

João Lampreia
Joao.Lampreia@bancobig.pt

COMPANY NOTE

SEMAPA – Foco no Brasil confere potencial de crescimento ao título

VISÃO - Acumular

Price Target: EUR 8,415

Preço e Performance

Preço	7,88
Máx de 52 semanas	8,03
Mín de 52 semanas	5,00
YTD (%)	38,42
Volume médio diário (mn)	59,231
Capitalização bolsista (mn)	932
Beta	0,7425497
Dividendo	0,254
EPS	1,2

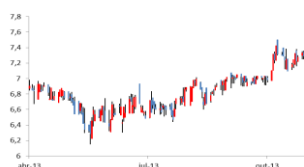
Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	4
MANTER	1
VENDER	2

Informação Financeira

Vendas (mn)	1953
EBITDA (mn)	479
Nº de empregados	5.208
ROA (%)	1,91
ROE (%)	10,66
D/E	2,46
DY	0,97

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista

Longapar	18,17%
Cimo	13,69%
Sodim	13,23%
Banco BPI	10,15%
Pedro Oliveira	5,33%
Bestinver Gestión	10,03%
Norges Bank	4,77%
SEMAPA	4,60%
BES	3,27%

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
Miguel.medeiros@bancobig.pt

1 – Sumário

A Semapa é uma **holding** portuguesa, cotada no PSI-20 com uma capitalização bolsista de EUR 922 mn, responsável pela gestão de **participações sociais** em três áreas de índole industrial:

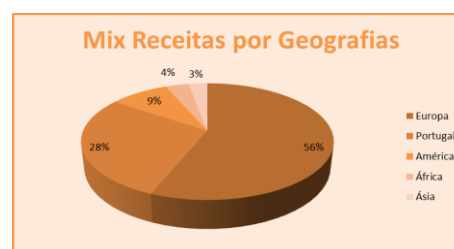
1. Grupo **Portucel** Soporcel – Pasta e Papel (80,84%);
2. Grupo **Secil** - Cimentos e Derivados (99,99%);
3. Grupo **ETSA** - Ambiente e Transformação de Subprodutos Animais (99,989%).

Em relação à **Portucel**, recentemente foi emitida uma PSI20 Note do BiG sobre a mesma (30.10.2013), pelo que não nos iremos alongar muito mais na sua análise, apenas referindo que se trata da participação **mais valiosa** no universo do Grupo Semapa, responsável pela geração de elevados cash-flows/dividendos, sendo que mais de 94% da sua produção se destina a mercados externos, em particular ao Bloco Europeu, mas também Ásia, África e América Latina. Em 2012, foi atribuído à Portucel o galardão de **Melhor Empresa da Europa** pelo European Business Awards.

Já a **Secil** é uma cimenteira portuguesa, que para além de cimento produz igualmente clínquer, betão pronto, argamassa, inertes, pré-fabricados, entre muitos outros materiais. A Secil está também presente na Tunísia, Líbano, Cabo Verde, Angola e Brasil (através de uma participação de 50% na **Supremo**). Por ser uma empresa **muito pró-cíclica** e com uma elevada exposição ao mercado interno, onde a forte retracção do consumo de cimentos tem sido uma constante desde 2008, a Secil tem implementado planos de reestruturação, tendo avançado em Outubro de 2012 com o despedimento colectivo de 56 trabalhadores.

Por último, o **Grupo ETSA** é especialista na gestão e reciclagem de subprodutos e resíduos de origem animal, operando única e exclusivamente na Península Ibérica. O peso do Grupo ETSA no universo da Semapa permanece residual.

Em termos globais, a Semapa emprega assim cerca de **5.228** colaboradores. Ao nível do Mix de vendas por **produtos**, a predominância mantém-se no negócio do **papel** e com uma forte exposição ao continente europeu.



(Fonte: Semapa)

O segmento do **papel** permanece a principal fonte de receitas do Grupo Semapa, com uma elevada capacidade de geração de **cashflows**. Ainda assim, as suas margens têm-se estreitado nos últimos anos, fruto da maior concorrência por parte de **players** não europeus (beneficiados também pela queda do dólar em relação ao euro), mas também devido ao clima macroeconómico adverso vigente na Europa, como comprovam os elevados níveis de desemprego. Já a área dos **cimentos** tem sido fortemente penalizada pela quebra na construção, sobretudo em Portugal. Apesar de tudo, o **cimento exportado** a partir do nosso país tem vindo a aumentar, representando já mais de metade da facturação actual da Secil. Neste momento as atenções da Semapa estão voltadas para o **Brasil**, um mercado com enorme potencial de crescimento, no qual está projectada a abertura de uma nova fábrica para meados do próximo ano.

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.

João Lampreia
Joao.Lampreia@bancobig.pt

COMPANY NOTE

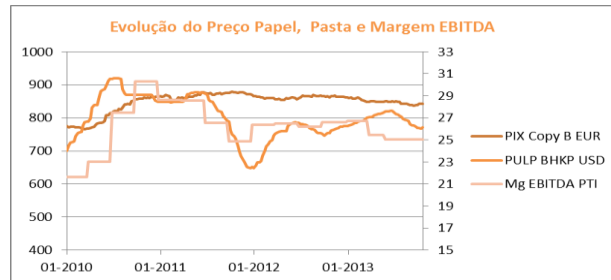
2 – Enquadramento Sectorial

Portucel - Papel

Nos nove primeiros meses de 2013, o negócio do **papel (UWF)** evoluiu de forma muito condicionada devido: i) aos elevados níveis de desemprego na Europa; ii) ao abrandamento sazonal característico dos meses de Verão; e iii) à intensificação da concorrência por parte de *players* não europeus (Brasil, Indonésia e Rússia), beneficiados pela desvalorização cambial do *cross* USD/EUR.

Portucel - Pasta

Em contrapartida, no mercado de **pasta (BEKP)**, a procura manteve-se resiliente, apesar dos preços terem diminuído no último trimestre. Em Agosto, a procura disparou 6,6% na **China**.



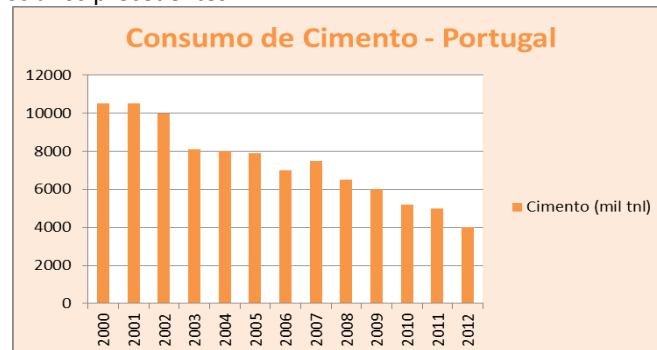
Portucel - Energia

Também o negócio da **energia** conseguiu uma evolução favorável, graças à consolidação integral da **Soporgem** (empresa de co-geração de gás natural), apesar da redução de tarifas imposta pelo Governo.

SECIL

Cimentos e Derivados

Em **Portugal**, o consumo de cimentos continua em **trajectória descendente**, não se vislumbrando uma alteração rápida da conjuntura. No primeiro semestre de 2013, a procura por cimento registou uma quebra homóloga de 27,4% (o valor mais baixo em 39 anos), reforçando a tendência negativa verificada em 2012 (-26,9%) e nos anos precedentes.



Por outro lado, na **Tunísia** e **Líbano** o consumo de cimento subiu 3% e 9,7%, respectivamente, apesar de ambos os países continuarem a viver períodos de instabilidade política e social.

Já em **Angola**, a economia encontra-se em fase de expansão, com reflexos directos na actividade da construção. O consumo de cimento disparou quase 40% em 2012 face a 2011. Ainda assim, empresas como a Secil enfrentam forte concorrência por parte de **cimenteiras chinesas** em Angola, que vendem a preços imbatíveis, em detrimento da qualidade do produto.

Por fim, no **Brasil**, as operações da Secil ainda estão numa fase embrionária. No entanto, as perspectivas quanto à evolução da economia brasileira são promissoras, num momento em que estão em curso grandes projectos de investimento, num país em que as condições de vida da população vão melhorando dia após dia.

ETSA

(Subprodutos – Animais)

Em relação ao **Grupo ETSA**, o sector no qual opera atravessa actualmente um momento menos bom, não se antecipando grandes melhorias no imediato, em consequência da redução de preços, quantidades vendidas e avenças praticadas na recolha de resíduos de origem animal junto das grandes superfícies.

João Lampreia
jlampreia@bancobig.ptJoão Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.ptMiguel Medeiros
Miguel.medeiros@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

3 – Resultados 9M13

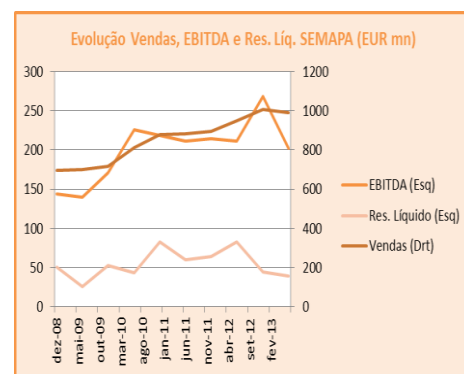
Resultados

Num contexto macroeconómico particularmente desafiante, o **volume de negócios** do Grupo Semapa cresceu 3,5% para EUR 1.493,7 mn nos primeiros nove meses de 2013, essencialmente devido à consolidação adicional de 49% da Secil a partir do 2T2012.

Já o **resultado líquido** imputável à Semapa registou uma diminuição de 37%, devido à redução do **EBITDA** (-10%) e ao agravamento dos **encargos financeiros** (+61,4%).

(EUR mn)	9 M 2012	9 M 2013	Var.
Receitas	1.443,7	1.493,7	3,5%
Custos	-1.166,8	-1.208,4	3,6%
EBITDA	348,4	313,8	-9,9%
Margem EBITDA	24,1%	21,0%	-12,9%
EBIT	229,7	188,8	-17,8%
Res. Financeiro	-42,8	-69,1	61,4%
Res Líq. Imp. Semapa	110,5	69,6	-37,0%
Free Cash-flow	264,9	226,6	-14,5%
Dívida Líquida	1.453,0	1.327,5	-8,6%

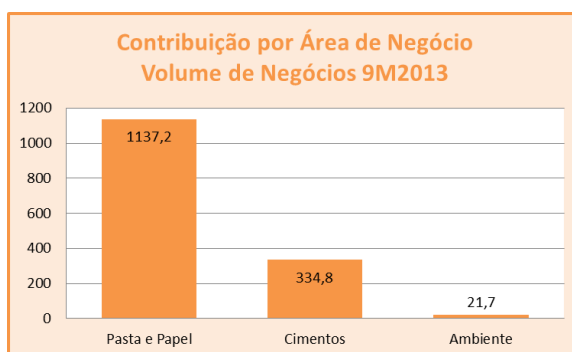
(Fonte: Semapa)



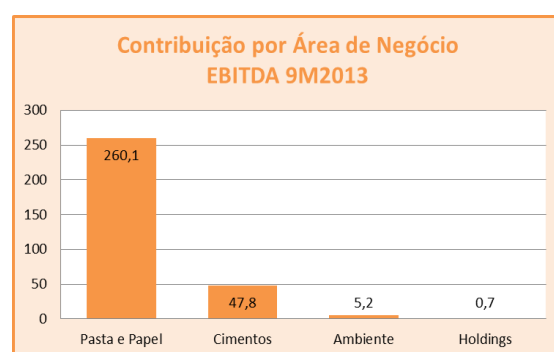
(Fonte: Bloomberg)

Em termos individuais, a **Portucel** contribuiu com EUR 1.137,2 mn, mais 2,5% do que em 2012, devido sobretudo ao bom desempenho nos segmentos da pasta e da energia.

Já a **Secil** gerou EUR 354,1 mn (dos quais EUR 334,8 mn foram imputados à Semapa), uma queda de 7,6%, justificada maioritariamente pela quebra de facturação em **Portugal**. Em sentido oposto, no **Líbano** e **Tunísia** a facturação aumentou 5,4% e 3,7%, respectivamente. Apesar da queda nas receitas de cimento verificada em Portugal, a mesma foi contrabalançada por um **aumento de 8% das exportações**, graças à melhoria dos preços médios de venda (+5%). Actualmente, a actividade exportadora da Secil a partir de Portugal representa **56,2%** do seu volume de vendas.



(Fonte: Semapa)



(Fonte: Semapa)

Dívida

No final de Setembro, a dívida líquida consolidada da Semapa totalizava EUR 1.327,5 mn, menos EUR 125,5 mn do que em 2012. O investimento efectuado na **aquisição de 50% da Supremo Cimentos** e na construção de uma **nova fábrica no Brasil** irá implicar um aumento do endividamento e dos encargos financeiros, penalizando, concomitantemente, os resultados líquidos do grupo até à entrada em funcionamento da nova fábrica (prevista para o 2.º Semestre de 2014).

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

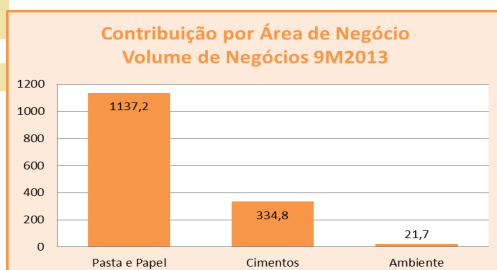
João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
Miguel.medeiros@bancobig.pt

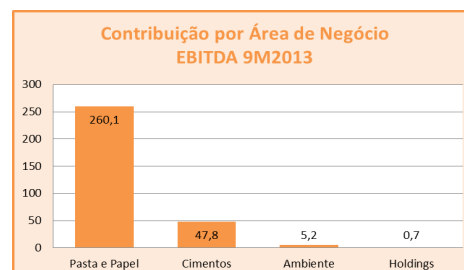
Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se 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.

João Lampreia
Joao.Lampreia@bancobig.pt

COMPANY NOTE



(Fonte: Semapa)

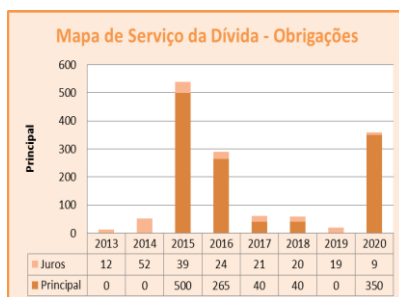


(Fonte: Semapa)

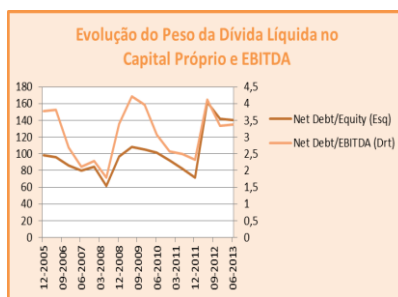
Em Setembro de 2013, a **dívida obrigacionista** da Semapa totalizava EUR 1.391 mil mn, dos quais EUR 1.195 mil mn correspondiam ao **Principal** e EUR 196 mn eram relativos ao pagamento de **juros**. Em Maio de 2013, pela primeira vez, foi atribuído **rating** à dívida de uma das participadas da Semapa, a Portucel (no seguimento de uma emissão obrigacionista de EUR 350mn). A **Standard & Poor's** classificou-a de BB, enquanto a **Moody's** atribuiu-lhe **Ba3** (igual ao da dívida soberana portuguesa), ou seja, Grau de não investimento (especulativo).

De realçar igualmente que o peso da dívida tanto nos capitais próprios, como no EBITDA tem oscilado de forma expressiva, tendo ambos encetado uma trajetória ascendente a partir de 2011, mas entretanto debelada em finais de 2012.

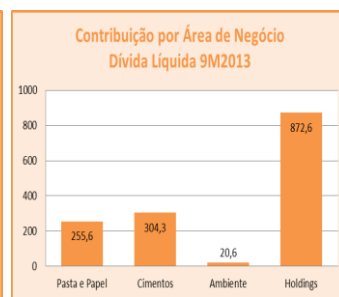
Recorde-se que a Semapa sofreu um **agravamento significativo** do seu **endividamento** (cerca de 59%) face ao final de 2011, passando de EUR 539,9 mn para EUR 1.453 mn. Para tal, contribuíram **dois factores essenciais**: a **incorporação de 49% da dívida líquida da Secil** e a **consolidação de 50% do capital da cimenteira brasileira Supremo** nas contas do grupo Semapa.



(Fonte: Bloomberg)



(Fonte: Bloomberg)



(Fonte: Semapa)

4 – Avaliação Comparativa

4.1 – Múltiplos

	País	Sector	P/E 2013E	P/E 2014E	P/BV	YTD %	Div. Yield	BETA	ROE	ROA	D/E	EV/ EBITDA 2012	EV/ Sales 2012	End.	Div. Liq./Activo	Div. Liq./EBITDA
STORA ENSO	Finlândia	Pasta e papel	22,46	14,48	1,06	38,32	4,14	1,26	6,23	2,57	88,75	7,26	0,75	57%	24%	2,95
SAPPI	África do Sul	Pasta e papel	14,13	8,60	1,24	-8,38	n.d.	0,79	-12,06	-2,71	227,19	8,07	0,59	80%	39%	5,07
UPM-KYMMENE	Finlândia	Papel	15,29	13,80	0,92	46,05	4,40	1,19	-14,12	-7,54	66,33	7,89	0,87	54%	27%	3,01
EUROPAC	Espanha	Papel	16,05	12,76	1,12	100,47	1,67	0,70	7,19	2,14	143,33	6,82	0,83	70%	33%	3,93
DOMTAR CORP	Canadá	Papel	20,61	11,08	1,03	3,05	2,32	1,04	1,58	0,74	42,58	4,36	0,63	53%	9%	0,71
INTL PAPER	EUA	Papel	13,83	10,53	2,75	12,05	2,69	1,18	16,77	3,67	160,85	8,30	1,01	79%	27%	2,62
ENCE ENERGIA	Espanha	Pasta	14,49	18,30	1,03	52,83	2,15	0,82	6,95	3,75	47,55	6,10	1,03	47%	22%	2,13
ALTRI	Portugal	Pasta	9,59	10,80	2,50	61,84	0,97	1,02	33,84	5,10	404,48	6,98	1,88	84%	56%	4,41
CIMPOR-CIMENTOS	Portugal	Cimentos	7,05	6,18	1,51	-20,52	0,59	0,45	-19,85	-5,02	275,97	9,54	3,99	78%	45%	5,04
VICAT	Francesa	Cimentos	17,34	13,45	1,20	16,55	2,73	0,80	6,41	2,77	67,11	9,04	1,62	48%	25%	2,91
PORTUCEL	Portugal	Pasta e papel	11,38	11,47	1,40	30,30	9,85	0,70	14,35	7,25	46,81	5,79	1,55	46%	13%	0,91
SEMAPA	Portugal	Holding	17,13	14,56	1,09	36,73	3,29	0,75	10,66	1,91	253,14	5,53	1,36	73%	38%	3,34
média	-	-	14,95	12,17	1,41	30,77	3,16	0,89	4,83	1,22	152,01	7,14	1,34	64%	30%	3,08
média exc. Semapa	-	-	14,75	11,95	1,43	30,23	3,15	0,90	4,30	1,15	142,81	7,29	1,34	63%	29%	3,06

(Fonte: Bloomberg)

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
Miguel.medeiros@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 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.

João Lampreia
Joao.Lampreia@bancobig.pt

COMPANY NOTE

P/E e P/Bv

Do ponto de vista de **análise fundamental**, os títulos da Semapa transaccionam com métricas de avaliação globalmente mais dispendiosas face à média do sector. Tanto o **P/E13E** como **P/E14E** negociam a prémio (17,13x vs 14,75x) e (14,56x vs 11,95x), respectivamente. Já o **P/BV** encontra-se a desconto (1,09x vs 1,43x).

Estrutura do Balanço

Ao nível das fontes de financiamento, a Semapa apresenta um dos **níveis de alavancagem** mais elevados do sector (consequência dos dois factores mencionados anteriormente), com 73% do seus activos a serem financiados por dívida (vs 63% sector).

No entanto, à semelhança da Portucel, a dívida líquida mostra-se substancialmente inferior à dívida bruta, fruto do elevado cash de que a empresa dispõe (38% vs 29% sector). O peso da dívida no EBITDA encontra-se sensivelmente em linha com o do sector (3,34x vs 3,06x média).

Dividend Yield e YTD

A nível de política de dividendos, a Semapa possui uma **dividend yield** próxima da do sector (cerca de 3%). A empresa prevê distribuir EUR 0,255/acção a 11/Junho/2014. Em termos de performance bolsista, o título Semapa **avançou** quase 37% desde o início do ano, uma valorização superior à observada pela média dos *peers* (30%) e à dos índices accionistas de referência SXXE (16,7%) e PSI20 (+9,60%).

4.2 - Price Targets

1. Análise via Múltiplos

Média Sector= 85%PTI +15%Secil

	PER13E	PER14E	P/BV	EV/EBITDA
Média Sector	14,58	12,70	1,06	7,13
Price Target	6,56	6,73	7,72	7,73

Pressupostos	
EPS 13E/ EPS 14E	0,45/0,53
Book Value/Share 13E	7,27
EBITDA 13E	396,67
Net Debt 13E	1585,81
Interesses Minoritários	328,54

Cálculos	
Enterprise V.	2.829,05
Equity Value	914,7
# Acções	118,3
Price Target*	7,73

Price Target (Múltiplos)	7,19 €
Downside	9 %

2. Avaliação

Sum of Parts

Avaliação Sum of Parts - Semapa	
Equity Value Portucel@80,84%	1935,8
Equity Value Secil* @100%	260,81
Dívida Holding	855
Equity Value Semapa	1341,6
Desconto Holding @15%	201,24
Equity Value Semapa	1140,36
N.º acções Semapa	118,3
Price Target	9,64
Upside	22%

Múltiplo	Peers	EV Secil
EV/EBITDA 12	8,05	571,23
EV/SALES 12	1,46	658,01
	Enterprise Value Secil	614,62
	Net Debt Secil	286,00
	Interesses Minoritários	67,82
	Equity Value Secil* @100%	260,81

Secil: EBITDA (2012) = EUR 71 mn; Vendas (2012) = EUR 450 mn

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
Miguel.medeiros@bancobig.pt

Price Target FINAL = EUR 8,415

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.

João Lampreia
Joao.Lampreia@bancobig.pt

COMPANY NOTE

5 – Conclusão

Resultados

Nos 9M2013, o **volume de negócios** da Semapa cresceu 3,5%, enquanto os lucros diminuíram cerca de 37%, devido, por um lado, à redução do **EBITDA** (-10%) e, por outro, ao agravamento dos **encargos financeiros** (+61,4%). Os segmentos da **pasta e papel** mantiveram-se resilientes, enquanto a área dos cimentos prolongou a sua trajectória descendente, dada a sua elevada exposição a Portugal, obrigando a Secil a implementar programas de reestruturação, com extinção de postos de trabalho.

Foco no Brasil



Apesar de tudo, as **exportações de cimento** a partir de Portugal representam já mais de 50% do volume de facturação da Secil e o *management* da empresa revelou que aposta fortemente no **mercado brasileiro**, palco de enormes eventos nos próximos anos, como o Mundial de Futebol (2014) e Jogos Olímpicos (2016), estando neste momento em curso grandes projectos de obras públicas. O crescente fortalecimento do poder de compra da classe média no Brasil contribuirá igualmente para o fomento do sector da construção. Foi com esta visão que em 2012 a Semapa entrou no mercado brasileiro.

Nas áreas da **pasta e papel**, a Portucel permanece líder no mercado europeu, mas tal como a Secil, também centra cada vez mais as suas atenções em mercados fora da Europa, como África, Ásia e América Latina. Neste sentido, a Portucel tem já um acordo preliminar com o Governo do **Uruguai** e encontra-se igualmente em fase de florestação em **Moçambique**. A Portucel é a empresa mais valiosa do universo do Grupo Semapa e uma importante fonte de dividendos.

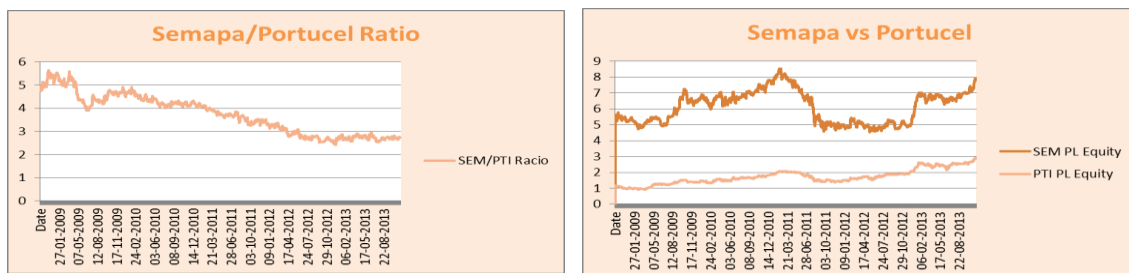
Riscos

Todavia, existem **riscos** inerentes à actividade das participadas detidas pela Semapa. No caso da **Portucel**, a instabilidade em **Moçambique**, o abrandamento da procura por parte da **China**, o excesso de capacidade instalada no sector, o acentuar da tendência para o *dowgrading* da qualidade no papel, a desvalorização do dólar face ao euro e uma concorrência mais feroz por parte de *players* não europeus (Brasil, Indonésia, Rússia) representam potenciais riscos à actividade operacional da Portucel. Já em relação à **Secil**, o sucesso da sua *performance* no futuro próximo dependerá muito do ritmo de crescimento do Brasil, uma economia emergente (que integra os BRICS).

Price Target FINAL

Utilizados dois modelos de avaliação distintos, chegámos a um **Price Target FINAL** de **EUR 8,415** (+ 6,5% face à sua cotação actual - EUR 7,90). O nosso *price-target* revela-se acima do consenso de mercado (EUR 7,67; -3%), mas abaixo do máximo estimado (EUR 10; +26,5%). O mínimo é de EUR 6,10 (-23%).

Correlação Histórica: Portucel vs Semapa (5 anos)



[A correlação entre as duas cotadas está em mínimos de 5 anos (0,364); Máximo = 0,725 (29.11.2011); mínimo = 0,317 (17.06.2013)]

Visão: Acumular



Apesar do ambiente nos sectores do **papel, pasta e cimentos** permanecer **desafiante**, a redução da exposição ao Bloco Europeu, em geral, e a Portugal, em particular, afigura-se como uma escolha sensata da Semapa no seu rumo estratégico para os próximos anos. Neste particular, a aposta no **Brasil** por parte da **Secil** poderá constituir um **catalisador** da criação de valor para a cimenteira portuguesa, que nos últimos anos foi bastante castigada pela quebra verificada no sector da construção em Portugal. Simultaneamente, a solidez do balanço e a robustez dos cash-flows da **Portucel** tornam-na uma fonte valiosa de dividendos. O facto do universo Semapa congregar empresas com potencial de crescimento (como é o caso da Secil, através da Supremo) e empresas de rendimento (o caso da Portucel, uma autêntica *cash-cow*, fazem da Semapa um **título bastante atractivo** atendendo ao binómio risco-retorno, pelo que recomendamos a sua **Acumular**. O facto do rácio Semapa vs Portucel estar a mínimos de cinco anos, reforça ainda mais a nossa convicção na holding portuguesa.

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.ptJoão Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.ptMiguel Medeiros
Miguel.medeiros@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.

João Lampreia
Joao.Lampreia@bancobig.pt

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.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2013:

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

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2013

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	9	64,3%
Stop Loss	4	28,6%
Em Vigor	1	7,1%
Total	14	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2013:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	0	0,0%
Stop Loss	2	100,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	2	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. 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.

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.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
Miguel.medeiros@bancobig.pt