

VISÃO – Comprar

Price Target: 4,00 EUR

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	3,11
Máx de 52 semanas	4,33
Mín de 52 semanas	2,67
YTD (%)	-13,52
Volume médio diário (mn)	766.049
Capitalização bolsista (mn)	2.387
Beta	0,86
Dividendo por acção em 2015	0,61
EPS	0,27

Nota: Valores de fecho de 04/03/2016

Fonte: Bloomberg; Equipa Research

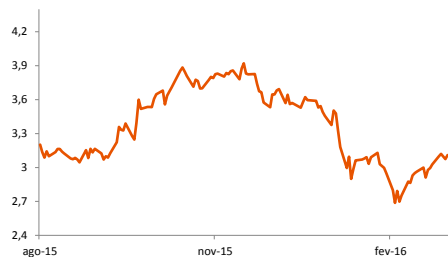
Opinião do consenso (últimos 6 meses)	
COMPRAR	3
MANTER	1
VENDER	1

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	1.628
EBITDA (mn)	390
ROA (%)	7,64
ROE (%)	14,77
D/E	0,27
DY T 12(%)	19,75

Fonte: Bloomberg; Equipa Research; Resultados 2015 - Portucel

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 Cância
research@big.pt

Portucel – Navegação suave para novos segmentos

(Visão Comprar, com revisão em alta do *price-target* para EUR 4,00)

Sumário

A Portucel divulgou resultados anuais no passado dia 4 de Fevereiro. O valor de vendas totais ultrapassou os EUR 1,6 mil mn e o EBITDA atingiu os EUR 390mn, o que representa uma elevada margem EBITDA de 24%. Apesar da inexistência de surpresas ao nível de receitas, o EBITDA foi penalizado pela taxa *anti-dumping* nos EUA e pelo inesperado reforço do fundo de pensões da empresa.

O ciclo de investimento da empresa continua num bom ritmo, com a conclusão de alguns projectos no ano transacto (expansão de Cacia, aquisição da AMS e conclusão da segunda linha em Vila Velha de Ródão e do Viveiro de Luá), com o arranque da construção da fábrica de Pellets e ainda o anúncio de futuros projectos adicionais (integração de Cacia na produção de Tissue).

Com os novos investimentos a exigirem a maioria do capital gerado pelas operações da empresa, a decisão do accionista de distribuir antecipadamente EUR 130mn em dividendos veio contribuir para o aumento considerável da dívida líquida que no espaço de um ano mais que duplicou, fixando-se agora em EUR 654,5mn.

A revisão em alta do Price Target de EUR 3,59 para EUR 4,00 é justificada pelo ajustamento das estimativas após (I) o anúncio de novos investimentos, (II) a divulgação de dados operacionais robustos e (III) a atribuição de uma taxa de juro *anti-dumping* inferior ao esperado. Este novo preço incorpora também a evolução desfavorável das expectativas macroeconómicas e a distribuição de dividendos antecipados e extraordinários em Dezembro. A recente desvalorização do título em bolsa e a revisão em alta do preço alvo levou à alteração da recomendação de 'Acumular' para 'Comprar'.

The Navigator Company

A The Navigator Company (o ex-Grupo PortucelSoporcel) iniciou nos últimos anos um novo ciclo de expansão com a implementação de diversos projectos em simultâneo. Com este novo perfil de crescimento, a empresa pretende diversificar a sua actividade tanto em termos de segmentos de negócio como geograficamente.

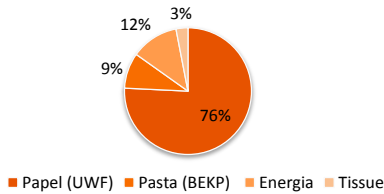
Até agora, a empresa produzia de forma integrada maioritariamente papel fino de impressão e escrita que comercializava posteriormente através de várias marcas, com especial destaque para a marca Navigator sob a qual é líder mundial de mercado no segmento *premium* (o que justifica o recente *rebranding*). A empresa produz também energia térmica e eléctrica com recurso a biomassa em complemento com o seu processo produtivo e vende ainda a pasta de papel que não utiliza internamente na produção de papel.

O novo ciclo de expansão permitiu: i) entrada em dois novos negócios onde a equipa de gestão acredita que a empresa consegue alavancar o *know-how* e as infra-estruturas já detidas – Pellets e papel Tissue – e ii) ao aumento de importância do segmento de pasta de papel, através de uma nova fábrica em Moçambique.

Pasta de Papel

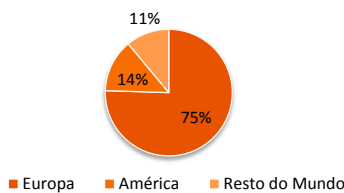
Como referido na Company Note de 14 de Setembro: ‘Portucel – O caminho da convergência: *Growth and Value*’, o preço de pasta de papel registou, nos últimos anos, um elevado aumento devido à forte procura chinesa e ao abrandamento do lançamento de novas capacidades. À data da referida nota, os receios relativamente ao abrandamento da segunda maior economia mundial eram ainda recentes, tendo sido difícil prever o impacto que este teria nas variadas *commodities*. Seis meses depois, é fácil perceber que o preço da generalidade das *commodities* sentiu este abrandamento, e que a pasta de papel apesar de menos exposta ao sector industrial chinês não escapou ao movimento. Ainda que a correcção tenha sido menos expressiva, a reversão da tendência crescente observável nos últimos anos não deixa de ser preocupante, principalmente quando temos em conta a capacidade produtiva mundial prevista para entrar em funcionamento nos próximos anos.

Breakdown Vendas - Segmentos

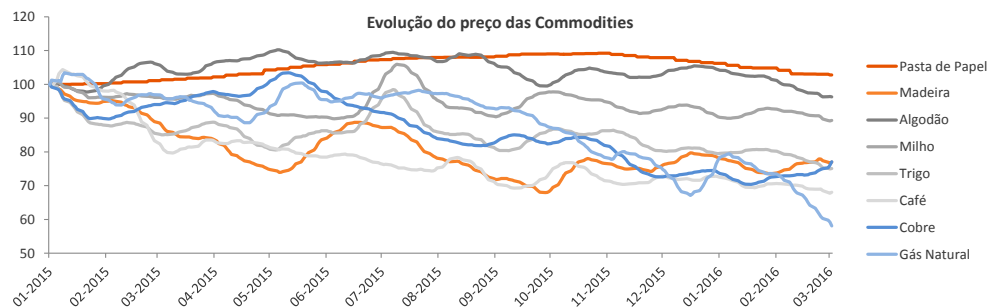


Fonte: Resultados 2015 – Portucel

Breakdown Vendas - Geografias



Fonte: Relatório e Contas Semestral 1S2015



Fonte: Bloomberg

A exposição da Portucel a este segmento de actividade representa apenas 9% das receitas totais. E se o investimento em Cacia, que falaremos de seguida, for bem-sucedido, a exposição pode vir a ser menor ou inexistente, devido à possibilidade de uma total integração da produção de pasta de papel na produção de *tissue*.

Ainda assim, importa referir que o projecto em Moçambique – com uma capacidade produtiva projectada de 1,6 milhões de toneladas (vs. ~1,5 milhões produzidos actualmente pelo Grupo) – pode implicar um aumento considerável da exposição a esta *commodity*. No entanto, consideramos que este ambicioso projecto poderá ser uma boa aposta, uma vez que:

- i. Aproveitaria o carácter deficitário chinês desta matéria-prima;
- ii. O clima de Moçambique permite competir com os produtores brasileiros e indonésios na produção de eucaliptos e o seu governo é aberto à plantação destas árvores (uma dificuldade em território português);
- iii. O *know-how* e tecnologia do grupo na produção de pasta de papel e eucaliptos.

Contudo, a construção da fábrica daqui a 4/5 anos está dependente das condições deste mercado e conseqüentemente da evolução das importações chinesas. Apesar de considerarmos que a flexibilidade do investimento (c/opção de não avançar com a construção da fábrica) se afigura como um factor muito positivo dada a actual incerteza relativamente à China, a sua não realização vai naturalmente penalizar a rentabilidade do valor investido e o valor da empresa.

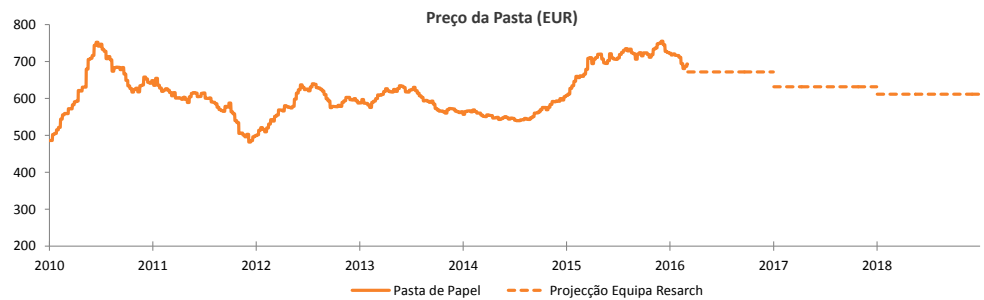
Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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



Fonte: Bloomberg; Equipa Research

▲ Papel

No último trimestre de 2015, o preço do papel na Europa manteve a estabilidade de que tem sido característica nos últimos anos. O preço médio de referência neste período subiu perto de 1% face aos EUR 826/tonelada apresentados no trimestre passado, atingindo os EUR 832. Este valor compara favoravelmente com o preço médio de 2014 (EUR 827) ainda que a diferença seja apenas marginal, o que comprova a estabilidade do preço do principal produto da Portucel. Recentemente, o índice desceu para EUR 763 por tonelada.

O actual nível do preço do papel deve-se à estável procura (receu apenas 0,3% em 2015) e ao suporte conferido pelo reduzido *spread* entre os preços da pasta e do papel que, estando a mínimos históricos, limita consideravelmente a oferta e pode obrigar ao encerramento da capacidade instalada menos competitiva na Europa. Prevemos que esta estabilidade continue nos próximos anos, negociando a valores perto de EUR 830 por tonelada, suportado pela visão positiva da equipa de gestão e pela procura estável na Europa.

Em Agosto de 2015, o Departamento do Comércio Norte-Americano estabeleceu taxas *anti-dumping* provisórias a empresas de vários países – Portugal, Austrália, Brasil, Indonésia e China – que a 11 de Janeiro foram revistas e consideradas definitivas pelo período de 2 anos. Este recente evento vai marcar e alterar naturalmente a dinâmica deste sector em 2016 com as empresas mais penalizadas a serem obrigadas a redireccionar a sua produção para outros mercados. Este redireccionamento de produção e o abrandamento na redução da oferta (c/baixo preço da pasta de papel) irá limitar um possível *upside* no preço do papel nesta região.

Na Portucel, a taxa de capacidade utilizada mantém-se nos 100%, sem perspectivas para um aumento, o que limita o volume vendido. No último trimestre de 2015, a empresa registou um máximo histórico nas vendas de papel de 425 mil toneladas (vs. 400 mil toneladas por trimestre), o que leva a que a capacidade de crescimento deste segmento da empresa fique restrita a um possível aumento do preço médio, através de: (i) aumento generalizado de preços, (ii) gestão activa do mix geográfico ou (iii) um maior peso das marcas *premium* no portefólio de marcas do grupo.

A empresa já anunciou algumas medidas para manter o preço médio acima do preço de mercado, tais como: i) aumento de preço em Fevereiro; ii) gestão activa do mix geográfico com o intuito de aproveitar oportunidades (e.g. valorização do USD ou a alteração da dinâmica do mercado norte-americano com a introdução da taxa *anti-dumping*) e iii) uma contínua aposta no desenvolvimento das suas marcas *premium* (cristalizada pela mudança de nome da empresa para Navigator).

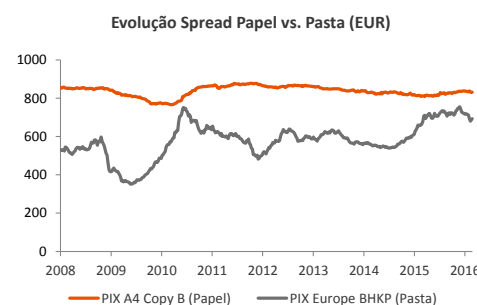
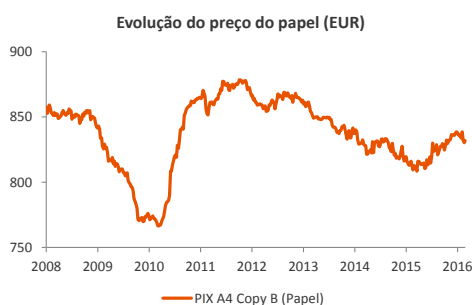
Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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



Fonte: Bloomberg

▲ Tissue

A recente entrada da Portucel no segmento de *tissue* tem corrido como planeado com a conclusão do investimento e arranque da segunda linha de produção em Vila Velha de Ródão no final de Setembro. Segundo a empresa, a curva de aprendizagem tem evoluído como esperado, com a produção de *bobines* no último trimestre a atingir as 10 mil toneladas (vs. os 15 mil de capacidade prevista). A empresa tem conseguido escoar a nova produção e apresenta agora uma taxa de ocupação de 95% (vs. 88% na Europa Ocidental). Em termos de base de clientes, a empresa encontra-se diversificada, com o canal doméstico a ser responsável por 52% do valor vendido e o segmento profissional (*Away From Home*) pelos restantes 48%.

Com o sucesso na entrada neste segmento, a Portucel já afirmou que pretende realizar um novo investimento na recente expandida fábrica de Cacia com o objectivo de a integrar na produção de *tissue*. Esta fábrica reforçaria o fornecimento da península ibérica mas também possibilitaria entrar no mercado inglês. Acreditamos que este projecto é determinante para este novo segmento do grupo, uma vez que o seu sucesso provavelmente significaria mais investimento neste complexo industrial, uma crescente integração e a continuação da estratégia de crescimento através do *tissue*.

A empresa tem vindo a advertir que o projecto está ainda contingente de aprovação, pela AICEP, da candidatura ao programa Portugal 2020 para obtenção de subsídios. Este aspecto é um ponto de preocupação na medida que a interrupção de um plano estratégico bem delineado aumentaria significativamente a incerteza quanto ao futuro da empresa, sendo um factor de risco no curto-prazo.

▲ Outros Factores

As receitas com a **produção e venda de energia** reduziram 16,1% face a 2014, passando a representar 12% das receitas totais. Apesar de não ser a sua actividade principal, tem um peso considerável nos resultados da empresa e nos últimos anos tem apresentado uma tendência decrescente. Este declínio nas receitas deveu-se maioritariamente à queda do preço do petróleo e ao *cross* Eur-Usd que influenciaram negativamente o preço da energia das cogerações a gás natural. Dado o carácter renovável da energia produzida pelo grupo, a Portucel produz energia e vende a mesma à rede de distribuição a prêmio, consequentemente esta receita está exposta a alterações regulatórias referentes aos subsídios às energias renováveis. Após um novo decreto de lei que reduz a tarifa da central a gás natural da Figueira da Foz, esta passará a funcionar num regime de autoconsumo, em 2016 – com um impacto líquido no EBITDA da Figueira da Foz de EUR 14-15mn, de acordo com a empresa. No que diz respeito à evolução dos preços de energia no mercado nacional e aos subsídios às energias renováveis, a nossa visão é ligeiramente negativa, atribuindo pouco *upside* a este segmento.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

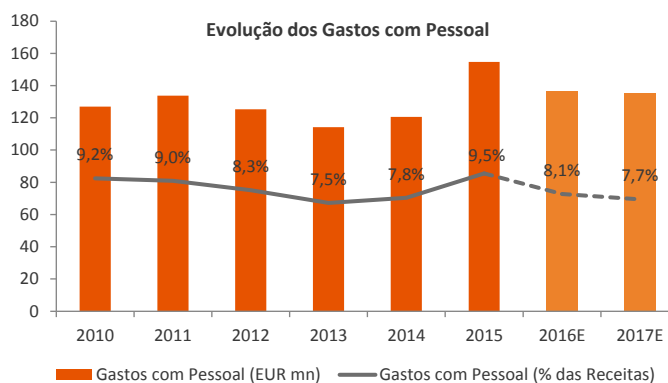
Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cânciao
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.

A **fábrica de pellets** na Carolina do Sul continua em construção prevendo-se a conclusão para Abril de 2016. O valor de investimento e a capacidade da fábrica foram revistos em alta de USD 110mn para USD 116,5mn e de 460 mil toneladas para 500 mil toneladas por ano. Sabemos que empresa tenciona estabelecer contratos de longo-prazo com empresas industriais (tendo já um contrato celebrado com uma empresa europeia para 40% da produção) e vender o restante ao mercado ou ao consumidor particular. A queda do preço do petróleo pressionou igualmente o preço desta *commodity*, no entanto, a pouca informação relativamente a estes contratos de longo prazo não nos permite tirar muitas conclusões relativamente à rentabilidade deste projecto.

A rúbrica de **custos com o pessoal** foi a grande desilusão dos resultados anuais, ao aumentar EUR 34,2mn. Este incremento ocorreu devido a: i) bónus indexados ao EBITDA da empresa; ii) à expansão dos negócios já em funcionamento (i.e. a consolidação da AMS) e iii) aumento de colaboradores com os projectos em desenvolvimento (i.e. fábrica de *pellets* e Moçambique). Além do mais, factores não recorrentes e inesperados como o reforço do fundo de pensões e o plano de rejuvenescimento (com adesão de 102 colaboradores no primeiro ano) pesaram nos resultados do último trimestre. Esperamos que em 2016 esta rúbrica reduza face a 2015, com a ausência do reforço de pensões e uma desaceleração do plano de rejuvenescimento a compensar o contínuo aumento do número de colaboradores nos projectos em desenvolvimento.



Fonte: Portucel – Relatórios e Contas Anuais; Equipa Research

O valor poupado na **Madeira** (que representa o maior custo da empresa), compensou parcialmente o aumento do custo com pessoal. O encerramento do complexo industrial de Huelva permitiu um novo equilíbrio frágil na península ibérica reduzindo o valor de madeira importada e ganhos de logística no transporte. Acreditamos que este equilíbrio amplamente positivo é instável e poderá trazer surpresas negativas, nomeadamente se o novo contexto governamental português resultar num maior poder para um partido abertamente contra a plantação de eucaliptos.

O novo plano de investimento está a exigir da capacidade financeira da empresa, com a **dívida líquida** a aumentar para EUR 654,5mn em 2015 (vs. EUR 273,6mn em 2014). Não obstante esta evolução um pouco alarmante, em termos globais o nível de endividamento mantém-se plausível, com o rácio dívida líquida sobre EBITDA abaixo dos 2x. A **atractiva remuneração accionista** que nos últimos 12 meses distribuiu 18% da actual capitalização bolsista está a contribuir para o crescente endividamento – dependendo do principal accionista (Semapa) se este nível se mantém dentro dos limites estabelecidos pela equipa de gestão. A Semapa comprometeu a Portucel com a distribuição de EUR 400mn até 2017 (dos quais já foram distribuídos EUR 130mn antecipadamente), e 50% dos lucros daí em diante. Acreditamos que a Portucel irá controlar o seu ciclo de expansão e a sua atractiva remuneração de forma a manter o seu nível de endividamento em valores prudentes.

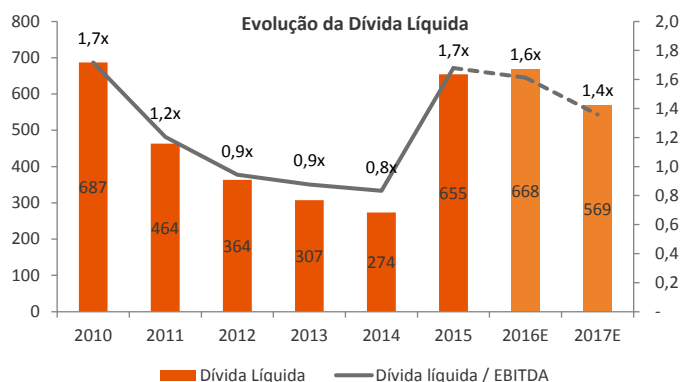
Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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



Fonte: Portucel – Relatórios e Contas Anuais; Equipa Research

▲ Avaliação Comparativa

	Pais	Moeda	Sector	Market Cap. (EUR)	P/E 2016E	P/E 2017E	YTD %	Dividend Yield	ROE	ROA	Div. Líq. / Activos	EV/EBITDA	EV/Vendas
Altri	Portugal	EUR	Pasta	747	6,66	7,04	-23,65	9,06	39,58	9,67	0,38	5,5	1,8
Fibria	Brasil	BRL	Pasta	19.338	8,00	9,19	-32,72	11,11	2,51	1,24	0,35	5,5	2,9
Ence	Espanha	EUR	Pasta	786	9,57	9,84	-10,16	4,59	8,97	4,22	0,20	5,3	1,5
Europac	Espanha	EUR	Papel	491	11,70	10,78	0,77	2,85	8,10	2,48	0,32	8,9	1,1
International Paper	USA	USD	Papel	14.467	11,66	10,61	2,82	4,33	20,85	3,17	0,27	7,8	1,1
Domtar	USA	USD	Papel	2.090	12,24	10,91	-0,54	4,35	5,12	2,40	0,20	5,3	0,7
Metsa	Filandia	EUR	Papel	2.037	14,01	11,22	-16,25	2,09	14,68	6,29	0,06	9,9	1,1
UPM-Kymmene	Filandia	EUR	Papel	8.604	11,98	12,12	-6,44	4,31	11,88	6,45	0,02	5,4	0,9
Stora Enso	USA	EUR	Papel	6.279	10,76	10,14	-5,84	3,80	15,43	6,40	0,26	7,3	1,0
Kimberly-Clark	Filandia	USD	Tissue	43.274	21,63	20,09	3,77	2,69	-	6,67	0,48	23,4	3,0
SCA	Suécia	SEK	Tissue	19.150	19,06	17,84	2,88	2,07	10,15	4,56	0,18	12,4	1,8
Portucel	Portugal	EUR	-	2.387	10,84	11,11	-13,52	19,75	14,77	7,64	0,27	7,5	1,9
média					12,34	11,74	-8,24	5,92	13,82	5,10	0,25	8,7	1,6
média ponderada*					11,93	11,00	-5,84	4,06	13,04	4,62	0,20	7,6	1,1

* - média ponderada pelo peso de cada segmento nas receitas totais da Portucel

Fonte: Bloomberg

A Portucel transacciona em mercado com um perfil de múltiplos globalmente em linha com os seus concorrentes/comparáveis. Sendo que a excepção do múltiplo EV/Vendas que se afigura a prémio face à média ponderada dos seus comparáveis, é explicado pela posição relativa positiva da empresa no que respeita a margens operacionais. Em termos de rentabilidade dos activos e do capital, a empresa manteve a sua superioridade ao registar valores de 14,8% e 7,6% respectivamente (vs. 13% e 4,6% dos comparáveis).

Contudo, a sua performance bolsista releva-se deprimida, não obstante da recente recuperação parcial do valor perdido desse o início de 2016. Esta recente inversão de tendência poderá ajudar o título no curto-prazo uma vez que este perdeu perto de 35% do seu valor em bolsa desde Abril de 2015 sem que tenha sido divulgado qualquer desenvolvimento que justifique esta variação expressiva, para além da alteração das expectativas relacionadas com o contexto internacional.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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

Price Target

Método DCF (EUR mn)	
Terminal Free Cash Flow	243
WACC	8,1%
Taxa crescimento perpetuidade	2,0%
Perpetuity Value	3.955
Present Value of Terminal Value	2.782
(+) Present Value of Free Cash Flows	954
(=) Current Enterprise Value	3.736
(-) Dívida Líquida	655
(-) Interesses Minoritários	9
(=) Equity Value	3.073
Shares outstanding	768
Current Price (EUR)	3,11
Estimated Value per Share (EUR)	4,00
Estimated Upside	28,7%

WACC	
Taxa sem Risco	3,08%
Prémio de Risco	8,5%
Beta	0,86
D/E	0,27
Custo do Equity	10,4%
Custo da Dívida	4,1%
WACC	8,1%

Fonte: Bloomberg / Portucel / Equipa Research

Nota: Síntese de Projecções disponibilizada no final

Finalmente, depois de empregue o modelo conhecido como *Discounted Cash Flow* para o cálculo do Preço Teórico do título Portucel determinamos o Price Target, o que fez um valor de EUR 4,00 (conferindo, deste modo, um espaço de *upside* de 28,7% face à actual cotação).

O preço alvo por nós calculado mostra-se sensivelmente em linha com o consenso de mercado, como é possível constatar no quadro abaixo.

Consenso de Mercado	Preço (EUR)	Upside/Downside
Preço Actual	3,11	-
Price Target (High)	4,80	54,34%
Price Target (Low)	3,20	2,89%
Price Target (Average)	4,20	35,05%

Conclusão

A Portucel (a actual The Navigator Company) iniciou nos últimos anos um novo ciclo de expansão com a implementação de diversos projectos em simultâneo. Com este novo perfil de crescimento, a empresa pretende diversificar a sua actividade tanto em termos de segmentos de negócio como geograficamente.

A exposição da Portucel ao mercado de pasta de papel é reduzida, mas pode vir a ser ainda menor se o investimento em Cacia for bem-sucedido permitindo uma total integração da produção de pasta e papel na produção de *tissue*. Ainda neste mercado, o projecto de Moçambique poderá ser uma boa aposta, ainda que a construção da fábrica poderá não avançar dada a actual incerteza na China, potencialmente acarretando efeitos negativos para rentabilidade do valor investido e a performance do título em bolsa.

Já o preço do papel na Europa manteve-se estável, algo que prevemos que se mantenha e que é reforçado não só pela equipa de gestão mas também pela estabilidade da procura. A Portucel tem uma taxa de capacidade utilizada de 100%, o que limita o crescimento deste segmento, que fica restrito a um possível aumento do preço médio – com a empresa a adoptar medidas para que este se mantenha a prémio face ao mercado.

A recente entrada da Portucel no segmento de *tissue* tem decorrido como planeado, com a empresa a afirmar que planeia investir na fábrica de Cacia com o objectivo de a integrar na produção de *tissue*. Consideramos que este projecto é determinante para o crescimento do segmento, ainda assim está dependente da aprovação da AICEP para obtenção de subsídios, o que pode revelar-se um risco no curto prazo para o título.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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

A performance da empresa demonstra-se muito robusta em termos operacionais com margens superiores à maioria dos seus comparáveis. A margem EBITDA expandiu para 24% em 2015, não obstante o aumento de custos com pessoal e os custos com projectos em desenvolvimento.

O preço do título registou uma tendência decrescente desde Abril de 2015 com maior expressividade desde Dezembro. Apesar dos poucos desenvolvimentos neste período, a acção perdeu perto de 30% do seu valor. Acreditamos no entanto que a atractividade do título em termos fundamentais se mantém, pelo que atribuímos uma recomendação de Compra, traduzindo uma revisão em alta da última recomendação em Setembro de 2015.

Os principais riscos à nossa recomendação prendem-se com uma evolução desfavorável do preço principalmente do papel, mas também da pasta de papel, de uma valorização do Euro, de uma execução aquém das expectativas do projecto de expansão para o segmento do *tissue* e da não realização dos projectos já anunciados devido a circunstâncias exógenas à empresa.

▲ Síntese de Projecções

Valores em EUR mn	Dez 13 A	Dez 14 A	Dez 15 A	Dez 16 E	Dez 17 E	Dez 18 E	Dez 19 E	Dez 20 E
Receitas (Ajustado)	1.531	1.542	1.628	1.686	1.748	1.792	1.804	1.811
% YoY Growth	2%	1%	6%	4%	4%	3%	1%	0%
(-) Custos operacionais	1.215	1.246	1.253	1.290	1.348	1.396	1.421	1.445
% das Receitas	79,4%	80,8%	76,9%	76,5%	77,1%	77,9%	78,8%	79,8%
(=) EBITDA	350	328	390	414	419	416	400	384
% Margin	22,9%	21,3%	24,0%	24,6%	24,0%	23,2%	22,1%	21,2%
(-) Depreciações e Amortizações	103	112	122	126	128	130	133	133
% Margin	6,7%	7,2%	7,5%	7,5%	7,3%	7,2%	7,3%	7,4%
(=) Resultado Operacional	234	218	283	293	295	288	272	257
% Margin	15,3%	14,2%	15,0%	14,2%	14,2%	14,0%	14,0%	14,0%
(-) Impostos	10	3	44	77	78	76	72	68
(=) NOPAT	224	215	239	215	217	212	200	189
% Margem	15%	14%	15%	13%	12%	12%	11%	10%
(+) Amortizações e Depreciações	103	112	122	126	128	130	133	133
% das Receitas	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
% YoY Growth	-10%	8%	9%	4%	1%	2%	2%	1%
(-) CAPEX	17	50	218	235	86	61	61	63
% das Receitas	1%	3%	13%	14%	5%	3%	3%	3%
% YoY Growth	-44%	198%	333%	8%	-63%	-30%	1%	2%
(-) Variação Net Working Capital	12	(8)	45	(18)	9	11	(4)	2
(=) Free Cash Flow	212	289	63	125	250	269	276	257
% Margem	14%	19%	4%	7%	14%	15%	15%	14%
% YoY Growth	-30%	36%	-78%	97%	100%	8%	2%	-7%

Fonte: Bloomberg / Portucel / Equipa Research

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cânciao
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 Dezembro de 2015:

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

Fonte: Research

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

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

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	1	25,0%
Stop Loss	2	50,0%
Em Vigor	1	25,0%
Total	4	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. Saliencia-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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