

COMPANY NOTE

Portucel – Perspectiva de estabilização de margens realça atractividade fundamental

VISÃO - Comprar

Price Target: EUR 3,46

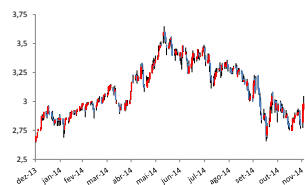
Preço	2,993
Máx de 52 semanas	3,649
Mín de 52 semanas	2,646
YTD (%)	4,46
Volume médio diário (mn)	330,909
Capitalização bolsista (mn)	2,297
Beta	0,7520581
Dividendo	0,222
EPS	0,29

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	4
MANTER	2
VENDER	0

Informação Financeira

Vendas (mn)	1531
EBITDA (mn)	333
Nº de empregados	2.275
ROA (%)	6,89
ROE (%)	13,27
D/E	0,34
DY	2,04

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista	
SEMAPA	44,37%
SEINPAR	31,48%
PORTUCEL	6,56%
SANTANDER	0,76%
NORGES BANK	0,71%
CLAYMORE	0,42%
JPMorgan	0,26%
FIDELITY	0,26%

CONTACTOS

Research
research@bancobig.pt

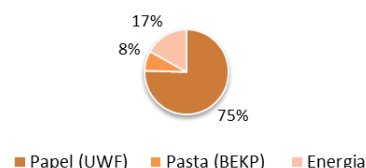
João Lampreia
José Ramada
Ana Mendonça
Diana Oliveira

1 – Sumário

A **Portucel** produz e comercializa papel e pasta de papel, sendo líder europeu na produção de papéis de escritório de elevada qualidade. É um dos maiores grupos empresariais portugueses, em que as suas exportações representam mais de 3% das exportações portuguesas. Está cotada no PSI20, com uma capitalização bolsista de EUR 2.17 mil mn e emprega (directamente) cerca de 2.280 colaboradores. O grupo Portucel é ainda o **maior exportador** de carga contentorizada da Península Ibérica.

A actividade do grupo está dividida em **três grandes áreas de negócio**: 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), 17% das vendas. Em termos de **mix de vendas** por blocos geográficos, 77,7% das mesmas provêm da Europa; 11,7% da América; e outros tantos do Resto do Mundo, onde se inclui, a **China** – país onde se tem observado um aumento consistente da procura.

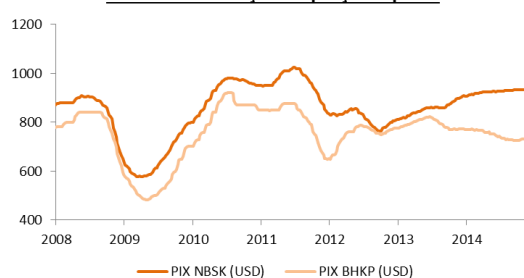
Breakdown Vendas



Apesar de um clima macroeconómico adverso que persiste na Europa e que tem acentuado a compressão de margens, a Portucel tem conseguido prosseguir a sua expansão internacional, com um **crescimento sustentado na China**, espelhando um forte crescimento nas vendas sem abdicar da qualidade dos produtos vendidos. A política de remuneração accionista também é bastante atractiva, sendo a cotada no PSI-20 com o **Dividend Yield mais elevado (7,42%)**.

2 – Enquadramento Sectorial

Gráfico 1 - Evolução do preço da pasta



(Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research)

Gráfico 2-Evolução preço papel (PIX Copy B EUR)



Ao longo do ano de 2014 tem-se assistido a um **aumento regular da oferta de pasta de eucalipto**, que se materializou com os novos volumes oriundos da América do Sul. Como consequência, verificou-se uma **redução no preço de mercado** – o preço de referência PIX é de USD 729 que compara com o USD 794 do período homólogo - ainda que no período recente, a valorização do USD, resultou num aumento moderado do preço em euros.

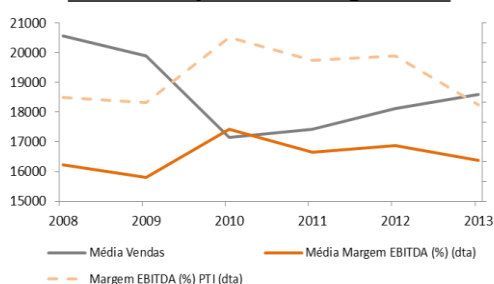
O **mercado chinês** continua a ser preponderante, verificando-se um aumento de 3,9% na procura total de pasta, face ao período homólogo, para 10,2 mn toneladas, com a pasta de fibra de eucalipto a registar um maior crescimento. Esta melhoria do lado do consumo no mercado chinês tem compensado o desempenho mais frágil observado na América do Norte e Europa Ocidental.

COMPANY NOTE

No que diz respeito ao mercado de papel, nos primeiros nove meses do ano, observou-se um **crescimento de 1% no consumo de UWF (uncoated woodfree) na Europa**, sustentado pela oferta da indústria europeia, que mais do que compensou a queda ao nível das importações. De salientar, no entanto, que no terceiro trimestre já se verificou uma quebra neste consumo, devido a um menor número de encomendas dos clientes europeus.

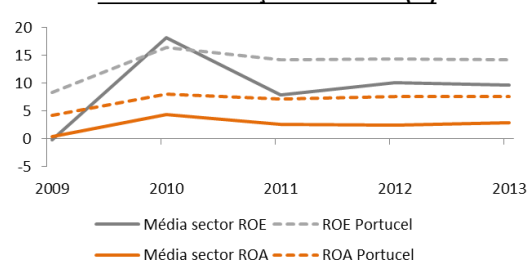
O **principal índice de referência do preço UWF** na Europa inverteu, em Abril, a tendência negativa que se tinha vindo a registar desde 2012, observando-se um aumento de preço. **Nos EUA, o principal índice de referência do sector** encontra-se estagnado face ao período homólogo de 2013.

Gráfico 3 - Evolução Vendas vs Margem EBITDA



(Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research)

Gráfico 4 - Evolução ROE e ROA(%)



Analisando as empresas que integram o sector de pasta e papel, observa-se uma **recuperação ao nível das vendas desde 2010**, com o volume de vendas a compensar o efeito negativo da evolução dos preços de pasta e papel. Ainda assim, as quebras ao nível das margens EBITDA são assinaláveis (19% em 2010 vs. 16% em 2013), sendo de salientar que a **Portucel compara favoravelmente** nesta métrica de avaliação (21,8% Portucel vs. 16% sector).

Relativamente aos indicadores de rentabilidade, verifica-se que tanto a **rendibilidade sobre os activos como a rentibilidade sobre o capital têm evidenciado um comportamento estável** ao longo dos anos, mantendo-se ainda assim claramente acima dos *peers* no que respeita as duas métricas principais – com o ROE e ROA a registarem uma leitura de 13,3% e 6,9% respectivamente (vs 10,8% e 3,5% do sector) – o que acaba por cristalizar o superior perfil do desempenho operacional e financeiro da Portucel quando objecto de comparação com os seus pares internacionais.

3 – Resultados 9M14

O grupo atingiu nos primeiros 9 meses do ano máximos na produção de papel, bem como um crescimento acentuado no volume vendido, apenas penalizado pela quebra da margem do preço da pasta e papel. Apesar de a dívida líquida sobre o EBITDA ter aumentado, o grupo continua com níveis de endividamento bastante conservadores.

	(EUR mn)	9 meses 2013	9 meses 2014	Var.
Vendas Totais		1137,2	1138	0,1%
EBITDA		260,1	238,7	-8,2%
Resultados Operacionais (EBIT)		183,7	164	-10,7%
Resultados Financeiros		-15,7	-24,6	-56,7%
Resultado Líquido		149,7	133,1	-11,1%
Free Cash-flow		220,6	200,3	-9,2%
Investimentos		13,1	12,3	-6,1%
Dívida líquida remunerada		263,7	309,9	17,5%
EBITDA/Vendas		22,90%	21,00%	-1.9 p.p
ROE		13,40%	13,40%	0,0%
Autonomia Financeira		51,50%	51,70%	+0.2 p.p
Dívida Líquida / EBITDA		0,7	0,9	28,6%

(Fonte: Portucel)

CONTACTOS

Research
research@bancobig.pt

João Lampreia
José Ramada
Ana Mendonça
Diana Oliveira

COMPANY NOTE

Resultados Líquidos

O **lucro** nos primeiros 9 meses de 2014 da Portucel caiu para EUR 133,1 mn, uma descida de 11,1% face aos EUR 149,7 mn reportados em igual período de 2013. Apesar desta quebra, as vendas totais registaram um incremento marginal de 0,1%, de EUR 1.137,2 mn em Setembro de 2013 para EUR 1.138 mn em 2014.

Apesar de uma descida nos preços do papel e da pasta de papel que tiveram consequências na redução de margens, o volume vendido cresceu 3,3%.

Resultados Operacionais

O **EBITDA** recuou, entre Janeiro e Setembro, 8,2% de EUR 260,1 mn para EUR 238,7mn, observando-se também uma quebra na margem EBITDA de 22,9% para 21%. Já os **resultados operacionais** tiveram uma queda mais acentuada, caindo 10,7% para EUR 164 mn.

Resultados Financeiros

No que diz respeito aos resultados financeiros, o Grupo registou um agravamento perto de EUR 9 mn nos primeiros nove meses, devido a um aumento de encargos com a renegociação da dívida feita no ano transacto.

Dívida

No final do terceiro trimestre a **dívida líquida remunerada** do Grupo Portucel totalizava cerca de EUR 309,9 mn, um crescimento de apenas 0,9% face ao final do ano de 2013. A dívida bruta situava-se em EUR 782,8 mn no final de Setembro de 2014, uma melhoria face à dívida bruta de EUR 857,3 do período homólogo.

Gráfico 5 - Evolução Dívida Líquida

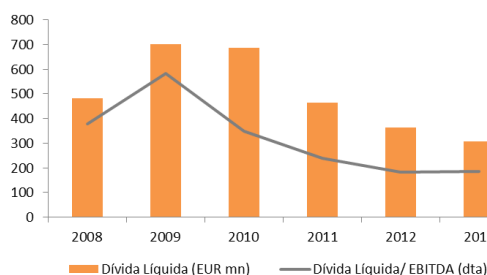
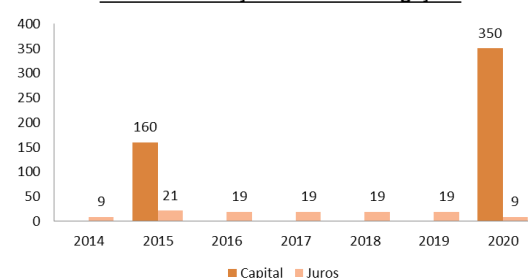


Gráfico 6 - Serviço da Dívida - Obrigações



Fonte: Portucel; Bloomberg; Banco BiG Research

3.1 – Segmentos de Negócio

Pasta e Papel						
(EUR 000 tons)	9M2014	9M2013	Var.	3T14	2T14	Var.
Produção BEKP	1063	1057	0,6%	361	358	0,8%
Vendas BEKP	201	215	-6,6%	66	75	-12,3%
Produção UWF	1169	1130	3,4%	404	378	6,9%
Vendas UWF	1147	1111	3,3%	405	377	7,5%
Energia						
	9M2014	9M2013	Var.	3T14	2T14	Var.
Produção (GWh)	1783	1744	2,2%	613	583	5,1%
Vendas (GWh)	1627	1592	2,2%	558	531	5,1%

Pasta

No terceiro trimestre, foram **vendidas 66 mil toneladas de pasta BEKP**, ficando abaixo do registado no período anterior, ainda que num nível expectável, considerando o calendário de paragens de manutenção das fábricas.

O Grupo manteve a sua **posição de liderança no segmento de papéis decorativos e especiais**, representando 60% do volume de vendas. A nível geográfico, a aposta foi nos mercados europeus, onde se posicionam empresas de maior qualidade e exigência técnica.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

José Ramada

Ana Mendonça

Diana Oliveira

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.

COMPANY NOTE

Papel

As vendas de UWF no trimestre aumentaram 7,5% face ao período anterior, atingindo as 405 mil toneladas. As vendas em valor registaram um aumento de 3%, com o efeito volume a compensar o efeito de redução do preço médio do papel.

Nos primeiros nove meses do ano, o Grupo atingiu um máximo de vendas de papel, justificado essencialmente pelo aumento do volume vendido para os mercados europeus (+3% face a 2013). O principal motor de crescimento no volume foram os produtos premium do Grupo, reforçando a posição de liderança na produção de UWF na Europa.

Energia

O segmento de energia registou um crescimento de 2,2%, nos primeiros nove meses do ano, no entanto foram anulados pela redução do preço de venda na mesma proporção. Nota ainda para o facto de no segundo trimestre se ter registado uma quebra da produção por motivos diversos, ainda que se tenha observado a normalização do output no decurso do 3Q14.

4 – Avaliação Comparativa

4.1 – Múltiplos

	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	BETA	ROE	ROA	D/E	EV/EBIT DA 2013	EV/Sales 2013	Pass./ Activo	Div. Liq- /Activo	Div. Liq./ EBITDA
STORA ENSO OYJ-R	14,78	11,81	1,10	-0,14	4,12	1,35	1,64	0,64	92,81	7,81	0,80	59%	19%	2,22
UPM-KYMMENE OYJ	12,71	12,47	0,94	10,26	4,43	1,36	7,19	3,68	55,42	8,79	0,89	49%	5%	0,66
SVENSKA CELL-B	16,46	15,10	1,90	-11,11	2,70	0,82	11,20	4,98	60,49	10,83	1,81	53%	24%	2,33
PORTUCEL SA	12,32	12,47	1,63	4,46	7,42	0,75	13,27	6,89	56,19	8,20	1,78	48%	11%	0,92
INTL PAPER CO	16,29	13,63	3,36	11,99	2,96	1,03	n.d.	n.d.	117,06	9,43	0,98	73%	24%	2,56
ALTRI SGPS SA	16,64	11,65	1,86	3,97	1,80	0,94	14,49	2,93	333,52	7,28	1,84	80%	47%	4,06
EUROPAC	15,55	10,78	1,10	6,43	3,01	0,77	8,27	2,51	131,74	6,86	0,89	69%	31%	3,18
SAPPI LTD	11,75	10,26	1,79	22,14	n.d.	0,86	12,34	2,41	236,97	5,68	0,66	81%	36%	2,76
SEMAPA	16,78	12,14	1,28	17,44	3,47	0,78	18,32	3,69	247,52	7,37	1,51	72%	35%	3,72
média	14,81	12,25	1,66	7,27	3,74	0,96	10,84	3,47	147,97	8,03	1,24	65%	26%	2,49
média exc. Portucel	15,12	12,23	1,67	7,62	3,21	0,99	10,49	2,98	159,44	8,01	1,17	67%	28%	2,68

(Fonte: Bloomberg)

P/E e P/Bv

A empresa negocia com um perfil de múltiplos globalmente atractivo, apesar do desconto relativo ter estreitado no período recente. Analisando as principais métricas de avaliação, a empresa transacciona a desconto na importante métrica P/E14E (12,32x vs 15,12x sector) e nas métricas de P/BV e P/15E encontra-se relativamente alinhado com os valores observados a nível sectorial. Realce ainda para o ROE e o ROA bastante superior à média de mercado, para além do nível de margens mais elevado, conforme demonstrado no gráfico 3.

YTD

No período recente, observou-se uma recuperação assinalável na cotada portuguesa, seguindo com ganhos perto de 4%, ainda assim inferior à performance do sector, que segue com uma valorização média de 7%. No entanto, a performance é bastante superior quando comparado com o PSI-20 que recua mais de 20%.

Estrutura do Balanço

Relativamente à estrutura do Balanço, a Portucel apresenta o nível de alavancagem mais baixo do sector, com 48% do seus activos a serem financiados por capitais alheios (vs 67% sector). O peso da dívida líquida no EBITDA chega a ser inferior a 1x, enquanto a média dos peers ronda os 2,68x.

Dividend Yield

Segundo as estimativas da Bloomberg, a empresa irá distribuir em 2015 um dividendo bruto de EUR 0,20, que representa um dividend yield perto de 8%, o mais alto entre os seus peers. Caso a empresa mantenha os níveis de remuneração accionista dos últimos 2 anos, o dividend yield poderá aumentar para níveis próximos de 10%.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

José Ramada

Ana Mendonça

Diana Oliveira

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.

COMPANY NOTE

4.2 - Price Targets

Análise via
Múltiplos PER
& P/BV

	PER 14E	PER 15E	P/BV	EV/ EBITDA
Média Sector	15,12	12,23	1,67	8,01
Price Target Portucel	3,63	2,93	3,06	3,08

Pressupostos		Cálculos Auxiliares	
EPS Portucel 14E	0,240	Enterprise Value	2.674,08
EPS Portucel 15E	0,240	Equity Value	2.363,94
Book/Share PTI 14E	1,84	Número Acções	767,5
EBITDA 2014E	334	Price target	3,08
Net Debt 9Y2014	310		
Minority Interest	0,24		

Price Target Médio	3,18
Upside/Downside	6,1%

Fonte: Bloomberg/Portucel/ Banco BiG Research

Análise via
Múltiplo EBITDA

Método Crescimento Múltiplo EBITDA	
Terminal EBITDA	402
WACC	8,8%
Enterprise Value / EBITDA	8,43
Terminal Value	3.391
Present Value of Terminal Value (@ 09% WACC)	2.220
(+) Present Value of Free Cash Flows (@ 09% WACC)	860,94
(=) Current Enterprise Value	3.081
Dívida Curto prazo	180
(+) Dívida Longo prazo	603,10
(-) Caixa e Títulos negociáveis	524
(-) Dívida Líquida	309,90
(-) Interesses Minoritários	0,24
(=) Equity Value	2.771
Shares outstanding	767,50
Current Price (EUR)	2,99
Estimated Value per Share (EUR)	3,61
Estimated Upside	20,6%

Fonte: Bloomberg/Portucel/ Banco BiG Research

Nota: Síntese de Projecções e Informação adicional disponibilizada em anexos

Análise CashFlows
Actualizados (DCF)

Método Perpetual Growth	
Free Cash Flow	243,279
WACC	8,8%
Taxa crescimento perpetuidade	1,5%
Perpetuity Value	3.364
Present Value of Perpetuity (@ 09% WACC)	2.203
(+) Present Value of Free Cash Flows (@ 09% WACC)	860,94
(=) Current Enterprise Value	3.064
Dívida Curto prazo	180
(+) Dívida Longo prazo	603,10
(-) Caixa e Títulos negociáveis	524
(-) Dívida Líquida	309,90
(-) Interesses Minoritários	0,24
(=) Equity Value	2.753
Shares outstanding	767,50
Current Price (EUR)	2,99
Estimated Value per Share (EUR)	3,59
Estimated Upside	19,9%

Fonte: Bloomberg/Portucel/ Banco BiG Research

Nota: Síntese de Projecções e Informação adicional disponibilizada em anexos

CONTACTOS

Research
research@bancobig.pt

João Lampreia
José Ramada
Ana Mendonça
Diana Oliveira

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.

COMPANY NOTE

Price Target FINAL

Finalmente, depois de empregues três 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 ponderadores), para determinar o **Price Target FINAL**, o que perpez um valor de **EUR 3,46** (conferindo, deste modo, um espaço de *upside* de 15,5% face à actual cotação).

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

Consenso de Mercado

	Preço	Upside/Downside
Preço Actual	2,993	-
Price Target (High)	3,9	30%
Price Target (Low)	3,5	17%
Price Target (Average)	3,73	25%

(Fonte: Bloomberg)

(Uma última nota para referir que atendendo à incerteza na distribuição de resultados, com a Portucel a distribuir dividendos regulares, especiais, extraordinários, aquisição de acções próprias, ect. optámos por não fazer uso, por uma questão de prudência, do Modelo do Desconto de Dividendos (também conhecido por Modelo de Gordon) na estimativa do Preço-alvo da empresa).

5 – Conclusão

A **evolução macroeconómica nas principais economias mundiais é um factor determinante** para a evolução do mercado de pasta e papel. É certo que a economia mundial pode vir a beneficiar do perfil de crescimento dos EUA e do fortalecimento do USD, no entanto, é importante salientar que a incerteza a nível internacional (*tightening* monetário nos EUA e desaceleração nos bloco Emergente) poderá acarretar volatilidade adicional nos mercados financeiros, pelo que as principais tendências que se desenham sobre o **sector de pasta e papel deverão permanecer num quadro global desafiante**.

Neste enquadramento, antecipamos que o **aumento da procura subjacente ao mercado chinês** e a **evolução do cross EURUSD** poderão traduzir um agregado de factores que suportem a recuperação global do mercado de pasta, em particular numa expectável recuperação dos preços denominados na divisa Europeia. Relativamente ao mercado de papel e não obstante o arrefecimento gradual da procura no período recente, acreditamos que poderemos assistir a uma estabilização do total das encomendas aos níveis actuais.

A empresa tem apresentado um **crescimento sustentável** ao nível dos principais indicadores operacionais, com o efeito do volume de vendas a compensar a quebra ao nível das margens dos segmentos de pasta e papel, ao passo que os níveis de endividamento da empresa continuam a revelar-se amplamente conservadores. A **eficiência do modelo de negócio**, a **capacidade de geração de cash-flows** e a consistente aposta na **internacionalização**, fazem da empresa um **importante e atractivo player a médio/longo prazo**.

Numa óptica fundamental, importa realçar não só o **desconto nas importantes métricas do P/E e do P/BV** face aos seus comparáveis, tal como a **política de remuneração accionista bastante atractiva**, com o título a ostentar um *dividend yield* de 7,42% - o mais elevado do PSI-20.

Apesar dos actuais desafios globais que se colocam sobre os mercados de pasta e papel, nos quais se tem observado uma compressão relativamente acentuada ao nível das margens EBITDA, a **nossa visão para o título é globalmente positiva**. O **price target** identificado de **EUR 3,46** traduz a eficiência do modelo de negócio do Grupo – indicadores operacionais e financeiros da Portucel melhores que os *peers* - e pressupõe também a relativa estabilização da margem EBITDA aos níveis actuais. **No global, a atractiva remuneração accionista, a forte capacidade de geração de cash-flow da empresa e o vector de crescimento associado ao reforço do investimento na actividade internacional** traduzem um agregado de factores que suportam a nossa visão favorável para o título num prazo alargado.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

José Ramada

Ana Mendonça

Diana Oliveira

Visão: Comprar

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.

COMPANY NOTE

6 – Anexos

Modelo Discounted Cash Flow

Valores em EUR mn	Dez 12 A	Dez 13 A	Dez 14 E	Dez 15 E	Dez 16 E	Dez 17 E	Dez 18 E	Dez 19 E
Receitas (Ajustado)	1.502	1.531	1.527	1.531	1.578	1.590	1.606	1.623
% YoY Growth	1%	2%	0%	0%	3%	1%	1%	1%
(-) Custos operacionais	1.215	1.300	1.297	1.301	1.341	1.351	1.364	1.379
% das Receitas	81%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
% YoY Growth	-1%	7%	0%	0%	3%	1%	1%	1%
(=) Resultado Operacional	287	230	220	259	264	272	280	288
% Margem	19%	15%	14%	17%	17%	17%	17%	18%
(-) Taxa	63	10	36	43	43	41	38	45
% Taxa	22%	4%	16%	17%	16%	15%	14%	16%
(=) NOPAT	224	220	184	216	221	231	242	244
% Margem	15%	14%	12%	14%	14%	15%	15%	15%
(+) Amortizações e Depreciações	114	103	110	92	111	112	113	114
% das Receitas	8%	7%	7%	6%	7%	7%	7%	7%
% YoY Growth	-8%	-10%	7%	-16%	21%	1%	1%	1%
(-) CAPEX	28	22	41	51	80	44	48	53
% das Receitas	2%	1%	3%	3%	5%	3%	3%	3%
% YoY Growth	-54%	-21%	83%	25%	58%	-45%	7%	11%
(-) Variação Net Working Capital	10	12	(22)	18	7	5	4	2
% das Receitas	1%	1%	-1%	1%	0%	0%	0%	0%
(+) Variação Impostos Diferidos	-	(33)	-	8	10	12	14	10
% das Receitas	0%	-2%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
(=) Free Cash Flow	305	306	190	196	157	238	241	243
% Margem	20%	20%	12%	13%	10%	15%	15%	15%
% YoY Growth	33%	0%	-38%	3%	-20%	52%	1%	1%
% Free Cash Flow a ser descontinuado			8%	100%	100%	100%	100%	92%
Período para factor desconto (Mid-Year Convention)			0,04	0,58	1,58	2,58	3,58	4,54
Factor desconto @ 09% WACC			1,00	0,95	0,87	0,80	0,74	0,68
Present Value Free Cash Flow (5 Years)			15	186	137	191	178	152
EBITDA	401	333	330	351	375	384	393	403
% Margem	27%	22%	22%	23%	24%	24%	24%	25%
% YoY Growth	3%	-17%	-1%	6%	7%	2%	2%	2%

(Fonte: Bloomberg; Banco BIG Research)

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

José Ramada

Ana Mendonça

Diana Oliveira

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.

COMPANY NOTE

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 pelo Banco BiG Research 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.

PS120 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2014:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	9	69,2%
Manter/Neutral	4	30,8%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	13	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2014

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	30,0%
Stop Loss	6	60,0%
Em Vigor	1	10,0%
Total	10	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2014:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	2	40,0%
Stop Loss	3	60,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	5	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 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.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

José Ramada

Ana Mendonça

Diana Oliveira

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.