

VISÃO – Comprar

Preço-alvo: EUR 4,30

Preço e Performance (EUR)	
Preço	3,67
Máx de 52 semanas	5,07
Mín de 52 semanas	2,80
YTD (%)	-23,02
Volume médio diário	393.722
Capitalização bolsista (mn)	753
Beta	0,90
Dividendo bruto por ação (2015)	0,33
EPS (2015)	0,57

Nota: Valores de fecho de 25/11/2015

Fonte: Bloomberg

Opinião do consenso (últimos 6 meses)	
COMPRAR	3
MANTER	2
VENDER	1

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira de 2015 (EUR)	
Vendas (mn)	665
EBITDA (mn)	221
Nº de empregados	662
ROA (%)	7,73
ROE (%)	26,93
D/E	0,83
DY (%)	6,81

Nota: Os valores dizem respeito aos resultados de 2015

Fonte: Bloomberg

Evolução Gráfica do Preço (em EUR)



Fonte: Bloomberg

Histórico de recomendações		
Data	Recomendação	Preço-alvo
nov-15	Acumular	5,80

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

Altri – Um claro ganhador com a depreciação do EURUSD

(Comprar, com preço-alvo de EUR 4,30)

Reiniciamos a cobertura da Altri com um preço-alvo de EUR 4,30 por ação, com a recomendação de comprar.

A nossa recomendação é feita com base em dois factores principais: 1) pressuposto de que a pressão sobre o preço da pasta de papel vai continuar durante o próximo ano, mas de forma mais ténue e 2) continuação do processo de desalavancagem, que permitirá chegar ao objectivo de dívida líquida de EUR 300 mn dentro de dois anos.

Estabilização do preço da pasta de papel BHKP, com os aumentos de capacidade a serem implementados pelos produtores brasileiros e asiáticos a serem o principal factor negativo, mas a ter em conta que o endividamento dos produtores brasileiros e a recente valorização do real serão dois dissuasores de mais aumentos de capacidade. Estimamos que o preço da pasta BHKP transaccione em média à volta dos USD 650 por tonelada ao longo dos próximos dois anos.

Estimativas de receitas e lucros pressionadas, devido à queda expressiva do preço da pasta, mas ajudadas pela depreciação do euro face ao dólar norte-americano. Estimamos que as receitas fiquem abaixo dos EUR 600 mn em 2016, com os lucros em torno dos EUR 74 mn, mas que recuperem em 2017, para cerca de EUR 620 mn, impulsionadas por maior quantidade de pasta vendida, ainda que a um preço mais baixo. Já os lucros, estimamos que fiquem ligeiramente aquém dos que estimamos para 2016, em torno dos EUR 73 mn, a reflectir as margens mais baixas causadas pelo preço da pasta de papel mais baixo.

Continuação do processo de desalavancagem. Estimamos que nos próximos anos a Altri reduza a dívida líquida a um ritmo de cerca de EUR 50-60 mn ao ano, em linha com a norma dos últimos anos, e que atinja o seu objectivo de menos de EUR 300 mn de dívida líquida dentro dois anos.

Estabilização da política de dividendos, que deverá começar a ser mais evidente num espaço de dois anos, quando o grupo atingir os seus objectivos de dívida líquida.

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

▲ Descrição

A Altri é uma empresa de referência europeia na produção de pasta de eucalipto e na gestão florestal.

Gestão florestal, capacidade produtiva de um milhão de toneladas de pasta por ano, produção de electricidade através de co-geração e biomassa

A empresa detém três fábricas de pasta de eucalipto branqueada, com capacidade anual nominal de cerca de 1.000 mil toneladas. Esta capacidade tem vindo a ser consistentemente aumentada ao longo dos últimos anos, através de expansões das fábricas. Para além da pasta de eucalipto branqueada, a Altri também apostou recentemente na produção de pasta solúvel. A pasta solúvel é um produto de maior valor acrescentado que é usado acima de tudo pela indústria têxtil. Esta aposta representa o começo de uma estratégia de diversificação da tradicional pasta de eucalipto, por onde a Altri tem margem para continuar a apostar na profundidade do seu valor acrescentado.

Em paralelo com a produção de pasta de eucalipto e de pasta solúvel, a Altri também produz electricidade em sistema de co-geração e aproveitando a biomassa gerada pelo processo produtivo da pasta de papel e conseguindo uma capacidade anual de cerca de 365 GWh. Actualmente a Altri gera energia em excesso daquilo que consome.

A actividade de gestão florestal da empresa também tem um papel relevante nas operações do grupo, sendo este auto-suficiente em cerca de 25% da madeira que necessita para a produção de pasta de papel.



Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

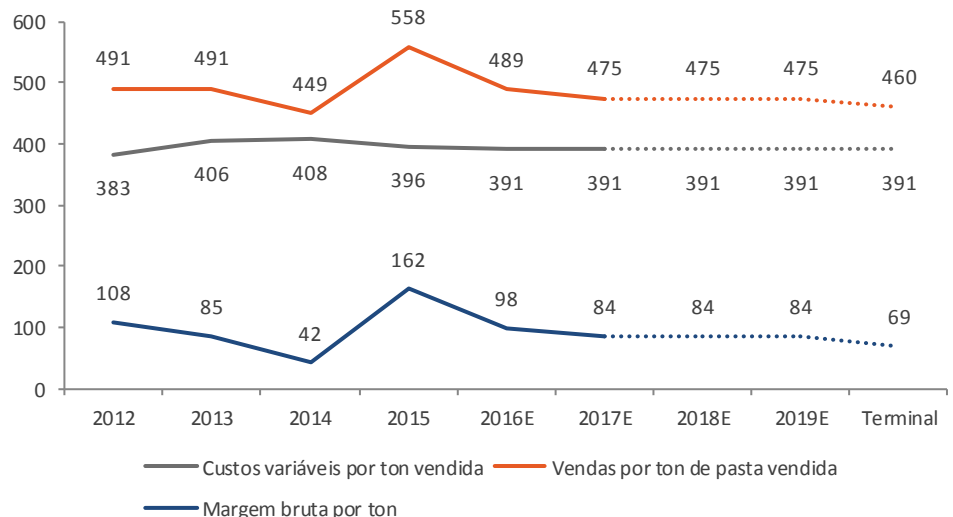
▲ **Análise operacional**

A Altri é uma empresa bastante estável em termos operacionais, sendo que as variações de lucros e rentabilidade são justificadas quase na totalidade pelas variações do preço da pasta de papel BHKP em dólares e pela variação da taxa de câmbio entre o euro e o dólar americano (EURUSD).

Começando pelos custos de produção por tonelada de pasta produzida (que incluem o custo das vendas e os fornecimentos externos), estes têm vindo a piorar ao longo dos últimos 5 anos, de cerca de EUR 360 por tonelada de pasta produzida em 2010 para cerca de EUR 391 em 2015, com um pico de EUR 408 em 2014. Esta perda de eficiência na produção de pasta tem, em parte, que ver com os sucessivos aumentos de capacidade que a Altri tem vindo a fazer ao longo dos últimos anos (a nova capacidade é normalmente menos eficiente ou demora algum tempo a ganhar eficiência), não se esperando que a deterioração da eficiência continue nos próximos anos. Pelo contrário, a empresa tem em curso projectos para diminuir o consumo de químicos e de madeira que, em conjunto com ganhos de eficiência nas unidades recentemente ampliadas, deverão nos próximos anos ditar melhorias nos custos de produção por tonelada.

Estabilidade operacional evidenciada pelos custos por tonelada de pasta vendida

Métricas operacionais por ton de pasta vendida (EUR)



Fonte: Relatórios de contas da empresa; Research BiG

Desconto do preço da pasta face ao preço de mercado tem vindo a aumentar

Por questões comerciais, a Altri vende a sua pasta com um desconto face ao preço de mercado que nos últimos anos foi de 23% em média. O deteriorar das condições do mercado da pasta de papel podem ter influência neste desconto, visto que o mercado se torna mais competitivo, e por isso assumimos que este desconto vai tender para os 25% nos próximos anos.

Outro ponto de análise interessante é a gestão que a empresa dos faz seus inventários, fornecedores e conta de clientes. A Altri também regista um histórico relativamente estável neste âmbito, sendo só de notar o decréscimo nos dias de inventários e nos dias para pagar a fornecedores desde 2011. Se por um lado a melhoria nos dias de inventários sugere uma melhor gestão destes, a queda nos dias para pagar a fornecedores sugere condições de

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

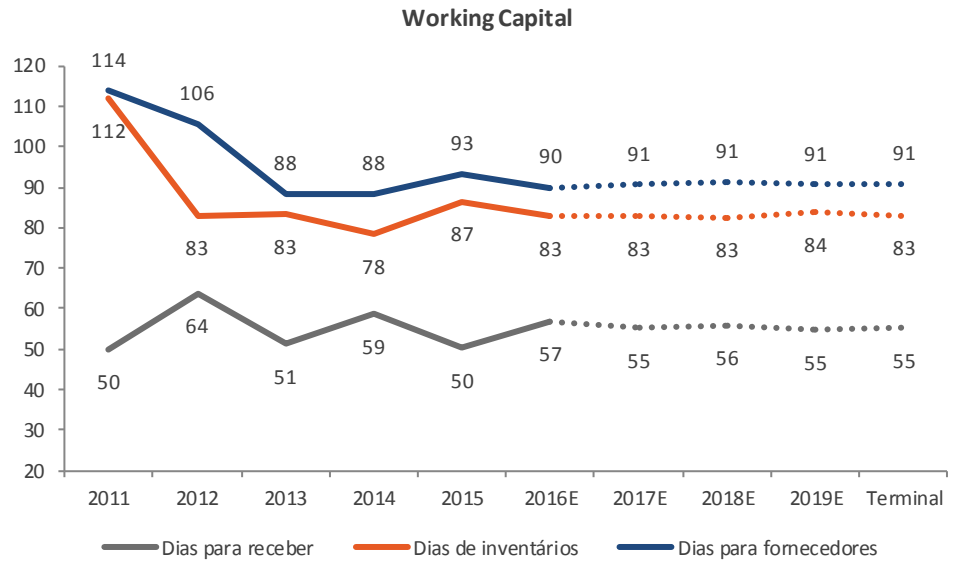
Research:

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

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

crédito mais apertadas junto dos fornecedores. O balanço geral é que a Altri mantém um ciclo de conversão em cash bastante estável ao longo dos últimos anos, entre os 40 e os 50 dias.

Gestão de working capital também é bastante estável. Ciclo de conversão em cash de cerca de menos de 50 dias



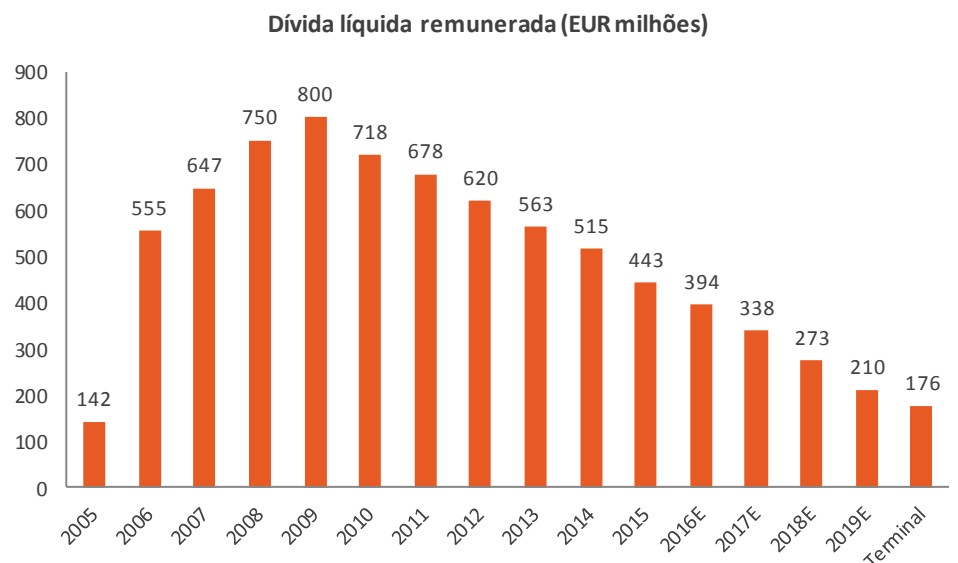
Fonte: Relatórios de contas da empresa; Research BiG

Endividamento

Endividamento é um marco importante da estratégia da Altri

O principal marco da estratégia da Altri aquando a sua incorporação em 2005, foi o significativo endividamento para a aquisição e investimento em unidades produtivas. A Altri começou logo em 2005 por adquirir 95% da Celtejo por EUR 38 mn, e acelerou em 2006 com a aquisição da Celbi à finlandesa Stora Enso por EUR 430 mn, o investimento em 50% da EDP Bioeléctrica por EUR 7,5 mn, e a aquisição de mais 4,45% da Celtejo. Ainda em 2006, obteve apoio estatal para o investimento de EUR 320 mn num aumento de capacidade da Celbi, e em 2007 voltou a obter apoio estatal para o investimento de EUR 73 mn na modernização da Celtejo.

Estratégia de redução de dívida tem tido um sucesso considerável. Objectivo actual de EUR 300 mn de dívida líquida



Fonte: Relatórios de contas da empresa; Research BiG

Analista:
João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

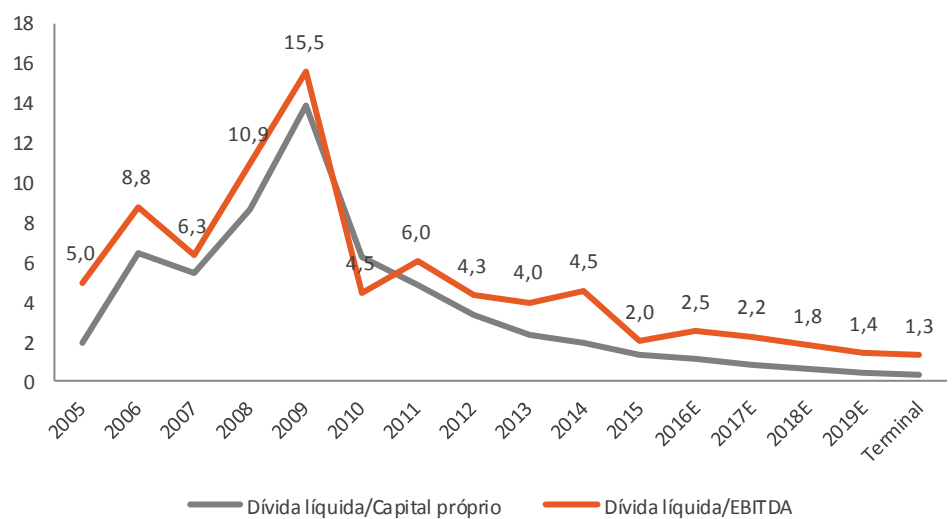
Research:
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

O desenrolar destes investimentos culminou num pico da dívida bruta do grupo de mais de EUR 900 mn (dívida líquida de EUR 800 mn) em 2009, mas o sucesso da estratégia tem permitido ao grupo reduzir gradualmente o peso desta dívida desde então.

Desde 2009, que a Altri tem reduzido a dívida líquida a um ritmo anual médio de EUR 60 mn por ano, de forma relativamente estável, aproveitando os anos de melhor negócio para reduzir mais do que isso. No final de 2015, a dívida líquida da Altri quedava-se pelos EUR 442,6 mn, que estando muito abaixo do seu auge em 2009, ainda é significativa. Os resultados positivamente fora do normal no ano de 2015 distorceram um pouco o rácio de Dívida Líquida/EBITDA (2x em 2015 vs 4,5x em 2014), mas em 2016, a queda do preço da pasta de papel BHKP, e o seu impacto no lucro operacional, deverá levar este rácio para mais perto das 3x.

Rácios de dívida



Fonte: Relatórios de contas da empresa; Research BiG

O custo da dívida tem tido um peso relevante nos resultados da Altri ao longo dos últimos 10 anos mas este custo deverá continuar a tornar-se cada vez mais leve no futuro. A Altri tem o objectivo para os próximos anos de chegar a uma dívida líquida de EUR 300 mn, algo que deverá conseguir ser atingido num prazo de 2 anos. Após atingir esse objectivo, é provável que a Altri aumente a remuneração ao accionista.

▲ Resultados 9M 2016

Os resultados dos primeiros nove meses de 2016 saíram em linha com aquilo que era estimado, com as receitas a caírem 17,6% face ao período homólogo para os EUR 149,5 mn e com o resultado líquido do trimestre a cair 51,1% face ao período homólogo para os EUR 16,8 mn. A queda do preço da pasta de papel BHKP é o principal responsável pela queda nos resultados, tendo caído cerca de 18% em USD face ao período homólogo. Os resultados não trouxeram surpresas mas ilustram a vulnerabilidade do negócio à queda do preço da pasta.

Resultados dos primeiros 9 meses de 2016 em linha com o esperado

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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 que aqui consta como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Saliencia-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração, em função de modificações que se venham a verificar na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

▲ **Análise sectorial**

Lado da oferta: Aumentos de capacidade no Brasil pressionam preço no curto prazo

Durante o último ano, os aumentos de capacidade significativos por parte dos produtores brasileiros de pasta de papel foram uma mudança importante para o sector. A desvalorização do real brasileiro aliado ao facto de estes serem os produtores mais eficientes do mundo levou a que as principais empresas do sector apostassem em aumentos de capacidade significativos que, naturalmente, têm vindo a pressionar o preço da pasta de papel BHKP em USD. Só no Brasil, até 2019, espera-se que a oferta de pasta de papel BHKP expanda em quase 5 milhões de toneladas, mais de 8% da procura global por pasta de papel de mercado em 2015 (60 milhões de toneladas).

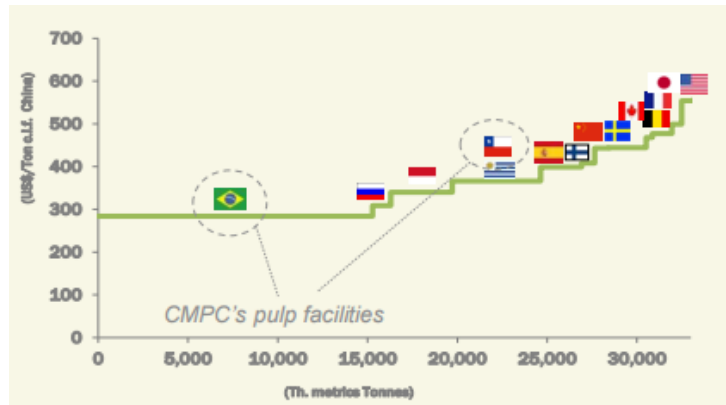
Aumentos de capacidade no Brasil e Ásia devem continuar a pressionar preço da pasta

Principais projectos de aumento de capacidade (milhares de tons)		
Klabin - Puma, Brasil	BHKP+fluff, completa, ramp up	1100
CMPC - Guaiba, Chile	BHKP, completa, ramp up	1330
Fibria - Três Lagoas, Brasil	BHKP	1750
El dorado - Três Lagoas, Brasil	BHKP	2025
APP - Oki, Indonésia	BHKP	2200

Fonte: Hawkins Wright; Arauco

Os brasileiros têm a vantagem de ter as plantações mais rentáveis do mundo, conseguindo produzir uma tonelada de pasta de papel BHKP por menos de USD 300, que compara com o custo de cerca de USD 400 em Portugal ou USD 350 na Indonésia.

Custos de produção por tonelada de pasta e capacidade por país



Fonte: CMPC

Apesar desta vantagem competitiva na produção de pasta de papel BHKP, as empresas brasileiras têm níveis de endividamento mais altos do sector a nível global, algo que deverá travar mais projectos de aumento de capacidade nos próximos anos. A forte valorização do real brasileiro em relação ao dólar americano (+24% YTD) desde o início do ano também é um factor que deverá dissuadir as produtoras brasileiras de investirem em mais aumentos de capacidade, visto que a valorização do real brasileiro lhes pressiona as margens operacionais.

É importante notar na baixa eficiência dos produtores chineses, que é um entrave importante à expansão da capacidade de produção de pasta de papel no país. As causas

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

Analista:
João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cântico
research@big.pt

Endividamento de players brasileiros e valorização do real brasileiro dissuadem de mais aumentos de capacidade

Baixa eficiência de produtores chineses limita capacidade de expansão de oferta no país

É provável que haja cortes de capacidade significativos caso o preço desça abaixo dos USD 600/ton

Caixas e papel de cartão vão continuar a alimentar crescimento de procura por pasta

desta baixa eficiência têm que ver com as dificuldades de fornecimento de fibra de madeira, devido à má localização das plantações chinesas, ao aumento dos custos laborais e à crescente regulação ambiental. Isto leva a que o crescimento da procura por pasta de papel na China tenha que ser satisfeito através de importações.

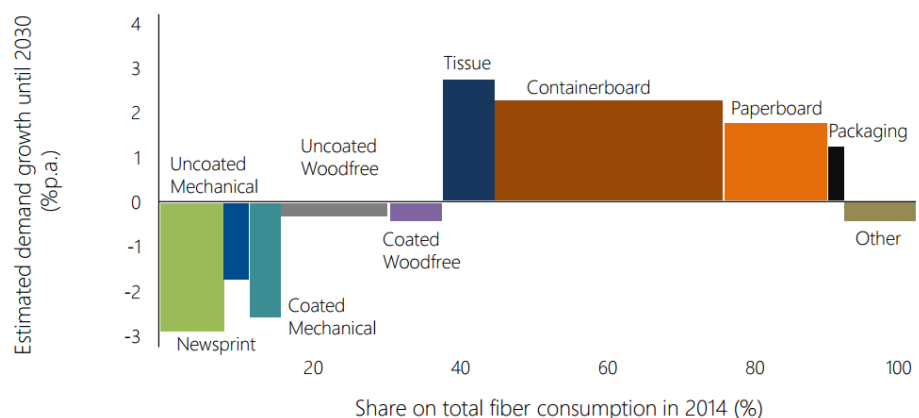
Também é importante ter em conta que os custos de produção por tonelada dos produtores menos eficientes estão entre os USD 500 e os USD 600 por tonelada. Se o preço da pasta de papel descer abaixo destes níveis, será provável que alguns destes produtores comecem a fechar fábricas que não são rentáveis a esses preços. Algo que deverá conceder suporte ao preço da pasta de papel BHKP para permanecer acima dos USD 600 por tonelada.

Lado da procura: Caixas/papel de cartão alimentam crescimento

No que toca ao lado da procura do mercado da pasta de papel BHKP, em termos regionais, e apesar do abrandamento significativo recente, a China vai continuar a ser o motor da procura. A procura por pasta de papel de mercado na região cresceu a uma média composta de 5,5% entre 2010 e 2015 e, segundo a Hawkins Wright, espera-se que este crescimento abrande para os 3,6% por ano entre 2016 e 2020. O consumo de papel de escritório *per capita* na China (cerca de 20kg por pessoa) é equivalente a cerca de um quinto daquilo que se consome no Japão (cerca de 100kg), o que é ilustrativo da margem que o mercado chinês ainda tem para crescer. Nas outras regiões mundiais, espera-se que o crescimento da procura por pasta de papel se mantenha relativamente estável, com exceção da Oceânia, onde se espera que o crescimento acelere de 1,5% anualizado nos últimos 5 anos para os 4,4% entre 2016 e 2021. A nível global, espera-se que a procura por pasta de papel de mercado cresça a uma média anual de 2,1% entre 2016 e 2020, o que representa um crescimento absoluto médio de 1,25 milhões de toneladas por ano.

Olhando para os segmentos de produto que advêm da pasta de papel, o aumento da procura global por pasta de papel é conduzido maioritariamente pelo crescimento da procura por caixas/papel de cartão e papel *tissue* (que inclui papel higiénico, papel de cozinha e lenços de papel). Este crescimento de procura é alimentado por duas tendências seculares que deverão persistir no longo prazo.

Crescimento e *market share* dos derivados de pasta de papel até 2030



Fonte: Suzano; Poyry (2015)

No caso do papel *tissue*, o aumento da qualidade de vida em países menos desenvolvidos é

Analista:
João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cântico
research@big.pt

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 correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

Países em desenvolvimento alimentam procura por tissue

o principal impulsionador da procura. Mesmo que nos países desenvolvidos este tipo de papel seja considerado um bem essencial básico, em certos mercados ele ainda é um luxo. O consumo de papel *tissue* está fortemente correlacionado com o PIB *per capita* de cada país, e como tal espera-se que haja um maior crescimento da procura em países que registem maiores crescimentos de PIB *per capita*.

E-commerce alimenta procura por caixas e papel de cartão

Já as caixas e papel de cartão, beneficiam do crescimento do *e-commerce*, no qual os produtos são empacotados individualmente, acabando por usar mais cartão do que se fossem empacotados em grandes quantidades, e transportados mais vezes do que se fossem vendidos em lojas de retalho. O segmento de produto que mais pesa no crescimento da procura por pasta de papel é o de papel de imprensa, seja jornal seja de revistas. Também esta, uma tendência que deverá prevalecer no longo prazo.

Conclusão: Preço da pasta de papel BHP vai manter-se pressionado mas não deverá descer abaixo dos USD 600. Estimamos, de forma conservadora, que ao longo dos próximos dois anos transaccione em torno dos USD 650/ton.

▲ Estratégia

A estratégia da empresa ao longo da última década tem passado por aumentos anuais de capacidade produtiva de pasta de papel de eucalipto branqueada, através da expansão de cada uma das suas fábricas. Em 2009 o grupo tinha uma capacidade produtiva de 650.000 de toneladas de pasta de eucalipto branqueada por ano, em 2015 esta capacidade estava nos 1.000.000 de toneladas.

Pequeno aumento de capacidade em curso e estudo de viabilidade para aumento de capacidade significativo

Actualmente, o grupo tem em curso um investimento que deverá aumentar a capacidade da Celbi em **mais 50.000 toneladas por ano, a partir de 2017/18, e um estudo de viabilidade para um aumento de capacidade de 250.000 toneladas por ano na fábrica Celtejo**, em relação ao qual se sabe pouco. Estes projectos de crescimento não incrementam à capacidade produtiva do grupo de forma tão expressiva quanto incrementaram os projectos passados, mas também se espera que sejam financiados de forma mais conservadora, não recorrendo a tanta dívida, ou mesmo sem recorrer a dívida nenhuma, ao contrário daquilo que foi feito no passado. Não temos conhecimento de constrangimentos que possam no futuro vir a limitar o potencial de expansão de capacidade das fábricas da Altri.

Pasta solúvel é uma aposta que abre portas para subir na cadeia de valor

No que toca à aposta em pasta solúvel, que representa um desvio da estratégia de expansão de capacidade da última década, encaramo-la como uma lufada de ar fresco na estratégia da empresa, que mostra acima de tudo que a Altri tem vontade e capacidade de inovar. O investimento neste produto, de maior valor acrescentado, deverá ser gradual e cauteloso, visto que é um segmento de produto com o qual a Altri ainda se está a familiarizar, mas pensamos que faz todo o sentido para o grupo apostar em subir na cadeia de valor, visto que isso lhe concede diversificação de produto e abre portas para novas oportunidades.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

▲ Estrutura accionista e dispersão em bolsa

Consideramos que a estrutura accionista tem características positivas

A Altri, SGPS é maioritariamente detida pela sua equipa de gestão e Conselho de Administração, o que apesar de tirar representatividade aos pequenos accionistas, deixa os interesses e incentivos da equipa de gestão bastante alinhados com os dos restantes accionistas. Consideramos que esta é por isso uma estrutura accionista com características positivas.

Nome	Cargo	Número de ações	% do capital social
Paulo Fernandes	Chairman & Co-CEO	23.675.168	11,54%
João Oliveira	Vice-presidente & Co-CEO	30.000.000	14,62%
Domingos Matos	Conselho de Administração	24.150.110	11,77%
Ana Mendonça	Conselho de Administração	42.954.552	20,94%
Bestinver SA	-	7.178.610	3,50%
Norges Bank	-	4.149.572	2,02%
Outros	-	73.023.660	35,60%

Fonte: Relatório de contas da empresa

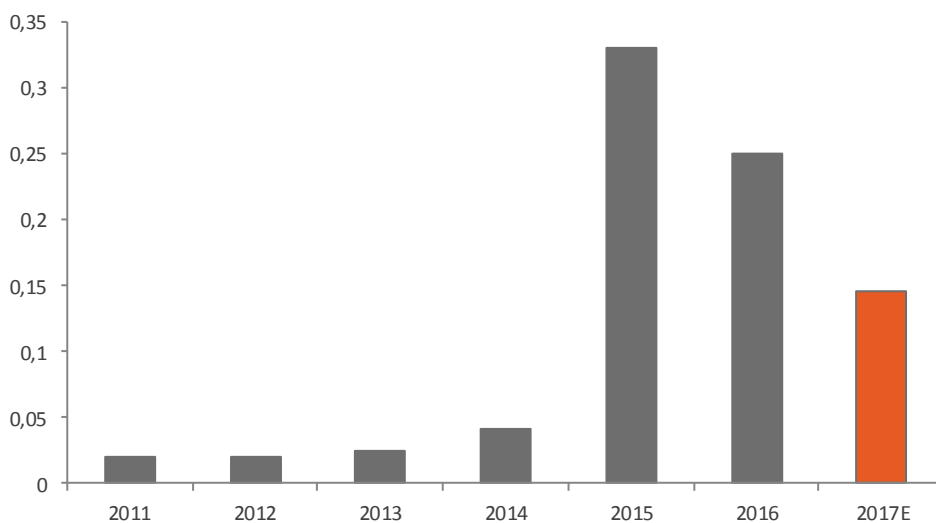
A dispersão em bolsa da Altri também é um factor positivo no que toca à sua estrutura accionista. A empresa tem cerca de 56,1% do seu capital social disperso em bolsa.

▲ Remuneração ao accionista

Ao longo dos últimos anos a Altri tem tido uma política de remuneração ao accionista algo irregular. Depois de pagar dividendos relativamente modestos entre 2011 e 2014 (em média EUR 5,5 mn por ano), em 2015 o grupo distribuiu EUR 67,7 mn em dividendos, que se traduziu num *dividend yield* anual de praticamente 10% face ao preço médio do ano. Este pico na distribuição de dividendos deveu-se por um lado à acumulação de *cash* ao longo dos anos anteriores e por outro ao excelente ano que foi 2015 para a Altri.

Estimamos que o dividendo caia para os EUR 0,146 por acção em 2017

Dividendo bruto por ação (EUR)



Fonte: Bloomberg; Research BiG

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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 que aqui consta como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salieta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração, em função de modificações que se venham a verificar na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

Em 2016, o grupo voltou a distribuir um dividendo agradável, de EUR 0,25 por acção (EUR 51,2 mn), ainda a beneficiar dos factores que permitiram os dividendos extraordinários em 2015, mas é pouco provável que esses montantes se repitam tão cedo. Com o preço da pasta pressionado, e a política de desalavancagem ainda em curso, apontamos para dividendos nos próximos anos que rondem os EUR 30 mn (EUR 0,146 por acção). Depois do grupo atingir o seu objectivo de dívida líquida nos EUR 300 mn, é provável que os dividendos comecem a aumentar gradualmente. Estimamos que tal aconteça a partir de 2019.

▲ Avaliação

Avaliação extremamente sensível a variações do preço da pasta e do câmbio EURUSD

A avaliação que fazemos da Altri é extremamente sensível a 1) o preço da pasta de papel e 2) a taxa de câmbio entre o euro e o dólar americano. Visto que estas são duas variáveis nas quais a empresa é um claro *price-taker*, tendo pouca influência na tendência que tomam no longo prazo, optámos por basear a nossa avaliação num leque de cenários que achamos serem semelhantemente prováveis no longo prazo no que toca ao preço da pasta de papel e ao câmbio entre o euro e o dólar americano.

Em relação à pasta de papel, que actualmente negocia ligeiramente acima dos USD 650 por tonelada, pressupomos que no longo prazo o preço se vai cingir ao intervalo entre os USD 600 e os USD 700 por tonelada (cenário base de USD 650 por tonelada). No entanto, no curto-prazo, a actual dinâmica do sector da pasta de papel leva a um *superavit* da oferta em relação à procura durante os próximos anos, e achamos que não devemos assumir preços demasiado superiores aos actuais antes de existirem sinais de que esta dinâmica se vai inverter, mesmo que a pasta de papel esteja a transaccionar perto de mínimos de cerca de 5 anos. No que toca ao câmbio entre o euro e o dólar americano, consideramos cenários que vão de um mínimo de 1,02 até um máximo de 1,10 (cenário base de 1,06).

Utilizamos o método de *free cash flow to equity*, descontado à taxa de desconto de 11,12%, que na nossa opinião reflecte adequadamente não só os riscos endógenos à empresa como os riscos soberanos que derivam da incerteza em relação ao futuro do país. Utilizamos a taxa actual *risk free* de 3,60%, um *Beta* da acção, calculado com base nos últimos dois anos, de 0,90 e um prémio de risco de mercado de 8,34% (baseado num modelo dividendos estimados e no preço actual). O excesso de *cash* que a Altri tem em balanço é significativo, e por isso adicionamo-lo ao valor que atribuímos ao *free cash flow to equity* que estimamos que a empresa vai gerar nos próximos anos.

Pressupostos terminais para avaliação	
Prémio de risco accionista (média 2 anos)	8,34%
Beta (média 2 anos vs PSI20)	0,90
Taxa sem risco (actual)	3,60%
Retorno requerido	11,12%
Retenção de lucros	25%
Taxa de crescimento sustentável	2,3%

Fonte: Bloomberg; Research BIG

A média das avaliações dos cenários que consideramos leva-nos a um **preço alvo de EUR 4,30 por acção**, que concede ao título, um potencial de subida de mais de 20% face ao preço actual.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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 que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

▲ Anexos

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS no cenário base						
milhares EUR	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	Terminal
Receitas	664.825	587.098	621.118	621.118	621.118	604.255
Vendas de pasta	564.700	488.739	522.759	522.759	522.759	505.896
Custos totais	443.717	431.009	470.088	470.088	470.088	470.088
COGS	237.903	235.518	259.070	259.070	259.070	259.070
Fornecimentos externos	162.836	155.275	170.802	170.802	170.802	170.802
Salários	35.277	30.830	30.830	30.830	30.830	30.830
Outras despesas	4.049	7.752	7.752	7.752	7.752	7.752
Provisões e imparidades	3.652	1.635	1.635	1.635	1.635	1.635
EBITDA (Lucro operacional)	221.108	156.089	151.030	151.030	151.030	134.167
Depreciação e amortizações	52.830	54.618	50.925	47.786	45.118	42.851
Resultados de empresas associadas	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950	2.950
Custos financeiros	31.946	25.291	21.478	20.356	16.751	13.059
Rendimentos financeiros	8.274	7.295	4.182	5.412	4.287	3.004
Lucros antes de impostos	147.556	86.425	85.759	91.249	96.397	84.211
Impostos	29.879	12.462	12.366	13.157	13.900	12.142
Interesses minoritários	3	6	6	6	6	6
Resultado líquido atribuído aos accionistas	117.674	73.958	73.388	78.086	82.492	72.063

FREE CASH FLOW TO EQUITY no cenário base						
milhares EUR	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	Terminal
Fluxos de operações	206.050	150.361	136.072	144.064	143.046	130.079
Fluxos de investimentos	-34.437	-27.568	-28.606	-28.196	-28.571	-28.999
Juros e similares	-22.277	-25.291	-21.478	-20.356	-16.751	-13.059
Empréstimos líquidos	-99.662	-150.000	-15.000	-103.000	-105.500	0
Free cash flow to equity	49.674	-52.498	70.988	-7.489	-7.776	88.021
FCFE descontado		-52.268	63.605	-6.038	-5.643	
Valor Terminal descontado						660.895
Caixa e equivalentes			180.394			

Preço alvo sob diferentes cenários terminais						
		Europe Pulp BHKP PIX Index USD (média anual)				
		580	600	650	700	720
EURUSD	1,02	2,55	3,19	5,09	7,59	8,81
	1,04	2,22	2,82	4,57	6,84	7,95
	1,06	1,92	2,47	4,10	6,18	7,19
	1,08	1,64	2,16	3,67	5,59	6,50
	1,10	1,39	1,87	3,28	5,05	5,89

Fonte: Altri; Bloomberg; Research BiG

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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 correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do que aqui consta 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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

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%;
 A tipologia de investimento supra mencionada mostra-se meramente indicativa e não, globalmente, estrita.
- 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 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	2	28,6%
Manter/Neutral	4	57,1%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Sob Revisão	1	14,3%
Total	7	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

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

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	57,1%
Stop Loss	3	42,9%
Em Vigor	0	0,0%
Total	7	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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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 na evolução do meio envolvente da empresa analisada ou a modificação dos pressupostos, previsões e métodos 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.