investir EUR 29,5 mn nas unidades industriais e ainda distribuir EUR 16,4 mn em dividendos.



Fonte: Research BiG; Altri - Relatórios de Contas Anuais

### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

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

**Avaliação Comparativa**

	Pais	Moeda	Integrado	Capacidade*	P/E 2015E**	P/E 2016E	YTD %	Dividend Yield	ROE	ROA	Div. Liq. / Activos	EV/EBITDA	EV/Vendas
Fibra	Brasil	BRL	Não	5300	s.s.	14,26	68,13	0,49	-4,84	-2,47	0,28	8,81	4,28
Suzano	Brasil	BRL	Não	3400	s.s.	9,19	59,02	1,43	-15,08	-5,24	0,36	7,80	3,35
Ence	Espanha	EUR	Não	930	11,76	9,93	75,60	3,96	-11,88	-5,71	0,25	s.s.	1,80
Altri	Portugal	EUR	Não	990	9,27	9,57	105,40	1,57	33,20	8,21	0,44	7,81	2,40
CMPC	Chile	CLP	Sim	2900	48,42	12,74	2,39	0,78	-0,62	-0,33	0,23	11,08	1,91
Metsa	Flandia	EUR	Sim	3000	18,58	14,76	50,67	1,83	12,50	5,33	0,09	11,12	1,19
Portucel	Portugal	EUR	Sim	1400	14,74	13,78	30,22	11,39	14,23	7,35	0,10	9,08	2,18
Stora Enso	Flandia	EUR	Sim	1200	13,77	12,68	26,50	3,19	5,08	2,04	0,22	8,55	1,07
UPM-Kymmene	Flandia	EUR	Sim	1200	12,26	13,93	31,64	3,90	9,39	5,01	0,01	6,05	0,99
Mondi	África do Sul	GBp	Sim	300	15,84	14,46	40,00	2,34	19,17	8,05	0,25	10,47	1,82
média					18,08	12,53	48,96	3,09	6,12	2,22	0,22	8,97	2,10
média de não integrados					10,52	10,74	77,04	1,86	0,35	-1,30	0,33	8,14	2,96
média exc. Altri					14,49	12,86	42,69	3,26	3,11	1,56	0,20	9,12	2,06

\* Capacidade produtiva de BEKP (pasta de papel à base de eucalipto); Milhares de toneladas  
 \*\* Excluiu-se a CMPC no cálculo da média devido ao valor outlier que a distorce significativamente  
 s.s. - Sem Sentido

Fonte: Bloomberg

*Múltiplos Price/Earnings*

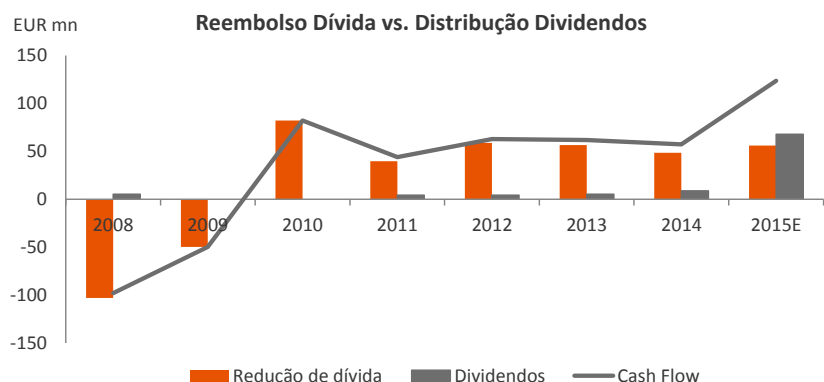
A Altri negocia com um **perfil de múltiplos globalmente a desconto** face aos seus comparáveis. Uma vez que a maioria dos seus concorrentes directos estão a ser afectados pela situação negativa da economia brasileira, incluímos na nossa análise as restantes empresas produtoras de pasta de papel mesmo que as vendas de pasta para mercado apresentem pouca expressividade devido aos seus processos produtivos integrados. Relativamente aos múltiplos de P/E 2015E e P/E 2016E, a empresa transacciona com valores de 9,27x e 9,57x respectivamente, que comparam com os 14,49x e 12,86 apresentados pelo sector.

*Rentabilidade e YTD*

A empresa demonstra ainda uma **elevada rentabilidade** sobre o capital (33,20% vs. 3,11% do sector) e sobre os activos (8,21% vs. 1,56%) que justificam em parte a elevada performance bolsista desde o inicio do ano. Desde então, o título **já valorizou 105,40%** suportado pela evolução do preço da pasta de papel e pela desvalorização do Euro, enquanto as suas comparáveis apreciaram “apenas” 42,69% devido à sua menor exposição ao preço desta commodity.

*Alavancagem e Dividend Yield*

No entanto, a empresa apresenta **a maior alavancagem do sector** com um rácio de dívida líquida sobre activos de 0,44 vs. 0,20 registados pelo sector. Esta característica prende-se com a anterior estratégia da empresa de financiar as aquisições e as expansões das suas fábricas com recurso a dívida. Ao utilizar a maioria do *cash flow* disponível para abater dívida e após apreciar 100% num ano, a *dividend yield* da Altri, calculada com base no preço actual, acaba por ser reduzida (1,57% vs. 3,26% do sector). Contudo, a empresa já anunciou que irá distribuir antecipadamente os dividendos referentes à actividade de 2015 que, ao preço actual, representa uma **dividend yield indicativa de 4,90%**.



Fonte: Altri – Relatórios de Contas; Research BiG

**Analista:**

João Lampreia  
 joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
 Ana Mendonça  
 Diana Oliveira  
 João Saldanha  
 Bernardo Cândia  
 research@big.pt

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

**Price Target**

Análise via  
Múltiplos

Método Múltiplos Comparáveis	
Peers P/E 2015E*	14,5
Peers P/E 2016E	12,9
<b>Estimativas BiG Research</b>	
EPS 2015 Estimativa BiG	0,56
EPS 2016 Estimativa BiG	0,41
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	
Equity Value 2015 BiG	1.675
Equity Value 2016 BiG	1.080
<b>(=) Equity Value média</b>	<b>1.377</b>
(-) Interesses Minoritários	155
Shares outstanding	205.132
Current Price (EUR)	5,10
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	<b>5,96</b>
<b>Estimated Upside</b>	<b>16,8%</b>

\* Excluiu-se a CMPC devido ao valor outlier que distorce significativamente a média

Fonte: Bloomberg / Altri / Research BiG

Nota: Síntese de Projeções e *inputs* disponibilizada no final

Análise via  
DCF

Método Perpetual Growth (000's)	
Terminal Free Cash Flow	118.979
WACC	7,9%
Taxa crescimento perpetuidade	1,00%
<b>Perpetuity Value</b>	<b>1.750.720</b>
Present Value of Terminal Value	1.188.397
(+) Present Value of Free Cash Flows	489.662
<b>(=) Current Enterprise Value</b>	<b>1.678.059</b>
(-) Dívida Líquida	444.900
(-) Interesses Minoritários	155
<b>(=) Equity Value</b>	<b>1.233.004</b>
Shares outstanding	205.132
Current Price (EUR)	5,10
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	<b>6,01</b>
<b>Estimated Upside</b>	<b>17,9%</b>

Fonte: Bloomberg / Altri / Research BiG

Nota: Síntese de Projeções e *inputs* disponibilizada no final

Método Crescimento Múltiplo EBITDA (000's)	
Terminal EBITDA	172.473
WACC	7,9%
Enterprise Value / EBITDA	9,12
<b>Terminal Value</b>	<b>1.572.834</b>
Present Value of Terminal Value	1.067.647
(+) Present Value of Free Cash Flows	489.662
<b>(=) Current Enterprise Value</b>	<b>1.557.309</b>
(-) Dívida Líquida	444.900
(-) Interesses Minoritários	155
<b>(=) Equity Value</b>	<b>1.112.254</b>
Shares outstanding	205.132
Current Price (EUR)	5,10
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	<b>5,42</b>
<b>Estimated Upside</b>	<b>6,3%</b>

Fonte: Bloomberg / Altri / Research BiG

Nota: Síntese de Projeções e *inputs* disponibilizada no final

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

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



*Price Target final*

Finalmente, depois de empregues três modelos diferentes (mas complementares entre si) para o cálculo do Preço Teórico do título Altri, optámos, tendo por base uma perspectiva conservadora, por utilizar uma média aritmética (com iguais factores de ponderação), para determinar o Price Target, o que fez um valor de EUR 5,80 (conferindo, deste modo, um potencial de *upside* de 13,67% face à actual cotação).

O preço alvo por nós calculado, a partir dos três referidos modelos, mostra-se sensivelmente alinhado com o intervalo de preços implícito no consenso de mercado, como é possível constatar no quadro abaixo.

Consenso de Mercado	Preço (EUR)	Upside/Downside
Preço a 17/11/2015	5,10	-
Price Target (High)	5,90	15,69%
Price Target (Low)	3,60	-29,41%
Price Target (Average)	5,06	-0,82%

Fonte: Bloomberg / Altri / Research BiG

**Conclusão**

O espectacular aumento nos resultados que a empresa reportou desde o início do ano deveram-se à já explicada divergência entre o aumento do preço da pasta de papel suportado pela queda do Euro e a estabilidade dos custos que são mensurados em euros. Esta **performance operacional aliada a um investimento reduzido** exponenciou um elevado nível de *cash flow* que permitiu **uma aceleração do processo de redução do stock de dívida**.

Considerando que a nossa visão para a *cross* EURUSD assenta numa relativa estabilização no médio-prazo para valores compreendidos entre a paridade e os 1,15 USD, estimamos que os **resultados deste ano sejam replicáveis nos próximos períodos** mesmo com uma possível correcção no preço da pasta. A recorrência destes resultados operacionais irá permitir uma geração de caixa que possibilitará a redução do endividamento líquido para o nível alvo estabelecido pela empresa (EUR 300mn) nos próximos 2 anos.

Assim, a principal questão quanto ao futuro da empresa prende-se com a utilização que a equipa de gestão pretende atribuir ao capital disponível caso o preço da pasta se mantenha a estes níveis. No passado, a empresa adquiriu fábricas já existentes e financiou expansões com recurso a dívida, dedicando-se a abater a mesma nos anos seguintes.

Com o *stock* de dívida cada vez mais próximo de atingir o nível pretendido pela empresa e com a maioria dos projectos de investimento a concluir este ano, prevemos que o *cash flow* gerado seja utilizado para, a prazo, **expandir a capacidade da Celtejo** mas maioritariamente para **aumentar os dividendos distribuídos**, visto que a empresa não tem uma política de distribuição de dividendos definida.

Assim, esperamos que a atractividade do título aumente nos próximos anos com uma redução da alavancagem e uma melhoria da política de remuneração. Não obstante, o histórico perfil descontado face às suas comparáveis deverá manter-se, justificado pelo constrangimento da sua reduzida liquidez e pelo risco país a que está exposta na sequência da instável situação financeira portuguesa, a qual sofreu novos níveis em consequência da indefinição do quadro político que resultou do desfecho das eleições legislativas realizadas no passado mês de Outubro.

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

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



Assim, atribuímos ao título a **recomendação acumular** com um **target price** de EUR 5,80, uma revisão em alta face à nota de Novembro de 2013 (TP: EUR 2,70). A recomendação baseia-se, não só no **target price**, mas também no ciclo de crescimento em que a indústria se situa, no sucesso do processo de desalavancagem da empresa e na favorável execução da estratégia de diversificação de geografias (Ásia vs. Europa) e produtos (pasta solúvel vs. pasta de papel). Os principais **riscos** ao nosso **target price** prendem-se com uma eventual evolução desfavorável do preço da pasta de papel, uma possível valorização do Euro e algum evento inesperado que altere significativamente o preço da madeira na Península Ibérica (ex. incêndios).

### ▲ Síntese de Projecções e Inputs

(EUR 000)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Receitas	572.571	552.858	669.342	668.245	621.998	638.844	632.890	634.736
% Variação	5,48%	-3,44%	21,07%	-0,16%	-6,92%	2,71%	-0,93%	0,29%
Custos Totais	431.170	439.323	446.963	472.975	448.911	464.954	461.026	462.263
% Variação	7,85%	1,89%	1,74%	5,82%	-5,09%	3,57%	-0,84%	0,27%
% Receitas	75%	79%	67%	71%	72%	73%	73%	73%
EBITDA	141.400	113.535	222.379	195.270	173.087	173.890	171.865	172.473
% Margem	24,7%	20,5%	33,2%	29,2%	27,8%	27,2%	27,2%	27,2%
Amortizações e depreciações	49.236	48.520	52.343	54.663	50.672	53.457	53.836	54.504
EBIT	88.742	65.015	170.036	140.607	122.415	120.433	118.029	117.969
% Taxa de imposto	15,2%	7,94%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
NOPAT	75.261	59.856	119.025	98.425	85.690	84.303	82.620	82.579
(+) Amortizações e depreciações	49.236	48.520	52.343	54.663	50.672	53.457	53.836	54.504
(-) Capex	16.100	41.200	33.350	19.250	61.381	17.757	17.885	17.936
(-) Variação no Net Working Capital	24.393	- 8.614	- 4.091	9.898	- 4.318	1.573	- 2.247	167
FCF	84.004	75.789	142.109	123.940	79.299	118.429	120.818	118.979
Tempo a descontar			0,12	1,12	2,12	3,12	4,12	5,12
Factor de Desconto			0,99	0,92	0,85	0,79	0,73	0,68
FCF descontado			140.848	113.884	67.553	93.531	88.461	80.764

Profit & Loss	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT	88.742	65.015	170.036	140.607	122.415	120.433	118.029	117.969
Resultados Financeiros	23.458	24.401	22.263	20.649	15.722	14.349	10.984	7.397
EBT	65.284	40.614	147.774	119.958	106.693	106.084	107.045	110.572
Impostos	9.917	3.223	32.206	35.988	32.008	31.825	32.113	33.172
Resultado Líquido	55.367	37.391	115.567	83.971	74.685	74.259	74.931	77.401
EPS (com interesses minoritários)	0,270	0,182	0,563	0,409	0,364	0,362	0,365	0,377

Fonte: Altri / Research BiG

WACC	
Rd	4,22%
Re	9,27%
Taxa de juro sem risco	2,57%
Prémio de Risco	10,45%
Beta	0,85
WACC	7,86%

Fonte: Bloomberg / Research BiG

#### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

#### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

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

## 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 pela Equipa de Research do BiG 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 30 de Setembro de 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	71,4%
Manter/Neutral	2	28,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2015

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	2	25,0%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	1	12,5%
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>100,0%</b>

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2015:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	80,0%
Stop Loss	1	20,0%
Em Vigor	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>100,0%</b>

## 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 disponibilizadas. 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.

### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

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