

**VISÃO – Comprar**
**Price Target: EUR 4,00**

(para mais detalhes do modelo de avaliação, consultar a PSI-20 Note 'Portucel – Navegação suave para novos segmentos' do dia 7 de Março')

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	2,86
Máx de 52 semanas	3,71
Mín de 52 semanas	2,40
YTD (%)	-18,19
Volume médio diário (mn)	883.447
Capitalização bolsista (mn)	2.049
Beta	0,95
Dividendo	0,25
EPS	0,27

Nota: Valores do dia 28/07/2016 às 11:43

Fonte: Bloomberg; BIG Research

Opinião do consenso (últimos 12 meses)	
COMPRAR	6
MANTER	1
VENDER	

Fonte: Bloomberg; BIG Research

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	1628
EBITDA (mn)	405
ROA (%)	7,39
ROE (%)	15,48
D/E	0,41
DY (%)	5,57%

Nota: Valores relativos aos resultados anuais

Fonte: Bloomberg; BIG Research

**Evolução Gráfica**


Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
14-09-2015	Acumular	3,59

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

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

**The Navigator Company – Resultados e Conference Call 1S2016**

(Reiteramos a recomendação de 'Compra', com um *price-target* de EUR 4,00)

**Resultados do 1º Semestre**

A Navigator divulgou resultados relativos ao primeiro semestre de 2016 sensivelmente em linha com as nossas expectativas, tendo as surpresas negativas sido balanceadas por outras positivas. As vendas totais no semestre ascenderam aos **EUR 778,6 mn** (est. EUR 775,5 mn), o EBITDA aos EUR 195,3 mn (est. EUR 185,2 mn) e o resultado líquido do período aos **EUR 85,5 mn** (est. EUR 83,5 mn).

Face ao período homólogo, é de destacar: i) o aumento dos volumes vendidos de pasta, papel e *tissue*; ii) a quebra das vendas do segmento energético em virtude da mudança de tarifas e consequente decisão para a unidade funcionar em regime de autoconsumo; iii) o impacto negativo no resultado financeiro (EUR -7,9 mn) fruto do reembolso antecipado de obrigações que maturavam em 2020; iv) e a reavaliação positiva de activos biológicos (EUR +10,8 mn).

O Free Cash Flow do período ficou-se pelos EUR 31 mn (-15,5% face ao período homólogo), devido ao investimento na fábrica de *pellets* nos EUA (EUR -52 mn), um *cash outflow* que não é recorrente, e ao aumento fora do normal do fundo de maneio (EUR -33 mn) que não se espera que se repita.

EUR mn	1S2016	1S2015	var %
<b>Vendas totais</b>	<b>778,6</b>	<b>794,9</b>	<b>-2,1%</b>
EBITDA	195,3	184,5	5,8%
Resultado operacional	107,9	129,7	-16,8%
Resultado financeiro	-13,5	-17,8	-24,6%
<b>Resultado líquido</b>	<b>85,5</b>	<b>100,5</b>	<b>-14,9%</b>
Cash flow	172,8	155,3	11,3%
<b>Free Cash flow</b>	<b>31,3</b>	<b>46,9</b>	<b>-33,3%</b>
Capex	75,3	77,2	-2,5%
Dívida líquida	793,2	558,6	42,0%

Fonte: Navigator - Resultados 1º Semestre de 2016

**Performance dos Segmentos**
**Papel UWF**

O segmento de produção de venda de papel teve **um semestre bastante robusto**, registando inclusivamente um novo recorde de vendas em euros e volume. A empresa vendeu no primeiro semestre **775,5 milhares de toneladas de papel UWF** (que compara com 747,8 milhares de toneladas vendidas no período homólogo) e produziu mais 19,2 milhares de toneladas do que as que vendeu. O preço do papel UWF referência (A4-BCopy) manteve-se estável ao longo do período, tendo cotado em média nos EUR 836 por tonelada (que compara com um preço médio de EUR 814 no período homólogo).

Em relação ao mercado europeu de papel UWF, apesar do preço do produto ter-se mantido estável, a redução de capacidade produtiva de alguns *players* europeus já se fez sentir, mas foi compensado por um aumento das importações da Ásia e uma redução das exportações. As importações da Ásia subiram particularmente (42%) devido às taxas de *anti-dumping* nos EUA visto que os produtores asiáticos apontaram as suas exportações para a Europa. Resumindo, o impacto positivo que a redução de capacidade no mercado poderia ter no preço do produto foi anulada pela entrada de mais papel asiático no mercado, que tende a ter um preço mais competitivo. O consumo aparente do produto decresceu 2,1% no período, algo que causa pressão ao seu preço. A nossa expectativa para o resto do ano é de que o preço do papel comece a ser pressionado, principalmente

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.

devido à dinâmica do mercado da pasta de papel, que abordamos a seguir.

### **Pasta de papel BEKP**

No segmento da pasta de papel, a Navigator continuou a colher os frutos dos investimentos em aumentos de capacidade que tem vindo a fazer, com a produção de pasta no segundo trimestre do ano a ascender às **373,4 milhares de toneladas** (que compara com as 346,5 milhares de toneladas produzidas no período homólogo). Do total produzido, 65,1 milhares de toneladas foram vendidas no mercado.

Um dos pontos positivos deste trimestre foi a indicação da equipa de gestão que nota um *pick up* nas compras de pasta de papel por parte de *players* chineses, contrariando a tendência negativa que tinha sido marcada no primeiro trimestre de 2016. Ainda assim, mantêm o *Outlook* negativo, admitindo que o aumento da oferta da pasta de papel deverá continuar a ser maior que o aumento da procura.

Outro ponto positivo da divulgação de resultados deste trimestre foi o anúncio de que a empresa está a estudar a possibilidade de investir em mais um aumento de capacidade de produção de pasta de papel, desta vez na Figueira da Foz. O objectivo seria **aumentar a capacidade da fábrica para as 650 mil toneladas de pasta branqueada de eucalipto** (+80 mil toneladas que a actual capacidade). A decisão acerca deste aumento de capacidade deverá ser realizada até ao final do ano.

### **Outros segmentos**

Nos restantes segmentos de negócio/investimento, as novidades foram maioritariamente negativas. No *tissue*, o volume de vendas registou um crescimento em linha com o aumento de capacidade, mas o preço médio de venda desceu 6% devido a mais vendas de bobines (com um preço de venda menor vs. produto final). Durante o trimestre também saiu a notícia de que o investimento em Cacia para o aumento da capacidade de *tissue* tinha sido congelado devido a falta de esclarecimentos de governo em relação ao novo regime da plantação de eucaliptos, algo que não se espera que seja definitivo mas que atrase a entrada da nova capacidade no mercado. Em **Moçambique**, o escalar das tensões políticas e sociais fizeram com que a Navigator reconhecesse uma imparidade de EUR 18 mn. A equipa de gestão revela alguma cautela em relação ao momento que se vive no país mas lembra o horizonte temporal do investimento e que este não está em causa. Por fim, o **mercado de pellets** tem trazido alguma desilusão visto que o preço do produto tem caído significativamente. Espera-se por isso que o investimento nos EUA não tenha um retorno tão atractivo quanto esperado, ficando-se simplesmente pela média de retorno dos investimentos que a empresa costuma fazer.

### **Conclusão**

Durante o último trimestre ocorreram alguns desenvolvimentos negativos pontuais (congelamento do investimento em Cacia, provisionamento para os investimentos em Moçambique) e outros que podem ser mais persistentes (queda do preço da pasta de papel e do preço das *pellets*). No entanto, o *cash flow* da Navigator mantém-se resiliente, suportado pelo preço do papel que se tem mantido estável. Como tal, mantemos o nosso *price target* e recomendação de compra.

#### **Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

#### **Research:**

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

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

## DISCLOSURES

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

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	62,5%
Manter/Neutral	3	37,5%
Reduzir/Vender	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	40,0%
Stop Loss	5	50,0%
Em Vigor	1	10,0%
<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>100,0%</b>

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	66,7%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>100,0%</b>

## 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  
Bernardo Cântico  
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.