

VISÃO – Acumular

Price Target: 3,59 EUR

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	3,12
Máx de 52 semanas	4,29
Mín de 52 semanas	2,39
YTD (%)	7,00
Volume médio diário (mn)	529.765
Capitalização bolsista (mn)	2.398
Beta	0,81
Dividendo	0,21
EPS	0,25

Nota: Valores de fecho de 11/09/2015

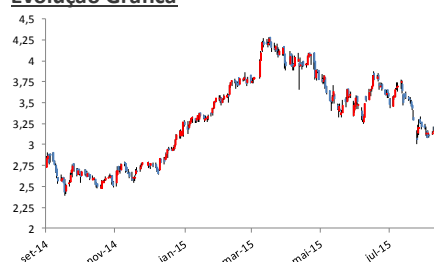
Fonte: Bloomberg

Consenso de Mercado	
COMPRAR	3
MANTER	2
VENDER	1

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	1542
EBITDA (mn)	327
Nº de empregados	2.275
ROA (%)	7,45
ROE (%)	14,74
D/E	0,26
DY	4,00

Fonte: Bloomberg

Evolução Gráfica


Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
04-12-2014	Comprar	EUR 3,46

Analista:

 João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

Portucel – O caminho da convergência: Growth & Value

 (Visão Acumular, com revisão em alta do *price-target* para EUR 3,59)

Sumário

Nos resultados semestrais, o Grupo voltou a comprovar a sua **superioridade operacional** relativamente aos seus *peers* com uma impressionante **margem EBITDA de 23,2%** e um aumento homólogo do EBITDA e do resultado líquido de 16,6% e 10,9% respectivamente.

A melhoria do ambiente macroeconómico na Europa não impulsionou a procura por papel na região, no entanto a valorização do dólar americano empurrou o preço do mesmo globalmente. Este factor aliado à expansão da produção da Portucel resultou num forte crescimento sustentável das vendas, sem abdicar da qualidade dos produtos vendidos.

A recente estratégia de expansão e diversificação tem apresentado uma boa execução e enquadra-se no presente contexto sectorial de fraca procura. A política de remuneração accionista também é bastante atractiva, sendo a cotada no PSI-20 com a *Dividend Yield* mais elevado (6,72%).

O título transacciona em linha com os comparáveis apesar da superior rentabilidade operacional da empresa. Relativamente à performance bolsista desde o início do ano, a acção sobe apenas 7,00%. Contudo, já esteve a valorizar 53% YTD, transaccionando a 4,50€, pelo que consideramos ter espaço para reverter parte desta expressiva queda.

Descrição da Portucel

O Grupo Portucel produz e comercializa maioritariamente papel e pasta de papel, com um especial enfoque no segmento *premium* de papel, onde é líder mundial através da marca Navigator. O seu processo de produção é fortemente integrado e situado maioritariamente em Portugal, tornando o Grupo responsável por 1% do PIB português e por cerca de 3% das exportações nacionais de bens. A Portucel é uma das cotadas que compõem o PSI-20 com uma capitalização bolsista de EUR 2.397 milhões e emprega actualmente cerca de 2.325 colaboradores.

A actividade do Grupo está dividida em **3 grandes áreas de negócio**, sendo que a entrada de um novo CEO o ano passado, com um novo mandato de diversificação do risco de negócio, levou à entrada num **quarto segmento - o papel tissue**. Assim, a sua facturação actual divide-se entre i) papel de impressão e escrita não revestido (**UWF**), que representa 75% das vendas; ii) pasta branqueada de eucalipto (**BEKP**), 8% das vendas; iii) **energia** (a partir de biomassa), 13% das vendas e iv) o recente **papel tissue**, 4% das vendas.

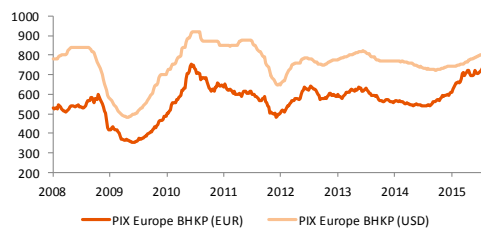
No seguimento da nova estratégia, a empresa adquiriu em 2014 a produtora AMS BR Star Paper de forma a entrar no mercado do *tissue*. Adicionalmente, em Dezembro de 2014 anunciou um investimento de USD 110 milhões na construção de uma fábrica de *pellets* nos EUA. Esta deverá começar a laborar em 2016, tendo já contratos de fornecimento a preço fixo para 70% da sua produção para os primeiros 10 anos.

Em Maio, foi anunciado uma oferta pública de troca da Semapa (principal accionista da Portucel) sobre ela própria. A contrapartida oferecida por cada acção da Semapa foi de 3,4 acções da Portucel que a primeira detém. Esta operação pretendia retirar a Semapa de Bolsa e simultaneamente aumentar o *'free-float'* da Portucel. Para o título, o impacto favorável relacionado com o incremento de liquidez no longo-prazo foi distorcido, no curto-prazo, pelo facto da equipa de gestão diminuir substancialmente a sua participação na empresa.

Enquadramento Sectorial

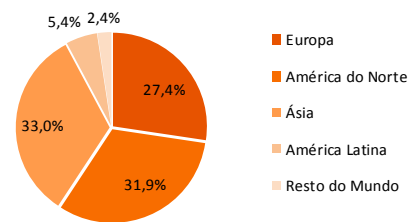
Pasta de Papel

Gráfico 1 - Evolução do preço da pasta na Europa



Fonte: Bloomberg

Gráfico 2 - Consumo Por Região



Fonte: CEPI

Desde o último trimestre de 2014 tem-se assistido a uma recuperação expressiva do preço da pasta de papel, principalmente quando se considera esta denominada em Euros. A valorização do USD impulsionou as receitas dos produtores, criando simultaneamente severas dificuldades às empresas não integradas que utilizam pasta de papel na produção de papel ou *tissue*. Independentemente, mesmo na moeda norte-americana, o preço desta *commodity* já apreciou 9,26% face ao preço de referência do período homólogo.

O preço da **pasta de papel** demonstrou-se bastante pressionado nos últimos anos, resultado da entrada de novos *players* da América Latina, em especial do Brasil. Era esperada uma expansão excessiva da oferta num mercado em que o aumento do consumo é maioritariamente suportado pelas economias emergentes. No entanto, o abrandamento no lançamento de novas capacidades - visível na Europa onde a produção contraiu 1,9% e a capacidade produtiva reduziu 1,3% - aliado a um fortalecimento da procura, principalmente do mercado Chinês, sustentou o recente aumento do preço da pasta de papel.

O **mercado chinês** continua a ser um importante mercado para o sector dado a sua característica deficitária. Esta economia atingiu em Abril de 2015 um máximo histórico ao importar 1,8 milhões de toneladas de pasta de papel. A incerteza quanto ao futuro da segunda maior economia mundial tem pressionado o mercado accionista e de *commodities* e pode afectar o mercado de pasta de papel - onde a China tem um papel preponderante do lado da procura.

Com o objectivo de fornecer este mercado, a Portucel iniciou, em 2009, um projecto em Moçambique onde irá produzir pasta de papel exclusivamente para exportar para a China. Este projecto requer um investimento superior a 2,6 mil milhões de euros, sendo que à data já foram plantados 300 hectares de eucaliptos. Devido ao tempo que a floresta demora a crescer (7 anos), espera-se que daqui a 8 anos consigam produzir 1,6 milhões de toneladas com uma conclusão simultânea da 5ª fábrica do Grupo em 2022.

Papel

No que respeita ao **mercado de papel**, o principal índice de referência do preço UWF (*uncoated woodfree*) na Europa tem vindo a decrescer desde 2012, tendo invertido esta tendência n trimestre findo. O anterior movimento resultava do problema estrutural do papel de poder vir a ser substituído pela evolução tecnológica através do aparecimento de *tablets*, *kindels* e outros aparelhos electrónicos. Este receio tem-se dissipado parcialmente com os consumidores a demonstrarem alguma resistência a abandonarem totalmente o suporte de papel, em detrimento destas novas tecnologias.

O **consumo aparente na Europa de papel gráfico de UWF** reduziu cerca de 2,6% no primeiro semestre do presente ano. Com a valorização do dólar face ao euro, os produtores europeus de papel focaram-se em aumentar o seu volume de exportações, sendo que a Portucel é responsável por 42% das exportações europeias deste bem.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
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.

Já nos **EUA**, a capacidade produtiva foi reduzida consideravelmente em 2014, levando a um incremento das importações para 17%. A autoridade do comércio norte-americano decidiu intervir e acusou várias empresas de dumping, entre elas a Portucel. **Estabeleceu taxas anti-dumping** provisórias sobre as vendas que, no final do ano, se tornarão definitivas após uma revisão do valor das mesmas.

Gráfico 3 - Evolução do preço do papel (EUR)

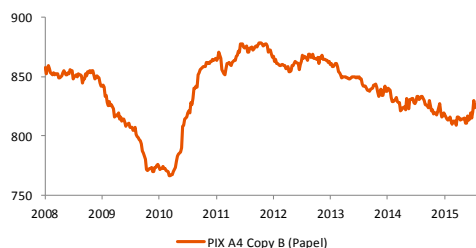
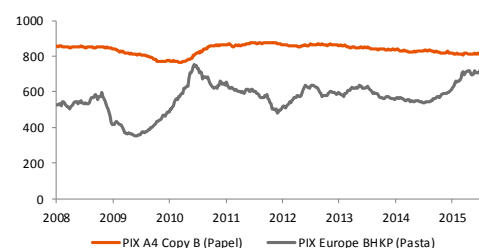


Gráfico 4 - Evolução Spread Papel vs. Pasta



Fonte: Bloomberg

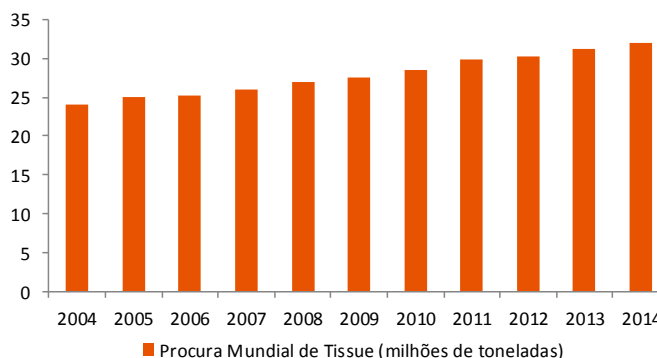
Dado o perfil integrado da Portucel, a elevada volatilidade do preço da pasta de papel em comparação com a volatilidade do preço do produto final - papel, não afecta tanto a empresa como prejudica as suas concorrentes deste mercado. Um aumento do preço da pasta, não acompanhado por um correspondente aumento do preço do papel, vai comprimir a margem destas empresas, reduzindo a sua competitividade e permitindo à Portucel a expansão da sua capacidade nesses períodos. Visto que a sua taxa de integração é de 83%, a Portucel chega a beneficiar do aumento do preço da pasta, ao vender externamente 17% da sua produção, enquanto o segmento de papel mantém-se inalterado.

A presença líder da Portucel no segmento *premium* permite-lhe ainda beneficiar de preços acima dos estabelecidos no mercado e de, com as suas marcas próprias, liderar os aumentos de preços deste bem nos mercados internacionais.

Tissue

A dimensão do mercado de *tissue* onde a Portucel pretende integrar é actualmente 1,5x o mercado de papel de escritório. A procura mundial tem aumentado consistentemente todos os anos, ao contrário do mercado de papel, tendo em 2014 expandido 2,2% para aproximadamente 30 milhões de toneladas. Apesar de nos países desenvolvidos, o crescimento da procura não ser muito expressivo, a expansão da classe média nos países emergentes (principalmente na China) tem impulsionado fortemente a procura global e é um importante *driver* de crescimento futuro para o sector.

Gráfico 5 - Procura Mundial de Tissue



Fonte: Numera / PPPC

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
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.

Resultados Semestrais

A Portucel continuou, nos primeiros 6 meses do ano, a sua estratégia de expansão de negócio e geografia com elevados níveis de investimento. Após a conclusão de alguns dos projectos já em curso, com a manutenção da capacidade utilizada a 100% e a venda da totalidade da produção, a empresa continua a demonstrar um crescimento sustentado, alicerçado em níveis de endividamento bastante conservadores.

O grupo neste semestre voltou a registar **máximos na produção** de papel, bem como um crescimento acentuado no volume vendido.

Produção

Pasta e Papel						
(000 tons)	1S2015	1S2014	Δ	2T15	1T15	Δ
Produção BEKP	689	703	-2,0%	347	342	1,5%
Vendas BEKP	118	135	-12,6%	61	57	7,0%
Produção UWF	773	765	1,0%	399	375	6,4%
Vendas UWF	748	742	0,7%	387	361	7,2%
Energia						
	1S2015	1S2014	Δ	2T15	1T15	Δ
Produção (GWh)	1176	1170	0,5%	580	594	-2,4%
Vendas (GWh)	1024	1068	-4,1%	506	518	-2,3%
Tissue						
(000 tons)	1S2015	1S2014	Δ	2T15	1T15	Δ
Produção de bobines	14	0	-	7	7	0,0%
Produção de produto acabado	17	0	-	8	9	-11,1%
Vendas de produto acabado	17	0	-	9	8	12,5%

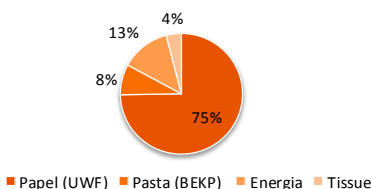
Fonte: Portucel – Relatório de Contas Semestral

Resultados Operacionais

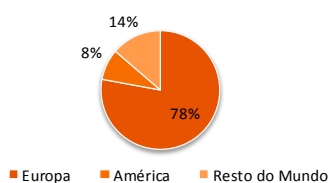
O **lucro** da Portucel no primeiro semestre de 2015 cresceu 10,9% numa base homóloga para EUR 100,5 mn, impulsionado pelo aumento do volume de negócios e, simultaneamente, pela melhoria operacional observada.

As **vendas totais** apresentaram um crescimento de 6,4% que podem em parte ser explicadas pela consolidação da AMS-Star Paper. No entanto, este não foi o único factor, uma vez que o preço médio de venda do Grupo aumentou 3,4% apesar do índice de referência do preço do papel na Europa ter caído 1,8% no mesmo período. Um melhor mix de vendas contribuiu para este efeito, com a percentagem de vendas de produtos de marca própria a aumentar e com a empresa a focar-se no mercado externo, procurando assim beneficiar da desvalorização do cross Eur-Usd.

Breakdown Vendas - Segmentos



Breakdown Vendas - Geografias



(EUR mn)	1S 2015	1S 2014	Δ
Vendas Totais	795	747	6,38%
EBITDA	184,5	158,2	16,6%
Resultados Operacionais (EBIT)	129,7	112,3	15,5%
Resultados Financeiros	-17,8	-16,1	-10,6%
Resultado Líquido	100,5	91,06	10,4%
Free Cash-flow	46,9	119,2	-60,7%
Investimentos	77,2	4,8	1508%
Dívida Líquida remunerada	558,6	391	42,9%
EBITDA/Vendas	23,20%	21,20%	+2,0 p.p.
ROE	15,00%	12,90%	+2,1 p.p.
Autonomia Financeira	50,10%	51,40%	-1,3 p.p.
Dívida Líquida / EBITDA	1,6	1,2	33,3%

Fonte: Portucel – Relatório de Contas Semestral

O **EBITDA** aumentou consideravelmente neste período ao atingir os EUR 184,5 mn, o que representa um acréscimo de 16,6% face ao período homólogo. Apesar do aumento da facturação do Grupo, este aumento do EBITDA foi possível devido à melhoria das margens operacionais, tendo o rácio de EBITDA/Vendas aumentado 2 pontos percentuais para 23,2%. Os **resultados operacionais** tiveram um aumento igualmente expressivo, subindo 15,5% para EUR 129,7 mn.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
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.

Resultados Financeiros

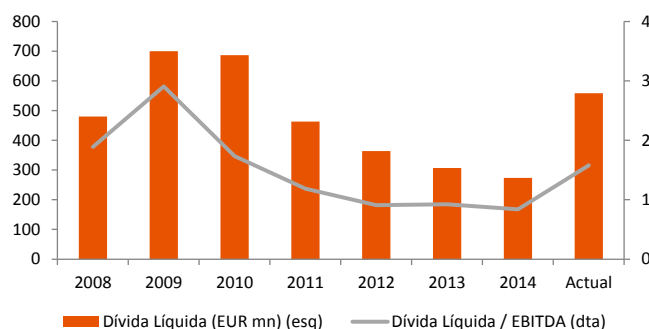
No que diz respeito aos **resultados financeiros**, a empresa registou encargo de EUR 19,8 mn, 11,1% superior que o semestre homólogo, penalizados pela redução da remuneração dos excedentes de tesouraria e os custos associados com as operações de cobertura de risco cambial, contratadas para proteger as vendas em 2015.

Dívida

No final do semestre a **dívida líquida remunerada** do Grupo atingiu os EUR 558,6 mn, o que representa um expressivo aumento de 43% face ao mesmo período do ano transacto. A dívida bruta situou-se em EUR 633,6 mn, apresentando uma redução de EUR 139,6 mn face ao início do ano. Neste período, a Portucel procedeu ao reembolso de dois empréstimos obrigacionistas no valor de EUR 160 mn. Com o intuito de financiar os seus fortes investimentos, a empresa tem contratado vários programas de papel comercial e renegociado outros de forma a alargar a maturidade. O Grupo assegurou assim a liquidez e flexibilização financeira necessária para satisfazer os seus projectos, reduzindo simultaneamente o custo dos financiamentos já obtidos.

Recentemente, a Portucel decidiu reembolsar antecipadamente EUR 200 mn dos EUR 350 mn emitidos em obrigações com maturidade de 2020. Para financiar este reembolso a empresa pretende emitir obrigações com maturidade 2023 com um juro bastante mais baixo que o actual, estimando uma poupança líquida de cerca EUR 7,4 mn.

Gráfico 6 - Evolução Dívida Líquida



Fonte: Portucel – Relatório de Contas Semestral

Avaliação Comparativa

	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROE	ROA	D/E	EV/EBITDA 2014	EV/Sales 2014
STORA ENSO OYJ-R	11,98	10,83	1,21	3,30	3,91	5,12	2,03	92,98	10,04	1,06
UPM-KYMMENE OYJ	11,88	11,47	1,02	7,42	4,78	6,76	3,53	44,45	6,92	0,92
SVENSKA CELL-B	20,02	18,32	2,40	41,80	2,19	10,49	4,53	56,46	11,92	1,81
PORTUCEL SA	11,92	12,35	1,95	7,00	6,72	14,74	7,45	53,20	9,81	2,08
INTL PAPER CO	10,86	10,20	3,55	-22,34	3,85	n.d.	n.d.	183,25	9,80	1,20
ALTRI SGPS SA	7,02	7,03	2,38	43,29	2,25	27,09	5,95	294,61	10,45	2,19
EUROPAC	14,19	9,87	1,22	18,54	3,13	8,10	2,48	133,96	8,96	1,05
SAPPI LTD	10,18	8,40	1,45	-0,47	n.d.	13,33	2,91	236,97	5,36	0,62
média	12,25	11,06	1,90	12,32	3,83	12,23	4,12	136,98	9,16	1,37
média exc. Portucel	12,30	10,87	1,89	13,08	3,35	11,81	3,57	148,95	9,06	1,26

Fonte: Bloomberg

P/E e P/BV

A empresa negocia com um **perfil de múltiplos globalmente em linha com os comparáveis**, tendo o histórico desconto relativo estreitado nos últimos anos. Apesar da sua actual estratégia de crescimento, a empresa transacciona com um ligeiro desconto na importante métrica P/E15E (11,92x vs. 12,30x sector) e nas métricas de P/BV e P/16E encontra-se relativamente a prémio em relação aos valores observados a nível sectorial. Destaque para a clara superioridade operacional da empresa na rentabilidade dos activos, com o ROA mais elevado do sector de 7,45% vs. 3,57%. O ROE (14,74%) é igualmente bastante superior à média dos seus comparáveis (11,81%).

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
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.

YTD

Desde o início do ano, a cotada portuguesa apresenta uma **valorização de 7,00%**, um pouco abaixo da média do sector, mas em linha com a performance do índice accionista de que integra – PSI-20 (+4,65%). A nível sectorial não existe uma clara tendência nos títulos das papeleiras, com performances bolsistas bastante díspares, dependendo da sua exposição geográfica, estratégia e distribuição das receitas entre o segmento do papel e o de pasta de papel.

Apesar da performance bolsista desde o início do ano pouco expressiva, o título já caiu 26,77% desde o máximo de 2015, sugerindo que actualmente tem espaço para inverter e recuperar parte destas perdas.

Dividend Yield

Os dividendos distribuídos pela Portucel são historicamente altos, fornecendo um nível de atractividade ao título impossível de ignorar. A empresa ostenta actualmente uma **dividend yield indicativa de 6,72%**, o que compara favoravelmente com os 3,35% oferecidos em média pelo sector.

Price Target

Análise via Múltiplo EBITDA

Método Crescimento Múltiplo EBITDA	
Terminal EBITDA	431
WACC	9,5%
Enterprise Value / EBITDA	9,06
Terminal Value	3.905
Present Value of Terminal Value	2.479
(+) Present Value of Free Cash Flows	926,41
(=) Current Enterprise Value	3.406
Dívida Curto prazo	43
Dívida Longo prazo	590,22
Caixa e Títulos negociáveis	75
(-) Dívida Líquida	558,61
(-) Interesses Minoritários	0,24
(=) Equity Value	2.847
Shares outstanding	767,50
Current Price (EUR)	3,12
Estimated Value per Share (EUR)	3,71
Estimated Upside	18,7%

Análise via DCF

Método Perpetual Growth	
Free Cash Flow	265
WACC	9,5%
Taxa crescimento perpetuidade	2,00%
Perpetuity Value	3.603
Present Value of Terminal Value	2.287
(+) Present Value of Free Cash Flows	926,41
(=) Current Enterprise Value	3.214
Dívida Curto prazo	43
Dívida Longo prazo	590,22
Caixa e Títulos negociáveis	75
(-) Dívida Líquida	558,61
(-) Interesses Minoritários	0,24
(=) Equity Value	2.655
Shares outstanding	767,50
Current Price (EUR)	3,12
Estimated Value per Share (EUR)	3,46
Estimated Upside	10,7%

Pressupostos	
Re	11,12%
Risk-Free	1,05%
Beta Equity	1,067
Country premium	9,44%
Rd	3,08%
WACC	9,56%

Fonte: Bloomberg / Portucel / Equipa Research

Nota: Síntese de Projecções disponibilizada no final

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
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 final

Finalmente, depois de empregues dois modelos diferentes (mas complementares entre si) para o cálculo do Preço Teórico do título Portucel, optámos, tendo por base uma perspectiva conservadora, por utilizar uma média aritmética (com iguais factores de ponderação), para determinar o Price Target, o que fez um valor de EUR 3,59 (conferindo, deste modo, um espaço de *upside* de 14,7% face à actual cotação).

O preço alvo por nós calculado, a partir dos dois referidos modelos, 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 a 11/09/2015	3,12	-
Price Target (High)	4,60	47,25%
Price Target (Low)	3,50	12,04%
Price Target (Average)	4,01	28,36%

Conclusão

A superioridade operacional do Grupo foi novamente confirmada na divulgação dos resultados semestrais, com um aumento homólogo de 10,9% no resultado líquido.

A empresa manteve a **capacidade utilizada a 100%**, demonstrando a forte procura pelos seus produtos e uma facilidade em escoar a sua produção. Adicionalmente, consegue vender a sua marca **premium Navigator a um preço superior** ao preço de referência do Papel, tendo liderado os recentes aumentos no preço deste produto.

A forte procura global fornece à papelreira uma **elevada flexibilidade**, permitindo tirar partido de alterações nas condições de mercados, redireccionando a sua produção para as regiões mais rentáveis. A reacção da empresa à valorização do dólar americano foi um exemplo disto, com a empresa a maximizar a produção exportada para os EUA.

A **taxa anti-dumping** estabelecida provisoriamente em 29,5% das receitas provenientes dos EUA é um importante factor de risco, ainda que o CEO da Portucel acredite que a taxa final será fixada entre 5 e 10%. Acreditamos que a divulgação desta taxa final poderá penalizar o título no curto prazo mas que o seu impacto nos resultados será mitigado pela flexibilidade da empresa em redireccionar a produção.

A **operação pública de troca** que a Semapa realizou sobre ela própria não teve qualquer implicação material para os accionistas da Portucel. Acreditamos que o **maior free-float** do título poderá resultar em **mais visibilidade** para o título na bolsa nacional e afastar os receios com a redução da participação da equipa de gestão que foi visto como um sinal de fraqueza.

A actual mudança de estratégia é por nós vista como um risco e uma oportunidade. O projecto em Moçambique implica, daqui a 6 anos, um investimento que pode pôr em causa a remuneração accionista e os conservadores níveis de alavancagem. O perfil dos investidores neste título é tradicionalmente conservador, dando importância aos elevados dividendos e à capacidade desta empresa gerar fortes *cash-flows*. O **novo perfil de crescimento** vai atrair um diferente tipo de investidores mas pode simultaneamente assustar os actuais, principalmente se a confiança no dividendo for destabilizada.

A **diversificação para o mercado de tissue** reduz substancialmente o risco de concentração da Portucel a um produto com taxas de crescimento estruturalmente negativas. Consideramos esta diversificação, não só necessária, como também uma boa aposta que permitirá alavancar a elevada performance operacional na produção de pasta e beneficiar do perfil integrado da empresa.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
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.

O **projecto megalómano de Moçambique** aposta inteiramente na exportação para a China e aumenta a exposição da empresa ao volátil mercado de pasta de papel. Dado os actuais receios de abrandamento chinês, uma projecção a oito anos para este mercado torna-se difícil, tornando-se este projecto o maior risco para o título. A empresa estima que este projecto obrigue a um investimento de 40 milhões por ano nos próximos 6 anos. O CEO já divulgou que o IFC (International Finance Corporation) ficou com 20% do capital deste projecto, estando a Portucel responsável por 80% do investimento necessário até novos investidores serem encontrados. No entanto, caso seja bem-sucedido, a capacidade produtiva de pasta da Portucel duplicará, permitindo não só um fortalecimento da Portucel no mercado chinês, como a possibilidade de integrar esta produção na produção de *tissue*, onde o mercado tende a ser mais regional. Assim, a posição geográfica deste projecto pode tornar-se uma mais-valia no futuro caso a Portucel decida expandir o seu segmento de *tissue* para a China ou para o continente africano.

Assim, **atribuímos ao título a recomendação acumular** com um *target price* de 3,59€, uma revisão em alta face à nota de Dezembro de 2014 (TP:3,46€). A recomendação baseia-se não só no *target price*, mas também na confiança atribuída à execução da estratégia de expansão para o mercado de *tissue*. O projecto de Moçambique e o exigente investimento que este requer apresenta-se como o principal risco ao nosso *target price*.

▲ Síntese de Projecções

Valores em EUR mn	Dez 13 A	Dez 14 A	Dez 15 E	Dez 16 E	Dez 17 E	Dez 18 E	Dez 19 E	Dez 20 E
Receitas (Ajustado)	1.531	1.542	1.590	1.735	1.804	1.859	1.914	1.972
% YoY Growth	2%	1%	3%	9%	4%	3%	3%	3%
(-) Custos operacionais	1.297	1.324	1.352	1.489	1.549	1.598	1.646	1.696
% das Receitas	84,7%	85,8%	85,0%	85,9%	85,9%	86,0%	86,0%	86,0%
(=) Resultado Operacional	234	218	239	246	255	260	268	276
% Margin	15,3%	14,2%	15,0%	14,2%	14,2%	14,0%	14,0%	14,0%
(-) Taxa	10	3	61	74	67	69	71	73
% Taxa	4%	1%	26%	30%	26%	27%	27%	27%
(=) NOPAT	224	215	178	172	188	191	197	203
% Margem	15%	14%	11%	10%	10%	10%	10%	10%
(+) Amortizações e Depreciações	103	112	112	114	113	116	119	123
% das Receitas	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%
% YoY Growth	-10%	9%	0%	1%	-1%	3%	3%	3%
(-) CAPEX	22	22	185	116	93	109	112	108
% das Receitas	1%	1%	12%	7%	5%	6%	6%	5%
% YoY Growth	-21%	0%	732%	-37%	-20%	18%	2%	-3%
(-) Variação Net Working Capital	12	(8)	21	12	11	11	10	15
% das Receitas	1%	-1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
(+) Variação Impostos Diferidos	(33)	112	16	21	27	33	49	32
% das Receitas	-2%	7%	1%	1%	1%	2%	3%	2%
(=) Free Cash Flow	259	425	99	179	223	220	244	235
% Margem	17%	28%	6%	10%	12%	12%	13%	12%
% YoY Growth	-14%	64%	-77%	81%	25%	-2%	11%	-4%
% Free Cash Flow a ser descontado			31%	100%	100%	100%	100%	69%
Período para factor desconto (Mid-Year Convention)			0,16	0,81	1,81	2,81	3,81	4,66
Factor desconto @ 09% WACC			0,98	0,92	0,86	0,80	0,73	0,69
Present Value Free Cash Flow (5 Years)			97	165	193	175	179	111
EBITDA	337	330	350	359	368	376	387	399
% Margem	22%	21%	22%	21%	20%	20%	20%	20%
% YoY Growth	-16%	-2%	6%	2%	2%	2%	3%	3%

Fonte: Bloomberg / Portucel / Equipa Research

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

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

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

DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
 - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BiG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	6	75,0%
Manter/Neutral	2	25,0%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	8	100,0%

Fonte: Research

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	66,7%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	0	0,0%
Total	6	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
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.