

# COMPANY NOTE

## Portucel – Restrições na oferta promovem vantagem intrínseca

### VISÃO – MANTER

Price Target: EUR 2,03

#### Preço e Performance

Preço	196
Máx de 52 semanas	2,55
Mín de 52 semanas	168
YTD (%)	6,31
Volume médio diário (mn)	257,001
Capitalização bolsista (mn)	1500
Beta	0,7679226
Dividendo	0,2389
EPS	0,26

#### Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	6
MANTER	4
VENDER	0

#### Informação Financeira

Vendas (mn)	1488
EBITDA (mn)	396
Nº de empregados	2.331
ROA (%)	8,06
ROE (%)	16,37
D/E	0,49
DY	n.d.

#### Evolução Gráfica



#### Estrutura Accionista

Semapa, Soc. Inv. Gestão	75,85%
Bestinvest Gestion	2,01%
ZOOM Invest SGPS	1,58%
Free Float	20,56%

### 1 – Sumário

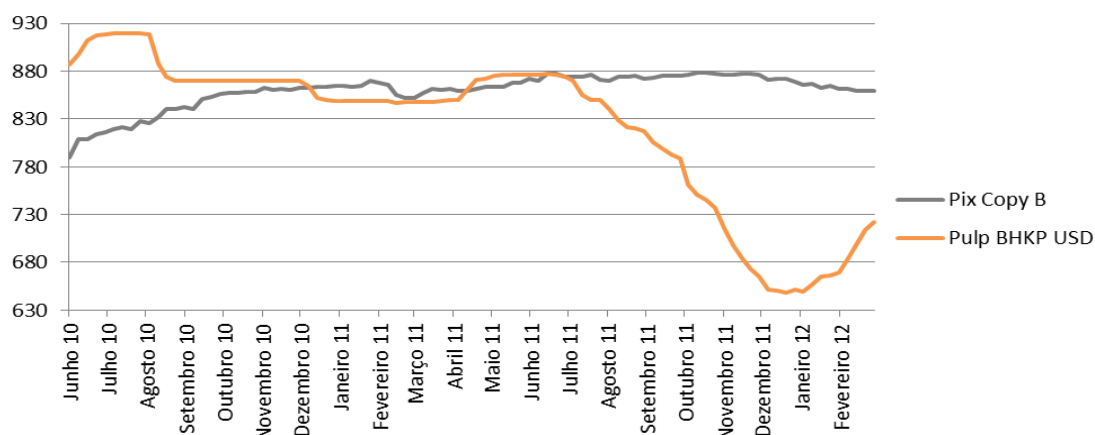
O grupo Portucel Soporcel dedica-se à produção e comercialização de papel e pasta, detendo uma extensa área florestal nacional, e figurando como uma das mais relevantes presenças portuguesas no mundo, representando mais de 3% de todas as exportações nacionais. Com a nova fábrica de papel recentemente instalada em Setúbal, o grupo posiciona-se como líder europeu na produção de papéis finos não revestidos (UWF), assim como um dos maiores líderes mundiais na produção de pasta branqueada de eucalipto (BEKP).

Apesar dos resultados relativos ao exercício de 2011 terem sido claramente penalizados pelo clima económico que se fez sentir nos principais mercados da papelreira – Europa e EUA – esta continua a mostrar extrema resiliência face às condições que têm pautado o negócio da empresa nos últimos trimestres, operando a 100% da sua capacidade de produção e promovendo a expansão para novos mercados, assim como a diversificação das localizações onde já opera. A empresa mostra-se cautelosa para os primeiros meses de 2012, mas confiante que o ano corrente poderá trazer alguma recuperação.

### 2 – Enquadramento Sectorial

Durante o 4Q11, os mercados da pasta de papel foram fortemente penalizados, tendo o preço do índice de referência Pulp BHKP recuado cerca de 30% para um mínimo de perto de USD 640. O período de verão, historicamente pautado pelo baixo consumo de pasta, assim como um abrandamento da procura nos mercados chave – Europa e EUA – face à conjuntura económica vivida nos mesmos, e ainda a queda dos níveis de importação da matéria por parte da China, estiveram na base da desvalorização extrema que se verificou no preço da pasta.

Esta desvalorização deverá ser corrigida parcialmente em 2012, algo que se começou a verificar já no final do ano transacto. Apesar da incerteza relativamente à resiliência do mercado da pasta de papel, o encerramento da capacidade tanto nos EUA como na Europa, poderá levar a uma diminuição dos stocks de pasta que se têm vindo a acumular em países como a China, onde houve uma notória queda na procura, o que, eventualmente, levará a um ajuste dos preços.



(Fonte: Bloomberg)

### CONTACTOS

#### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Já no que diz respeito ao Pix Copy B, índice de referência para o preço do papel, este registou uma ligeira queda no último trimestre de 2011, acompanhando a diminuição das encomendas

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

de papel registadas na Europa (-4%) e EUA (-3%). O encerramento de capacidade que tinha sido anunciado durante 2011 reflectiu-se mais fortemente no 4Q11 na Europa, com a utilização média de capacidade a aumentar de 92% para 94%. A Portucel continua a utilizar a sua capacidade de produção a 100%.

Para 2012, o sector antecipa um ano de fraca procura, com tendência a melhorar nos últimos meses do ano. Bens de consumo como os lenços de papel deverão continuar a suportar o mercado, sendo que este produto consome já 15-20% da pasta transaccionada mundialmente. O principal produto onde a pasta é aplicada continua a ser o papel para impressão e escrita (75% da pasta a nível mundial), e as expectativas para este produto são mais pessimistas, sendo esperada uma forte diminuição da procura nos países desenvolvidos durante o ano. Uma nota final para os mercados asiáticos que, apesar de se perspectivarem mais vulneráveis no início do ano, deverão registar uma recuperação no médio-prazo, continuando a expansão anteriormente registada.

### 3 – Resultados FY11

Num ano caracterizado pela conjuntura económica adversa que afectou com especial intensidade os principais mercados do grupo – Europa e EUA –, o abrandamento da actividade económica penalizou os resultados relativos ao exercício de 2011. As elevadas taxas de desemprego nos principais mercados do grupo, assim como a redução da actividade publicitária e de impressão, pautaram os resultados reportados pela Portucel.

(EUR mn)	2010	2011	Var. %	3Q11	4Q11	Var. %
<b>Resultado Líquido</b>	211	196	-7%	46,5	52	12%
<b>Receitas</b>	1386	1488	7%	356,3	392	10%
<b>EBITDA</b>	400	385	-4%	89	97	9%
<b>Dívida Líquida</b>	653	423	-35%			
<b>Dívida Líquida / EBITDA</b>	1,6	1,1	-			

(Fonte: Portucel)

A empresa registou um recuo do resultado líquido YoY de 7%, para os EUR 196 mn, enquanto o volume de negócio registou uma valorização de mais de 7%, para os EUR 1,49 mil mn, resultante do crescimento das vendas de papel UWF, impulsionado pelo aumento da produção da fábrica mais recente da empresa, assim como o aumento da produção de energia. O aumento da quantidade de papel colocada no mercado, associado à subida do preço do mesmo, impulsionou também este crescimento das receitas.

Já no que diz respeito à pasta de papel, verificou-se um ligeiro decréscimo nas vendas da mesma, devido à maior integração da pasta na nova fábrica de Setúbal, necessidade esta fruto do aumento das vendas de papel, o que, aliado à forte desvalorização do preço deste activo nos mercados internacionais, contribuiu para a redução do volume de vendas de pasta no período em questão.

Numa óptica trimestral, e indo de encontro à sazonalidade característica desta época do ano, as receitas do grupo registaram um incremento de 10%, para os EUR 392 mn, impulsionadas pela melhoria das condições de mercado, resultado dos fechos de capacidade que tinham já sido anunciados no início do segundo semestre de 2011. O resultado líquido reportado pela empresa cifrou-se nos EUR 52 mn, um aumento de 12% face ao valor reportado anteriormente.

Nota final para a dívida líquida da empresa que registou uma diminuição de 35% YoY, para os EUR 423 mn, resultante da capacidade de geração de cash flow do grupo, assim como da redução dos níveis de investimento da empresa, com a conclusão de uma série de projectos da expansão e modernização de activos.

## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.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.

# COMPANY NOTE

## 4 – Avaliação Comparativa

### 4.1 – Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2012E (IBES)	P/E 2013E (IBES)	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROA	Margem EBITDA	Pass./Activo (Endividamento)	Div. Liq- /Activo
STORA ENSO OYJ-R	10,90	9,33	0,76	22,62	4,41	2,61	11,07	54%	25%
UPM-KYMMENE OYJ	13,78	10,67	0,73	21,86	5,30	3,13	11,33	51%	27%
SVENSKA CELL-B	12,82	11,85	1,37	16,27	3,37	0,39	15,45	56%	25%
<b>PORTUCEL EMPRESA</b>	<b>8,20</b>	<b>8,30</b>	<b>1,08</b>	<b>9,24</b>	<b>n.d.</b>	<b>8,06</b>	<b>28,57</b>	<b>51%</b>	<b>26%</b>
INTL PAPER CO	12,52	9,66	2,29	16,99	3,03	5,12	14,02	74%	22%
ENCE	10,31	8,32	0,69	12,61	5,09	5,06	20,17	42%	13%
ALTRI SGPS SA	10,46	19,84	1,69	-4,17	1,74	5,37	31,87	90%	16%
EUROPAC	7,66	5,94	0,82	18,84	4,06	2,58	15,42	73%	38%
SEMAPA	6,19	5,60	0,63	5,79	n.d.	3,65	26,37	65%	32%
<b>média</b>	<b>10,32</b>	<b>9,95</b>	<b>1,12</b>	<b>13,34</b>	<b>3,86</b>	<b>4,00</b>	<b>19,36</b>	<b>62%</b>	<b>25%</b>
<b>média exc. Portucel</b>	<b>10,58</b>	<b>10,15</b>	<b>1,12</b>	<b>13,85</b>	<b>3,86</b>	<b>3,49</b>	<b>18,21</b>	<b>63%</b>	<b>25%</b>

(Fonte: Bloomberg)

Numa perspectiva de análise comparativa, a empresa negocia com um perfil de múltiplos a desconto face aos principais *peers* sectoriais. Com um *Price to Earnings* 2012 e um *Price to Book Value* de 8,20x e 1,08x, respectivamente, o que compara favoravelmente com os 10,58x e 1,12x registados pela média sectorial, a Portucel foi uma das empresas do sector menos impulsionada pela queda dos preços da pasta de papel que se verificou nos últimos meses de 2011, tendo desta forma registado uma valorização YTD de perto de 9%, face aos 13,85% registados pela média dos congéneres. De referir, contudo, que comparada às congéneres nacionais, a Portucel é a que regista uma maior valorização YTD.

Em termos de dívida, a empresa continua a exibir um nível de endividamento inferior à média do sector (51% vs. 63%), algo evidenciado pela diminuição do rácio Dívida Líquida/EBITDA face a 2010 (1,1x vs. 1,6x). A tendência de diminuição dos níveis de dívida já registada no último ano deverá ser mantida durante 2012, atendendo a que a empresa anunciou ter as suas necessidades de capital cobertas inteiramente até 2014 e tendo ainda em conta o final de uma série de projectos de modernização e expansão de activos.

### 4.1 – Avaliação Relativa – Price Target

	PER 12E	PER 13E	EV/EBITDA	P/BV	Preço	Upside/Downside
Média Sector	11,99	8,9	3,61	1,05	1,955	
Price Target Portucel	2,99	2,21	0,966 *	1,95	2,7	38%
EPS Portucel 12E	0,25				2,07	6%
EPS Portucel 13E	0,25				<b>2,385</b>	<b>22%</b>
Book p/Share Portucel	1,85					
EBITDA 2011	396					
Net Debt 2011	687					
Minority Interest	0,22					
			<b>Price Target Médio</b>	2,03		
			<b>Upside/Downside</b>	3,7%		
					Enterprise Value	1428,8741
					Equity Value	741,67
					# Acções	767,5
					Price target *	0,966

(Fonte: Bloomberg)

## 5 – Conclusão

Apesar do actual clima macroeconómico e da acentuada desvalorização evidenciada pelos principais activos transaccionados pelo grupo, a Portucel encerrou 2011 mostrando alguma resiliência face às condições a que tem sido exposta no mercado e conseguindo operar a 100% da sua capacidade produtiva.

## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

# COMPANY NOTE

Na Zona Euro, a crise financeira agravou-se com alguma intensidade, tendo esta levado à implementação de fortes medidas de austeridade e de consolidação orçamental em alguns dos principais países onde a Portucel opera, algo que tem vindo a piorar a situação do sistema financeiro a nível europeu. A empresa antecipa que a evolução da região em 2012 continuará a ser dominada por um cenário de incerteza e possível deterioração do crescimento global e intensificação dos diversos factores de risco. O Grupo acredita que, apesar do agravamento das condições macroeconómicas da região, a maior disciplina fiscal que tem vindo a ser implementada, assim como o reforço do apoio aos países em maior dificuldade, poderão contrabalançar alguma desta deterioração do sentimento.

Nos EUA, e apesar do deterioramento da conjuntura se ter feito sentir, a economia mostrou sinais de alguma resiliência, comparativamente ao cenário vivido pela Europa. O consumo e investimento privados foram mais fortes que o esperado, apesar de se manterem as expectativas de um crescimento relativamente moderado para 2012, fruto de taxas de desemprego e endividamento persistentes. As incertezas relativamente às políticas de consolidação orçamental e à situação da dívida pública norte-americana poderão conhecer algum alívio aquando das eleições presidenciais que terão lugar no final de 2012.

A evolução do mercado do papel deverá reflectir, em 2012, os factores que afectam as economias dos maiores mercados onde o grupo opera. Enquanto os mercados do Sul da Europa, que representam grande importância para as receitas do grupo, deverão continuar a colocar pressão sobre o consumo de papel, os EUA poderão compensar esta situação, atendendo a que as perspectivas para esta região são, comparativamente, mais positivas.

Também o mercado da pasta aparenta sinais de alguma recuperação que deverá prolongar-se por 2012, impulsionado pela recuperação da procura dos mercados asiáticos, sobretudo a China.

Os encerramentos de capacidade que ocorreram em 2011, e que se farão sentir na sua totalidade no decorrer de 2012, aliados a uma recuperação do preço da pasta, que sofreu uma forte desvalorização durante os últimos meses do ano transacto, algo que deverá manter os produtores não integrados sob pressão, são factores que poderão sustentar largamente o mercado.

No que diz respeito ao exercício do grupo, o modelo de negócio seguido pelo mesmo tem-se mostrado francamente resiliente em relação aos contextos macroeconómicos com que se tem defrontado, continuando a trabalhar a 100% da sua capacidade produtiva.

As dificuldades que a Portucel tem enfrentado nos últimos anos no processo de expansão do negócio para novos mercados, não têm testemunhado evoluções significativas, sendo que se mantêm as dificuldades exógenas que têm impedido o grupo de iniciar a exploração florestal na América Latina. Também o lento processo de exploração de terrenos em Moçambique tem enfrentado diversas barreiras tendo, contudo, sido aprovado recentemente, pelo Conselho de Ministros, a resolução que autoriza à Portucel o Direito de Uso e Aproveitamento de Terra, numa área da Província de Maníca, onde já se desenvolvem trabalhos de campo que envolvem ensaios e plantações experimentais.

Num período que se antecipa desafiante, o Grupo Portucel-Soporcel vê como prioritário, a nível nacional, a implementação de políticas que reduzam os custos das actividades que se dedicam à produção e exportação de bens transaccionáveis, por forma a potenciar estas actividades, numa altura em que o Grupo se vira para o exterior, por forma a diversificar os produtos e mercados onde opera, sendo que o mercado nacional atravessa uma conjuntura que poderá trazer menos benefícios para o Grupo.

## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

### Visão: MANTER

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

## 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.

## DISCLAIMER

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

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.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.