

**VISÃO – Comprar**

**Price Target: EUR 4,00**

(para mais detalhes do modelo de avaliação, consultar a PSI-20 Note 'Portucel – Navegação suave para novos segmentos' do dia 7 de Março')

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	3,13
Máx de 52 semanas	4,22
Mín de 52 semanas	2,67
YTD (%)	-12,96%
Volume médio diário (mn)	749.088
Capitalização bolsista (mn)	2.402
Beta	0,843
Dividendo	0,237
EPS	0,274

Nota: Valores de fecho do dia 28/04/2016

Fonte: Bloomberg; BiG Research

Opinião do consenso (últimos 6 meses)	
COMPRAR	4
MANTER	1
VENDER	1

Fonte: Bloomberg; BiG Research

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	1628
EBITDA (mn)	405
ROA (%)	7,7%
ROE (%)	14,6%
D/E	0,29
DY (%)	7,6%

Nota: Valores relativos aos resultados anuais

Fonte: Bloomberg; BiG Research

**Evolução Gráfica**



Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
14-09-2015	Acumular	3,59

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

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

**Navigator – Resultados e Conference Call 1T2016**

(Reiteramos a recomendação de 'Compra', com um *price-target* de EUR 4,00)

**Resultados do 1º Trimestre**

A Navigator (ex-Portucel) divulgou ontem os resultados referentes ao primeiro trimestre de 2016. As **vendas totais fixaram-se em EUR 384,6mn**, o que representa uma queda de 1,1% face ao período homólogo e 9,2% face ao sequencial. A queda em termos sequenciais é parcialmente justificada pela  **sazonalidade**  do sector, mas foi intensificada por uma **redução considerável do preço da pasta de papel** desde o final de 2015 e por uma menor **venda de energia à rede** devido ao regime de autoconsumo do complexo da Figueira da Foz aplicado desde Fevereiro.

O trimestre em termos de EBITDA foi bastante positivo, com a  **margem EBITDA a expandir para 24,3%**. O EBITDA fixou-se em EUR 93,5mn, 15% acima do período homólogo devido a um menor consumo de madeira importada e a uma redução dos custos de transporte resultante do menor preço do petróleo.

O **resultado líquido foi assim de EUR 44,7mn**, 7% superior ao trimestre homólogo. Uma poupança líquida de EUR 3,1mn em juros incorridos (recorrente) e um ganho cambial de EUR 2,8mn (não-recorrente) contribuíram para este aumento.

A actividade da Navigator gerou um  **forte cash-flow de EUR 81,8mn**, o que representa uma clara melhoria tanto em termos sequenciais como homólogos. Apesar do elevado investimento realizado neste trimestre de EUR 49mn, este aumento de *cash flow* permitiu ainda reduzir o endividamento líquido da empresa em EUR 18mn, o que fixou o rácio Dívida Líquida/EBITDA em 1,6x (vs. 1,7x em 4T2015).

(EUR mn)	1T 2016	1T 2015	Δ
<b>Vendas Totais</b>	<b>385</b>	<b>389</b>	<b>-1,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>93,5</b>	<b>81,4</b>	<b>14,9%</b>
<b>Resultados Operacionais (EBIT)</b>	<b>56,4</b>	<b>54,2</b>	<b>4,1%</b>
<b>Resultados Financeiros</b>	<b>-2,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>-68,7%</b>
<b>Resultado Líquido</b>	<b>44,7</b>	<b>41,8</b>	<b>7,0%</b>
<b>Free Cash-flow</b>	<b>18</b>	<b>51,7</b>	<b>-33,7</b>
<b>Investimentos</b>	<b>49</b>	<b>12,8</b>	<b>36,2</b>
<b>Dívida Líquida remunerada</b>	<b>636,4</b>	<b>282,2</b>	<b>354,2</b>
<b>EBITDA/Vendas</b>	<b>24,3%</b>	<b>20,9%</b>	<b>+3,4 p.p</b>
<b>ROE</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,4%</b>	<b>+3,1 p.p</b>
<b>Autonomia Financeira</b>	<b>51,2%</b>	<b>53,2%</b>	<b>-2,0 p.p</b>
<b>Dívida Líquida / EBITDA</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	

Fonte: Navigator - Resultados 1º Trimestre de 2016

**Performance dos Segmentos**

O principal segmento de negócio da empresa – a  **produção e venda de papel - mantém-se robusto**, beneficiando do encerramento de dois complexos de relevo na Europa (cerca de 7% da capacidade existente). No mercado norte-americano, apesar da entrada em vigor das taxas  *anti-dumping* , que reduziu as importações em 16%, a capacidade produtiva manteve-se inalterada nos 92%. Esta taxa reduziu a concorrência neste mercado e não obstante o impacto negativo de EUR 2,7mn no EBITDA da Navigator (com a empresa a estimar no início do ano um impacto anual de EUR 13mn) poderá vir a beneficiar a empresa no médio prazo. A empresa realizou um aumento de preços em 2016 que elevou o preço médio em cerca de 1,9%, continuando a operar a 100% da capacidade instalada. No entanto, o CEO divulgou que espera uma  **redução dos preços na Europa em 2016**  devido ao  *oversupply*  dos produtores asiáticos, do reajustamento geográfico na sequência da taxa  *antidumping*  nos EUA e da passagem para os consumidores dos benefícios da descida do preço da pasta de papel por parte dos produtores não integrados.

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.

Relativamente ao segmento de **pasta de papel**, após um ano muito positivo para o sector em geral, a situação global começou agora a **deteriorar-se a um passo acelerado**. Não obstante a já existente expectativa de uma redução do preço da pasta de papel no mercado mundial nos próximos anos (devido ao abrandamento chinês) esta queda no preço superou fortemente o esperado. O preço da pasta de papel em EUR recuou 13% desde o início do ano, correspondendo a EUR 623 por tonelada, o que contrasta com os EUR 672 que estimávamos para meio do ano. Este segmento representa apenas 9% das vendas da empresa, no entanto as fracas expectativas deverão continuar a penalizar os resultados e podem ainda criar dúvidas quanto ao projecto de Moçambique.

A expressiva **redução da venda de energia** também tem penalizado os resultados da empresa devido às alterações regulatórias que obrigaram o complexo de Figueira da Foz a operar em regime de autoconsumo. Sendo que esta alteração apenas ocorreu em Fevereiro, esperamos que o impacto da mesma seja ainda observável nos resultados semestrais. Nota ainda para o reduzido preço do petróleo que pressionou os preços de venda da energia eléctrica.

O recente segmento de **tissue** entra agora numa fase crucial. Após o aumento da capacidade concluído em Setembro, será necessário acompanhar capacidade da empresa de atingir uma taxa de ocupação de 100% e de escoar esta produção em 2016. Neste trimestre, a empresa produziu e conseguiu vender 10 mil toneladas de produto acabado, o que significa, no entanto, que **ainda só está a utilizar perto de dois terços da capacidade instalada**.

## ▲ Conclusão

Os resultados reportados revelaram poucas surpresas e beneficiaram da performance robusta do segmento de papel que compensou as significativas dificuldades dos segmentos de pasta de papel e de energia.

O título regista uma queda de 12,96% desde o início do ano, uma performance que se aproxima da desvalorização dos produtores de pasta de papel (-31% YTD) enquanto os comparáveis do sector de papel registam ganhos de perto de 1%. No entanto, o segmento de papel representa perto de três quartos das receitas da empresa, o que nos leva a acreditar que *underperformance* do título desde o início do ano é bastante extremada.

A empresa anunciou recentemente que irá distribuir mais EUR 23,7 cêntimos por acção em dividendos, o que corresponde a uma *dividend yield* de 7,6%, apesar de já ter distribuído antecipadamente EUR 18,13 cêntimos em Dezembro.

Desta forma, reiteramos a recomendação de **Compra**, atribuída na nota "Portucel - Navegação suave para novos segmentos" de 7 de Março de 2016.

### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
João Saldanha  
Bernardo Câncio  
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.

## 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 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	55,6%
Manter/Neutral	4	44,4%
Reduzir/Vender	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>9</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	37,5%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>100,0%</b>

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	50,0%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	1	16,7%
<b>Total</b>	<b>6</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 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.