

COMPRAR
Preço-alvo: EUR 4,20

Acção	
Preço actual	3,60
Preço-alvo	4,20
Máx de 52 semanas	3,67
Min de 52 semanas	2,40
Retorno 1 ano (%)	20,0
Retorno 3 meses (%)	11,9
Capitalização bolsista	2.583,0
Free float (%)	30,6
Volume médio (30d)	607.001
Beta (5 anos)	0,84

Nota: Valores de fecho de 22/03/2017

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Informação financeira e estimativas BiG		
	2016	2017E
Receitas	1.577	1.675
EBITDA	397	395
Resultado líquido	218	189
ROE	17,9%	14,8%
D/E	57,4%	na
EPS	0,30	0,26
DPS	0,24	0,29
Dividend yield estimado		8,1%

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Evolução Gráfica do Preço (EUR)


Fonte: Bloomberg

Histórico de recomendações		
Data	Recomendação	Preço-alvo
mar-16	Comprar	4,00

Fonte: Research BiG

Principais accionistas	
Semapa - Sociedade de Investime	69,54%
Banco BPI SA	4,24%
Zoom Lux SARL	2,14%
Norges Bank	1,97%
Vanguard Group	0,70%

Fonte: Bloomberg

Analista:

 João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

THE NAVIGATOR COMPANY
Expansão para novos segmentos não impede bom dividendo

(Comprar, com preço-alvo de EUR 4,20)

Atualizamos a nossa cobertura da The Navigator Company com a recomendação de comprar e um preço-alvo de EUR 4,20.

Estimamos que as receitas em 2017 cresçam 6,2% para os EUR 1.675 mn, impulsionadas por um pequeno aumento de volumes, um aumento do preço da pasta, e pelas vendas do segmento de *pellets*. O resultado líquido no entanto, deverá ficar 9,6% abaixo do de 2016, penalizado acima de tudo pela subida dos custos incorridos com impostos, que no ano passado foram negativos devido a reversões de provisões fiscais.

Preços da pasta e do papel dão sinais positivos. O alívio da pressão concorrencial dos produtores asiáticos e a recuperação da procura são dois factores que deverão continuar a sustentar o preço do papel ao longo de 2017. No caso da pasta, o corte de capacidade na China e o atraso no desenvolvimento de algumas fábricas brasileiras estão a ajudar o preço no curto-prazo, mas no segundo semestre do ano espera-se que volte a estar sob pressão. O negócio da Navigator nestes segmentos deverá beneficiar da subida dos preços da pasta. Estimamos que as vendas destes segmentos subam entre 3 a 4% em 2017.

Início da construção da fábrica de *tissue* em Cacia afirma potencial da Navigator neste segmento. O projecto de expansão da fábrica de Cacia vai finalmente ser implementado, o que vai tornar a fábrica numa produtora integrada de *tissue* com potencial para ser das mais eficientes da Europa. Esta expansão ainda não terá impacto nos resultados de 2017 mas é um marco importante para o grupo e para a sua estratégia futura.

Pellets já se vão fazer sentir. A entrada no mercado de *pellets* nos EUA vai começar a fazer-se sentir nas contas do grupo este ano. O período de aproveitamento total da capacidade construída vai durar 2 a 3 anos. Em 2017, a venda de *pellets* deverá gerar receitas de cerca de EUR 30 mn.

O grupo vai abrandar o ritmo de investimento em Moçambique. O investimento no projecto florestal e industrial de longo prazo vai ser feito a um ritmo mais baixo devido à instabilidade social e económica no país. Apesar de ser um projecto com potencial, devido à sua longevidade e incerteza actual, não incluímos estimativas do seu retorno na nossa avaliação.

Estimamos um dividendo referente ao exercício de 2016 de EUR 0,29 por acção. O adiamento do investimento em Cacia, que era para ter sido iniciado em 2016 libertou liquidez que deverá ser distribuída aos accionistas em forma de dividendo.

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.

PAPEL

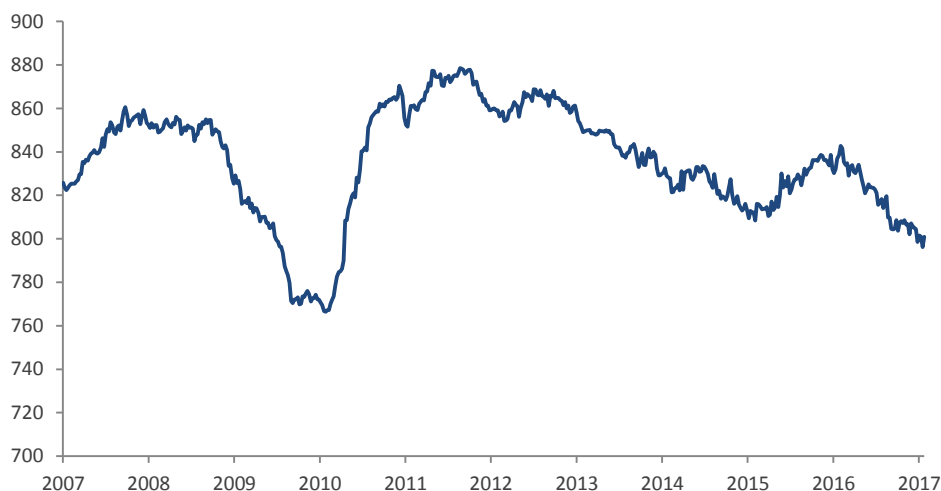
1. Capacidade produtiva anual de 1.600 milhares de toneladas, sem perspectivas de expansão.
2. Representa mais de 75% das receitas do grupo.
3. Recente aumento do preço do produto consistente com *guidance* do grupo.
4. Procura por papel em declínio contínuo (menos 2 a 3% ao ano) mas o negócio da Navigator deverá manter-se intacto devido à eficiente estrutura de custos.

Condições do sector do papel têm vindo a melhorar na Europa

O panorama do sector de papel na Europa está finalmente a dar sinais positivos, ao fim de mais de um ano de quedas de preços, o que é consistente com os anúncios de aumentos de preços por parte da Navigator. A empresa indicou que:

- O mercado melhorou significativamente e que tem ordens de encomenda robustas
- O aumento de preço que tinha anunciado para os mercados da África do Norte e do Médio Oriente foram implementados em Janeiro
- Vai ser implementado um aumento de preço de 4% na Europa que foi emitido no dia 24 de Fevereiro

Preço do Papel A4 B Copy na Europa (USD por ton)



Fonte: Bloomberg

Procura por papel vai continuar a cair mas negócio da Navigator deverá manter-se estável

O segmento do papel é o mais importante para a Navigator Company, visto que é dele que advém a grande fatia das receitas da empresa, mas está no estágio de maturidade avançado em que o grupo já se retrai de investir. O consumo aparente de papel na Europa tem caído consistentemente a um ritmo de 2-3% ao ano e espera-se que continue a cair no futuro. Apesar disso, consideramos que as perspectivas de negócio do segmento de papel da Navigator se vão manter estáveis, porque o grupo beneficia de uma das mais eficientes estruturas de custos para a produção de papel da Europa. Não só devido a ser um produtor integrado, como também por ter um processo produtivo muito avançado do ponto de vista tecnológico. Alguns pontos de destaque sobre as principais tendências do sector:

- Entre 2015 e 2017, houve cortes de capacidade na Europa de 985 milhares de toneladas, equivalentes a 10% da capacidade total. Estes cortes de capacidade

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.

Menos pressão concorrencial dos produtores asiáticos é um dos factores que tem ajudado o sector na Europa

A Navigator é um produtor integrado mas interessa manter uma posição como vendedor de pasta em mercado

não foram suficientes para contrariar a queda do preço da pasta de papel.

- No final de 2016, as encomendas começaram a mostrar sinais de recuperação, em parte devido ao alívio da pressão dos produtores asiáticos. Um factor que levou a este alívio da pressão concorrencial foi a subida do preço do transporte marítimo que mais que triplicou desde o seu mínimo dos últimos anos. Outro é que a procura por papel terá melhorado na Ásia, o que levou a que alguns produtores direccionassem uma fatia maior das suas vendas para o seu mercado doméstico.

O preço do papel deverá beneficiar dos sinais positivos a que temos vindo a assistir e do aumento do preço da pasta de papel que já se tem vindo a registar ao longo do último mês. Somos no entanto conservadores em relação ao futuro, assumindo que aumentos expressivos de preços do papel são pouco prováveis.

▲ PASTA

1. **Capacidade produtiva anual actual de 1.440 milhares de toneladas, com aumento de capacidade de 70 milhões de toneladas em curso.**
2. **Menos de 300 milhares de toneladas são vendidas em mercado, sendo que o resto da capacidade produtiva é consumida internamente para a produção de papel e *tissue*.**
3. **Subida recente do preço marca uma inversão de tendência em relação as quedas de preço do último ano.**

O segmento da pasta de papel representa uma parte pequena das receitas da Navigator, mas fornece a maior parte da matéria-prima necessária para a produção dos segmentos de papel e *tissue*. Estimamos que o segmento de pasta forneça cerca de 85% da pasta de papel precisa para a produção de papel de escritório e papel *tissue*, sendo que os restantes 15% serão adquiridos em mercado. O grupo vende pouco menos de 300 toneladas de pasta de papel em mercado por ano, que eventualmente poderiam ser usados para preencher as necessidades internas para a produção dos outros segmentos, mas vender pasta em mercado concede-lhe uma posição valiosa em relação aos seus concorrentes/fornecedores. A estratégia de vender alguma pasta em mercado pode aumentar os custos de produção da Navigator, mas deixa-a em melhor posição de negociação face aos seus fornecedores de pasta de papel.

À semelhança do que assistimos no mercado de papel A4, também o preço da pasta de papel registou uma *performance* muito positiva ao longo do último mês. A equipa de gestão da Navigator deu boas indicações em relação às suas perspectivas para a pasta de papel durante o primeiro semestre de 2017, ao contrário do que acontecera um ano antes. Alguns pontos de destaque em relação às tendências do sector da pasta:

- Corte de capacidade não rentável na China levou a que mais pasta fosse direccionada para este mercado
- Alguns atrasos de entrada de capacidade no Brasil, e manutenção de fábricas importantes do país levaram a que houvesse menos oferta ao longo dos últimos meses

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.

Preço da pasta de papel BHPK na Europa (USD por ton)



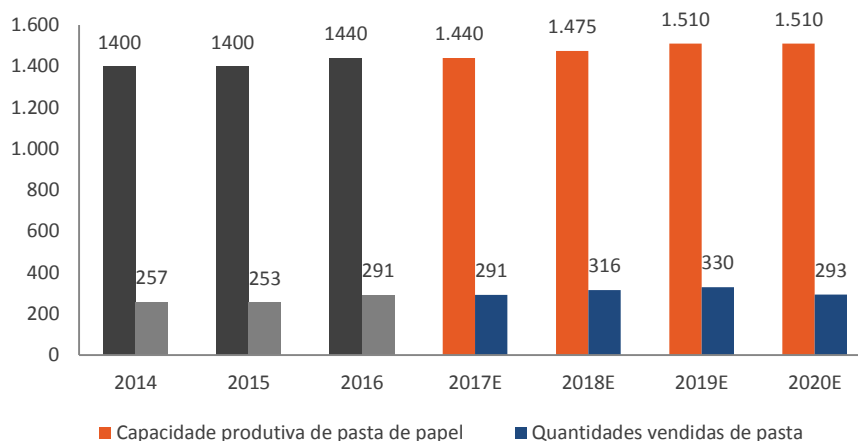
Fonte: Bloomberg

O preço da pasta de papel deve voltar a estar sobre pressão no segundo semestre de 2017

Estes factores vão ajudar a uma recuperação do preço durante o primeiro semestre de 2017, mas é antecipado que no segundo semestre do ano o preço da pasta de papel volte a estar sobre pressão, devido à entrada em mercado de capacidade produtiva.

O grupo tem em curso um projecto de aumento de capacidade de pasta de 70 mil toneladas na fábrica da Figueira da Foz. Esta capacidade começará a entrar em produção durante 2018 e aumenta a capacidade produtiva de pasta de papel do grupo para mais de 1.500 mil toneladas.

Capacidade produtiva e vendas de pasta (mil toneladas)



Fonte: Relatório 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. 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.

O segmento de *tissue* é o que tem mais potencial de crescimento

▲ **TISSUE**

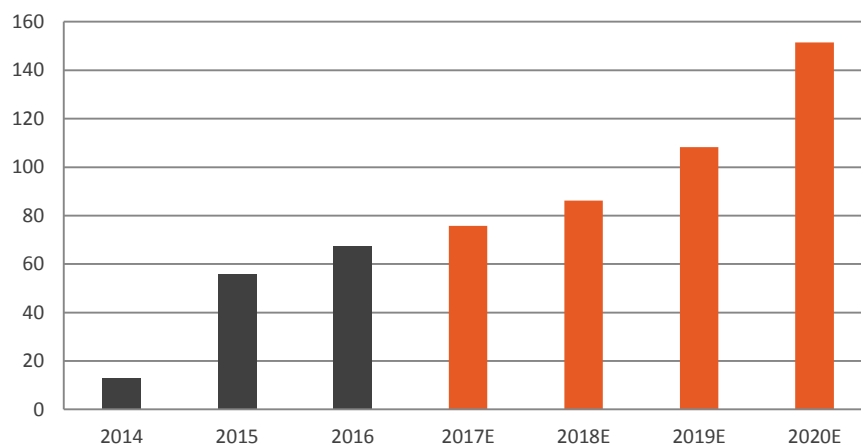
1. Capacidade produtiva anual actual de 60 milhares de toneladas, com projectos de aumento de capacidade de 79 milhares de toneladas em curso.
2. Ainda representa uma fatia pequena das receitas do grupo mas é o segmento que mais promete em termos de crescimento.
3. Navigator tem potencial para ser um dos produtores mais eficientes de *tissue* da Europa.
4. Posicionamento da fábrica é particularmente favorável à exportação para o Reino Unido.

O segmento de *tissue* ainda representa uma fatia pouco significativa das receitas da Navigator (menos de 5%), mas é deste segmento que o crescimento mais sustentável virá no longo prazo. A Navigator tem um projecto grande de expansão de capacidade em curso, na vila de Cacia, que havia sido suspenso em 2016 devido a complicações com autorizações do Governo, mas na última divulgação de resultados, o grupo informou que o investimento vai avançar ao longo de 2017. A nova capacidade produtiva deve começar a ser utilizada em 2018, e tem um período de cerca de 2 anos até ser totalmente aproveitada.

O projecto de *tissue* na fábrica em Cacia é o primeiro investimento em *tissue* nesta fábrica, que já produz pasta de papel, o que implica um investimento maior do que o normal em infra-estruturas para as máquinas de *tissue*. A Navigator prevê despendar cerca de EUR 120 mn em Cacia (excluindo incentivos fiscais que podem chegar aos EUR 17,5 mn), por um aumento de capacidade de 70 milhões de toneladas de *tissue*. O que é caro comparando com o outro projecto de expansão de capacidade de *tissue* que está em curso, em Vila Velha de Ródão. Na fábrica de VVR, a Navigator investiu EUR 5 mn por um aumento de capacidade de 9 milhões de toneladas de *tissue* (3x mais barato se compararmos o custo por tonelada de capacidade adicionada). No futuro, caso a Navigator decida explorar esta opção, projectos de expansão de capacidade de *tissue* na fábrica de Cacia vão ser mais baratos do que este investimento inicial (por tonelada de capacidade adicionada). Este é o vector de crescimento mais óbvio a médio-prazo. Ao contrário do sector de papel, o sector de *tissue* ainda está em fase de crescimento. Em 2016, o consumo aparente de *tissue* na Europa cresceu 2,2%, e entre 4% a 5% no resto do mundo, uma tendência deverá persistir no médio prazo.

Caso a Navigator decida explorar essa opção, os próximos projectos de expansão de capacidade de *tissue* vão ser mais baratos

Vendas de *tissue* (€ milhões)



Fonte: Relatório 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.

Navigator tem potencial para ser um dos produtores de *tissue* mais eficientes da Europa

Inicialmente, a Navigator posicionou-se para servir principalmente o mercado Ibérico, de *home* (consumidor doméstico) e *away from home* (direccionado para o sector do turismo), mas recentemente referiu que a localização da fábrica de Cacia é particularmente favorável à exportação para o Oeste da Europa, o que representa uma boa oportunidade.

Dado o seu perfil de produtor de *tissue* integrado na fábrica de Cacia, a Navigator tem potencial para se tornar um dos produtores de *tissue* mais eficientes da Europa.

O começo da produção de *tissue* em Cacia em 2018 vai iniciar um período de crescimento deste segmento que deverá culminar em vendas de *tissue* de cerca de EUR 150 mn dentro de 3 a 4 anos.

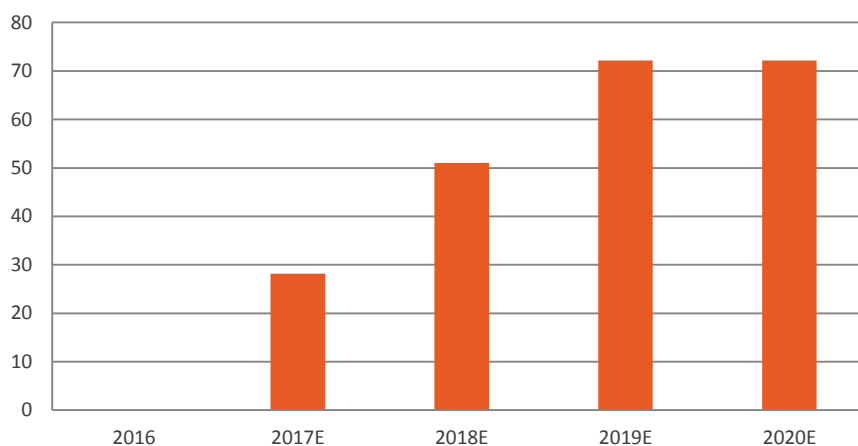
▲ PELLETS

1. Capacidade produtiva anual de 500 milhares de toneladas de produto, sem projectos de expansão.
2. Fábrica começou a produzir no final de 2016 e entrou num período até ao aproveitamento total da sua capacidade que deverá durar cerca de 2 anos.
3. Em 2017, a fábrica deverá vender cerca de 200 milhares de toneladas de produto, que estimamos que se traduzam em cerca de EUR 28,4 mn de receitas.

O projecto de entrada no mercado de *pellets*, nos EUA, acabou por se revelar uma pequena desilusão na medida em que o preço do produto caiu significativamente ao longo de 2015 e 2016. Os *pellets* são usados como combustível a nível industrial e doméstico e por isso são um substituto de petróleo até certo ponto. A queda do preço do crude gerou por isso forte pressão no preço dos *pellets* que se têm mantido deprimido.

Estimamos que as receitas do segmento de *pellets* cresçam ao longo dos próximos dois anos (período de *ramp-up*) até cerca de EUR 70 mn (muito dependente do câmbio com o dólar norte-americano), mas que se mantenham relativamente estáveis a partir daí.

Vendas de *pellets* (€ milhões)



Fonte: Relatório de contas da empresa; Research BiG

Investimento em *pellets* acabou por se revelar uma pequena desilusão devido à queda do preço deste produto

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.

Segmento da energia deverá manter-se estável até 2020, quando poderá haver mudanças em termos da proporção de electricidade que é consumida internamente

ENERGIA

1. **A Navigator produz cerca de 5% da electricidade total produzida em Portugal, toda ela através de fontes renováveis. Em 2016, produziu mais de 2.100 GWh, sendo que 1.641 GWh foram vendidos na rede nacional a preço regulado.**

A aposta no segmento de energia continua a ser uma fonte estável de vendas e redução dos custos para a Navigator. No futuro, antecipamos que uma fatia maior da energia produzida passe a ser consumida internamente, o que vai penalizar as vendas do grupo mas beneficiará as margens operacionais e os lucros. Esta mudança não deverá acontecer antes de 2020. Até lá, o segmento de energia deverá continuar a gerar receitas em torno dos EUR 140-150 mn.

OUTROS

- **Dívida:** Durante 2016, a Navigator renegociou uma parte da sua dívida, o que reduziu os seus custos de dívida para cerca de 1,7%. Esta redução dos custos da dívida significa que apesar da Navigator ter aumentado a sua dívida bruta para mais de EUR 700 mn, os seus gastos com juros serão baixos, em torno dos EUR 12 mn nos próximos anos.
- **Impostos e benefícios fiscais:** Ao longo dos últimos quatro anos, a Navigator tem incorrido em gastos com impostos bastante mais baixos do que aqueles que seriam considerados normais dado a taxa de imposto legalmente estabelecida, devido a vários benefícios fiscais dos quais o grupo tem beneficiado. Apesar da recorrência dos benefícios ao longo deste período, a equipa de gestão faz questão de afirmar que não é previsível que consigam manter o mesmo tipo de benefícios no futuro.
- **Moçambique:** O projecto florestal que a Navigator está a desenvolver em Moçambique tem muito potencial de longo-prazo, mas os desenvolvimentos socioeconómicos do país levaram o grupo a rever o ritmo de investimento neste projecto, esperando-se que sofra atrasos face ao que estava inicialmente previsto. Face a estes desenvolvimentos, achamos conservador ainda não incluir no modelo de avaliação os lucros que o grupo poderá vir a retirar deste projecto.
- **Programas de redução de custos:** A Navigator tem em curso vários programas de redução de custos, que já deram frutos no ano de 2016. No ano passado, o foco do programa foi a melhoria da eficiência da produção de papel na fábrica de Setúbal e a renegociação dos contractos de transporte marítimo, que acabou por se traduzir numa melhoria do EBITDA de EUR 16 mn. Em 2017, o grupo vai estar focado em melhorar a eficiência do embalamento de papel na fábrica de Setúbal, e vai iniciar um programa semelhante no segmento de *tissue*.
- **Accionista maioritário:** A Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A. é o accionista maioritário da Navigator, com 69% do capital social e direitos de voto da empresa. Este é um factor importante a considerar ao decidir sobre o investimento na Navigator porque a estratégia desta vai estar influenciada pela estratégia da Semapa, ou mais concretamente, pela situação financeira da

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.

Estimamos que a Navigator distribua EUR 0,29 por acção em dividendos referentes ao exercício de 2016

Semapa. A Semapa é uma *holding* com um nível de endividamento significativo, por isso é natural que, como accionista maioritário, exerça pressão na direcção de um dividendo alto.

- **Política de dividendos:** Em virtude do que referimos em relação ao accionista maioritário, a Navigator tende a distribuir dividendos altos relativamente aos seus lucros. No entanto, é importante salientar que apesar dos dividendos serem altos relativamente aos lucros, consideramos que a política de dividendos da Navigator é sustentável. Este ano, estimamos que a Navigator distribua um dividendo de EUR 0,29 por acção, referente ao exercício de 2016.

▲ AVALIAÇÃO

Segundo a nossa avaliação e preço-alvo de EUR 4,20, o preço actual da Navigator tem um potencial de subida de mais de 15%, e por isso avançamos com a recomendação de comprar. Em baixo, seguem os pressupostos que assumimos na nossa avaliação:

PRINCIPAIS PRESSUPOSTOS DA AVALIAÇÃO	
Taxa de desconto	10,6%
Retenção de lucros	25%
Retorno sobre capitais próprios	14%
Taxa de crescimento sustentável	3,5%

Fonte: Research BiG; Bloomberg

Preço-alvo de EUR 4,20 implica um PER sobre os lucros estimados para 2017 de 16x, que consideramos justo devido ao novo vector de crescimento do grupo

O nosso preço-alvo implica um PER (*Price Earnings Ratio*) face aos lucros estimados para 2017 de 16x, que é mais alto que a média histórica do PER da Navigator, mas que consideramos justo devido à fase de crescimento em que o grupo está a entrar. A entrada no segmento de *tissue* atribui à Navigator um vector de crescimento mais óbvio que aquele que o grupo tinha antes da entrada no segmento, o que deverá levar o mercado a conceder um PER mais alto que o actual à Navigator.

Em termos de análise comparativa, os múltiplos a que os comparáveis da Navigator negoceiam também justificam uma expansão do PER para cerca de 16x.

	PER	P/S	Dividend yield (%)	PBV	EV/EBITDA	EV/Vendas
Stora Enso	18,7	0,9	3,3	1,5	9,4	1,1
Mondi	17,0	1,6	2,6	3,2	8,4	1,7
UPM	14,0	1,3	4,1	1,5	7,0	1,2
International Paper	16,9	1,0	3,5	5,0	11,9	1,5
The Navigator Company	12,0	1,6	4,4	2,1	7,5	1,9
Média	15,7	1,3	3,6	2,7	8,8	1,5

Fonte: Bloomberg

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

<i>milhões EUR</i>	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS								
Receitas	1.530,6	1.542,3	1.628,0	1.577,4	1.675,2	1.725,4	1.775,7	1.777,7
Vendas	1.527,0	1.537,7	1.624,1	1.573,5	1.641,2	1.691,4	1.741,7	1.743,7
Serviços prestados	3,7	4,6	3,9	3,9	4,0	4,0	4,0	4,0
Outros ganhos operacionais	17,8	30,7	24,9	40,9	30,0	30,0	30,0	30,0
Custo de produtos vendidos	1.074,2	1.111,9	1.091,0	1.068,9	1.090,3	1.134,1	1.161,7	1.144,8
Inventários consumidos ou vendidos	659,8	675,1	688,7	661,7	680,0	711,2	726,3	726,3
Salários	114,2	120,6	154,8	144,5	170,1	172,8	172,8	172,8
Depreciação e amortização	102,8	111,5	121,7	166,7	142,4	132,8	117,6	111,5
Outros gastos operacionais	12,8	15,1	21,5	16,6	20,0	20,0	20,0	20,0
Resultado operacional	244,4	213,9	264,0	221,5	252,4	265,8	303,6	328,6
Gastos financeiros	14,1	34,2	50,3	20,8	12,0	12,0	12,0	24,8
Impostos incorridos	9,5	2,7	35,8	-7,3	51,8	71,0	81,6	85,1
Interesses minoritários	0,0	0,0	0,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado líquido	220,7	177,1	177,5	208,6	188,6	182,7	209,9	218,8
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
VENDAS								
Vendas por segmento de produto (€ milhões):								
Papel	1.218,2	1.247,3	1.215,6	1.210,8	1.249,8	1.249,8	1.249,8	1.249,8
Pasta	153,3	128,6	139,9	136,8	143,6	160,4	167,5	153,3
Tissue	0,0	13,0	55,8	67,6	75,7	86,2	108,2	151,4
Pellets	0,0	0,0	0,0	0,0	28,2	51,0	72,2	72,2
Energia	146,9	142,5	197,8	147,69	144,0	144,0	144,0	117,0
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
HIGHLIGHTS								
Fluxos operacionais	328,2	288,2	304,9	358,0	331,0	315,4	327,5	330,3
Fluxo de caixa livre	307,8	269,4	125,4	183,0	156,0	203,4	277,5	270,3
Margem bruta	30%	28%	33%	32%	35%	34%	35%	36%
Margem EBITDA	22%	19%	22%	22%	24%	23%	24%	25%
Return on Equity	12%	13%	17%	15%	15%	16%	16%	14%
EPS	0,29	0,25	0,27	0,30	0,26	0,25	0,29	0,31
DPS	0,22	0,21	0,61	0,23	0,29	0,20	0,19	0,22

Fonte: Relatórios 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 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 31 de Dezembro de 2016:

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

Fonte: Research

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	40,0%
Stop Loss	6	60,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	10	100,0%

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	50,0%
Stop Loss	2	25,0%
Em Vigor	2	25,0%
Total	8	100,0%

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora 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
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 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.