



Instituto Superior de Contabilidade e Administração

Politécnico de Coimbra



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Eduarda Alexandra Ferreira Martins

Equity Research: Altri, SGPS, S.A.

Coimbra, Outubro de 2022



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Eduarda Alexandra Ferreira Martins

Equity Research: Altri, SGPS, S.A.

Trabalho de projeto submetido ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Análise Financeira**, realizado sob a orientação do Professor Especialista José Benzinho.

Coimbra, Outubro de 2022

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser a autora deste projeto, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação do presente projeto.

DEDICATÓRIA

À minha família.

AGRADECIMENTOS

Queria agradecer à minha família por todo o apoio que me tem dado ao longo de todo o meu percurso académico, em especial à minha mãe que sempre foi quem me deu motivação e força para nunca desistir dos meus sonhos.

Aos meus irmãos e sobrinhas por todo o amor e carinho que me deram diariamente.

Um obrigado especial ao meu namorado, pelo apoio incondicional, por toda a paciência e acima de tudo, o seu amor.

Gostaria também de agradecer ao meu orientador Professor José Benzinho, por todos os conselhos, sugestões e críticas que colocou ao longo do trabalho e pela disponibilidade que sempre demonstrou em ajudar.

Agradeço aos meus amigos pela força e pelas palavras de incentivo que me deram ao longo deste projeto.

Um agradecimento aos meus colegas de trabalho por todas as palavras de coragem e pela disponibilidade em ajudar.

RESUMO

O presente trabalho consiste numa avaliação patrimonial detalhada da empresa Altri, SGPS, S.A., tendo por base o desempenho histórico dos últimos cinco anos, bem como toda a informação disponível até 7 de abril de 2022, considerada relevante para a análise e previsões. Quaisquer informações ou eventos subsequentes não se encontram refletidos nesta avaliação.

A opção de escolher a Altri teve por base ser uma empresa portuguesa e estar cotada na Bolsa de Valores de Lisboa.

Trata-se de uma empresa com destaque a nível europeu na produção de pasta de celulose, gestão florestal sustentável e produção de energia renovável a partir de biomassa. Cotada na Bolsa de Valores de Lisboa, detém em circulação 205 131 672 ações.

O relatório seguinte é composto por uma breve descrição do negócio, estratégias, governação empresarial e sustentabilidade, estrutura acionista e a avaliação final, constituída pelo modelo principal, Fluxo de Caixa Descontado da Empresa, e dois modelos secundários, o Modelo do Desconto de Dividendos e o Modelo dos Múltiplos.

A recomendação de investimento é de “MANTER”, com um preço-alvo calculado segundo o modelo *Free Cash Flow to the Firm* para o final do ano de 2022 de 6,27€ por ação, o que representa uma valorização de 11,72% face ao preço da ação a 31 de dezembro de 2021. A recomendação é baseada num nível de risco elevado, uma vez que estamos a atravessar um período de instabilidade económica e a empresa apresenta algumas flutuações a nível dos preços das matérias-primas devido ao aumento das taxas de inflação, taxas de juro e volatilidade das taxas de câmbio.

Classificação JEL: G10, G12

Palavras-Chave: Equity Research; Avaliação de empresas; *Free Cash Flow to the Firm*, Produção de pasta de celulose; Altri.

ABSTRACT

This work consists of a detailed equity valuation of the company Altri, SGPS, S.A., based on the historical performance of the last five years, as well as all the information available until April 7, 2022, considered relevant for the analysis and forecasts. Any subsequent information or events are not reflected in this valuation.

The option to choose Altri was based on it being a Portuguese company and listed on the Lisbon Stock Exchange.

It is a company with European prominence in the production of cellulose pulp, sustainable forest management and production of renewable energy from biomass. Listed on the Lisbon Stock Exchange, it has 205.131.672 shares in circulation.

The following report is composed by a brief description of the business, strategies, corporate governance and sustainability, shareholder structure and the final valuation, composed by the main model, Discounted Cash Flow of the Company, and two secondary models, the Dividend Discount Model, and the Multiples Model.

The investment recommendation is "HOLD", with a target price calculated according to the Free Cash Flow to the Firm model for the end of the year 2022 of € 6.27 per share, which represents an appreciation of 11.72% compared to the share price on December 31, 2021. The recommendation is based on a high level of risk, since we are going through a period of economic instability and the company presents some fluctuations in commodity prices due to the increase in inflation rates, interest rates and exchange rate volatility.

JEL Classification: G10, G12

Keywords: Equity Research; Business valuation; Free Cash Flow to the Firm, Pulp production; Altri.

ÍNDICE GERAL

1. Síntese	1
2. Descrição do negócio.....	2
3. Governação empresarial e sustentabilidade.....	5
4. Visão geral da indústria	8
5. Posição competitiva	9
6. Avaliação	11
7. Análise financeira.....	16
8. Risco de Investimento	18
9. Análise de Risco	19
10. Bibliográficas	21
11. Anexos.....	22
Anexo 1: Balanço Patrimonial	23
Anexo 2: Balanço Patrimonial em Base Comum	25
Anexo 3: Demonstração dos Resultados.....	27
Anexo 4: Demonstração dos Resultados em Base Comum.....	27
Anexo 5: Demonstração dos Fluxos de Caixa	28
Anexo 6: Indicadores Financeiros	29
Anexo 7: Taxa de Crescimento.....	30
Anexo 8: Taxa de Crescimento Modelo DDM	31
Anexo 9: Retorno Esperado do Mercado	31
Anexo 10: Variação Necessidades de Fundo de Maneio.....	31
Anexo 11: Estimação Beta.....	32
Anexo 12: Comissão Executiva.....	33

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Preços-alvo Altri.....	1
Figura 2 - Preço Histórico da Altri e do PSI 20	1
Figura 3 - Destaques Financeiros.....	1
Figura 4 - Total de colaboradores.....	2
Figura 5 - Capacidade produtiva.....	2
Figura 6 - Vendas por Região	4
Figura 7 - EBITDA e Vendas.....	4
Figura 8 - Quatro vetores estratégicos	4
Figura 9 - Projetos de I&D.....	5
Figura 10 - Dividendo por Ação	5
Figura 11 - Organograma empresarial da Altri.....	6
Figura 12 - Pressupostos da política de remunerações.....	6
Figura 13 - Percentagem de colaboradores por género.....	7
Figura 14 - Agenda 2030.....	7
Figura 15 - Medidas para cumprir com os compromissos da agenda 2030.....	7
Figura 16 - PIB Zona Euro vs. Inflação	8
Figura 17 - Evolução Taxa de Juro BCE 2011/2022.....	8
Figura 18 - Vendas do setor da pasta, do papel e do cartão	9
Figura 19 - Capitalização bolsista	9
Figura 20 - Cinco Forças de Porter.....	10
Figura 21 - Evolução Vendas Previsionais.....	12
Figura 22 - Evolução Custo das Vendas Previsionais	12
Figura 23 - CAPEX vs. Depreciações.....	13
Figura 24 - Variação NFM Previsionais	13
Figura 25 - Liquidez.....	17
Figura 26 - Rentabilidade.....	17
Figura 27 - Endividamento.....	17
Figura 28 - Eficiência.....	17
Figura 29 - Matriz de Risco	18
Figura 30 - Análise de Sensibilidade	19
Figura 31 - Simulação Monte Carlo	20

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Informações de mercado	1
Tabela 2 – Custo do Capital Próprio	14
Tabela 3 – WACC	14
Tabela 4 – Fluxo de Caixa Futuros	15
Tabela 5 – Preço-Alvo Modelo FCFF	15
Tabela 6 – Preço-Alvo Modelo DDM	16
Tabela 7 – Preço-Alvo Modelo P/BV.....	16
Tabela 9 – Capitalização de Mercado, Dados EV/Receita, P/BV	16
Tabela 8 – Preço-Alvo Modelo EV/Receita	16

LISTA DE ABREVIATURAS

BCE - Banco Central Europeu

CAPEX - *Capital Expenditure*

CAPM - *Capital Asset Price Model*

CDP - *Carbon Disclosure Project*

DDM - *Dividend Discounted Model*

EBITDA - *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*

ESG - *Environmental, Social and Governance*

FCFF - *Free Cash Flow to the Firm*

FMI – Fundo Internacional Monetário

FSC - *Forest Stewardship Council*

I&D - Investigação e Desenvolvimento

ODS - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas

PEFC - *Programme for the Endorsement of Forest Certification*

PIB - Produto Interno Bruto

ROE - *Return on Equity*

WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

1. Síntese

A recomendação de investimento para o ano de 2022 da empresa Altri, SGPS, S.A. é de **MANTER** com um risco elevado e um preço alvo de 6,27€ por ação, uma valorização de 11,72% face ao preço a 31 de dezembro de 2021. A recomendação é baseada em pressupostos macroeconómicos e resultados previsionais calculados com dados históricos.

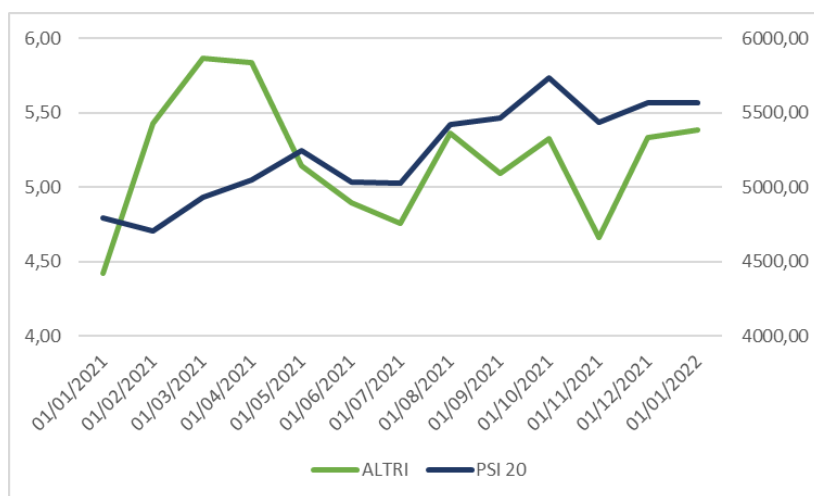


Figura 2 - Preço Histórico da Altri e do PSI 20
Fonte: Yahoo Finance

Perfil de Mercado	
Ticker	ALTR.LS
Preço de Fecho	5,61 €
Capitalização de Mercado	1.151 M
Ações em Circulação	205 M
Free Float	76,20%
Cotação Máxima (52 semanas)	6,72
Cotação Baixa (52 semanas)	4,82
Dividend Yield	4,60%
Últimos Resultados	2021

Tabela 1 - Informações de mercado
Fonte: Relatório e Contas 2021

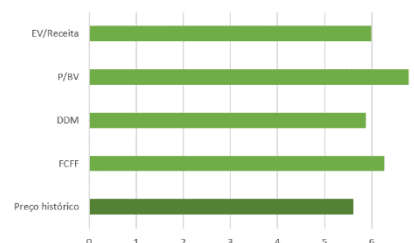


Figura 1 - Preços-alvo Altri

Oferta Pública Inicial - Greenvolt

O Grupo Altri decidiu realizar um estudo em torno da participação acionista detida no capital social da Greenvolt. Depois de analisar os impactos positivos e negativos de uma separação total dos negócios da pasta e da energia renovável, concluiu viabilidade na separação dos seus negócios. A atividade da Greenvolt passou a ser considerada uma “Operação Descontinuada” devido ao processo de reestruturação.

Foram admitidas à negociação no mercado da bolsa de valores de Lisboa no dia 15 de julho de 2021 através de uma Oferta Pública Inicial a totalidade das ações representativas do capital social da subsidiária. Em consequência da oferta, o Grupo Altri passou a deter 58,72% da Greenvolt e suas subsidiária

(€ Milhões)	2021	2022p	2026p
Vendas	785	723	727
EBITDA	227	158	165
Margem EBITDA	29,00%	21,91%	22,69%
Margem líquida	17,22%	11,96%	12,64%
ROCE	8,43%	6,87%	7,41%
ROE	17,66%	15,37%	16,10%
ROA	5,58%	3,80%	4,24%
ROCE	8,43%	6,87%	7,41%

Figura 3 - Destaques Financeiros

2. Descrição do negócio

A Empresa

A Altri, SGPS, S.A. (Altri) é uma empresa portuguesa com destaque a nível europeu na produção de pasta de celulose, gestão florestal sustentável e produção de energia renovável a partir de biomassa.

História

Sediada na cidade do Porto foi constituída no ano de 2005 no âmbito de um projeto de reestruturação do grupo Cofina, SGPS, S.A (Cofina).

A participação social que o Grupo Cofina detinha na empresa Celulose do Caima, SGPS, S.A. (Caima), levou a um processo de cisão-simples que teve como principal objetivo agrupar as participações do Grupo Cofina numa lógica de negócio. A Altri passaria a integrar a gestão da área industrial e o Grupo Cofina a gestão do setor dos media.

A 1 de março de 2005 as ações da Altri foram admitidas para negociação no mercado de cotações oficiais da Euronext Lisbon. As ações representativas do capital social da Altri foram atribuídas aos acionistas da Cofina na proporção de uma ação representativa do capital social da Altri por cada ação da Cofina. Inicialmente aquando da constituição da Altri o mercado operacional assentava na pasta de papel, aços industriais e especiais e sistemas de armazenagem. A atividade de exploração ligada ao setor dos aços era gerida pelo Grupo F. Ramada, S.A. Em junho de 2008 a Altri concretizou uma reorganização com o objetivo de separar as duas áreas de negócio.

Atualmente a Altri detém três fabricas de pasta de papel em Portugal, no ano de 2021 a capacidade instalada no total das três unidades de produção de fibras celulósicas excedeu a 1,1 milhões de toneladas.

Segmentos operacionais e Subsidiárias

Pasta de papel

As três unidades operacionais destacadas para produção de fibras celulósicas são as seguintes:

- Celbi – Celulose da Beira Industrial, S.A.

Situada na Figueira da Foz, a Celbi foi adquirida em agosto de 2006 à empresa Stora Enso, num investimento que ascendeu a aproximadamente 430 milhões de euros.

Atualmente dispõe de uma capacidade de produção instalada superior a 700 mil toneladas.

Esta unidade industrial produz fibras celulósicas para aplicações papeleiras, a principal matéria-prima utilizada é o eucalipto globulus. As particularidades

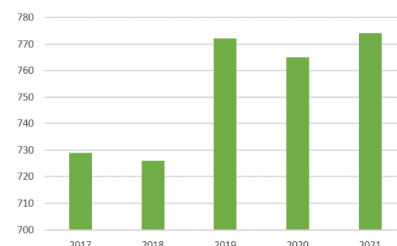


Figura 4 - Total de colaboradores

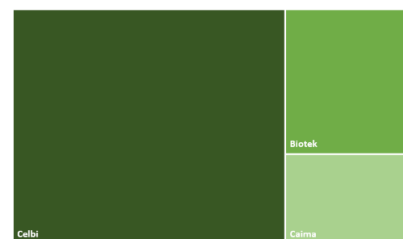


Figura 5 - Capacidade produtiva



associadas à matéria-prima e o processo produtivo utilizado determina que o produto seja utilizado para a produção de papéis finos de impressão e escrita, papéis para laminados decorativos e papéis destinados a servirem de suporte a impressão de elevada qualidade.

- Biotek, S.A.

Foi adquirida uma participação de 95% no capital social da Celtejo – Empresa de Celulose do Tejo, S.A (atualmente designada por Biotek, S.A.) no ano de 2005. Durante o primeiro semestre de 2006 adquiriram mais 4,45% do capital passando a deter praticamente a totalidade do capital. Em 2007 adquiriram 0,13% do capital social. O ano de 2015 ficou marcado com a aquisição da totalidade do capital.

Situada em Vila Velha de Ródão a Biotek tem uma capacidade produtiva instalada de 200 mil toneladas.

O processo produtivo da Biotek é idêntico ao da Celbi, com algumas alterações dos componentes. Essas alterações fazem com que o produto final seja particularmente adequado à produção de papéis tissue.

- Caima – Indústria de Celulose, S.A.

A Caima foi a empresa dominante na reestruturação do Grupo Cofina que conferiu a criação da empresa Altri, a sua unidade industrial encontra-se localizada em Constância e apresenta uma capacidade produtiva de 125 mil toneladas.

Produz fibras celulósicas para aplicações especiais maioritariamente têxteis. O seu produto é utilizado na produção de viscose, uma matéria-prima utilizada na indústria têxtil, tal como o algodão e o poliéster.

Para além das fibras celulósicas vende também lignosulfonato de magnésio, que é utilizado na indústria de construção como aditivo para o betão.

Energias renováveis

- Greenvolt – Energias Renováveis, S.A.

A Greenvolt é a principal referência de produção de energia a partir de biomassa residual florestal, possui e gere cinco centrais termoelétricas em Portugal.

O eucalipto é processado nas instalações das unidades fabris, produzindo pasta de papel e energia elétrica (cogeração). A casca, os ramos e os desperdícios florestais são utilizados para produzir energia elétrica através de biomassa.



Gestão florestal

- Altri Florestal, S.A.

As subsidiárias Altri Florestal, S.A. e Florestsul, S.A. mantinham no ano de 2021 a gestão de cerca de 88,3 mil hectares de terrenos florestais em Portugal. O eucalipto é a principal cultura da floresta da Altri, que garante o fornecimento de madeira e biomassa.

Destaques financeiros

A Europa (excluindo Portugal) é o principal mercado de destino das vendas do Grupo, representando 59% do volume total, ou seja, cerca de 643 mil toneladas. Portugal representa 14% das vendas e a Ásia representa cerca de 9% das vendas de pasta, os restantes 18% encontram-se espalhados por diferentes regiões.

Os produtores de papel tissue são os principais clientes da Altri com uma quota de 58%, seguindo-se os produtores de papel gráfico de impressão e escrita e os produtores de especialidades, com quotas de mercado de 19% e 12%. Os produtores de filamentos de viscose representam cerca de 9% das vendas.

Os volumes totais de Pasta produzidas em 2021 atingiram um recorde de 1,126 mil toneladas, um aumento de 2,2% face a 2020. As vendas no mesmo período registaram cerca de 1,153 mil toneladas (+5,0% face a 2020).

As receitas totais do Grupo atingiram no ano de 2021 os 793,4 milhões de euros, um crescimento de 38% face ao ano de 2020. O EBITDA apresentou um crescimento de 132,7% face ao ano de referência atingindo um montante de 227,7 milhões de euros.

O resultado líquido ascendeu a 123,7 milhões de euros, um grande aumento comparado com os 24,7 milhões registados no ano de 2020.

O ambiente favorável dos preços de pasta e o acréscimo de volume de vendas propiciou aos resultados apresentados no ano de 2021.

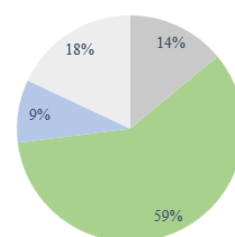
O investimento líquido realizado durante o ano de 2021 foi aproximadamente de 26,1 milhões de euros.

Estratégia

Ao longo da sua existência é notável a estratégia de criação de valor assente nos pilares de sustentabilidade, sendo que no âmbito florestal assenta no aproveitamento de todos os componentes disponibilizados pela floresta desde a pasta, licor negro e resíduos florestais.

Por todo o território continental encontra-se dispersa a área florestal explorada pela empresa, contudo a grande maioria está localizada no Vale do Tejo. O que confere vantagens a nível estratégico/logístico, pois existe uma proximidade com os centros fabris, o que permite uma otimização dos custos de transporte e uma eficácia na mobilização da madeira.

A eficiência operativa e a diversificação das fontes de receita para segmentos de maior valor acrescentado e que possibilitem uma evolução na cadeia de



■ Portugal ■ Europa ■ Ásia ■ Outros

Figura 6 - Vendas por Região

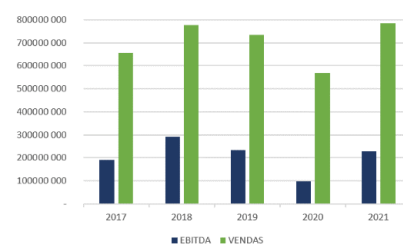


Figura 7 - EBITDA e Vendas

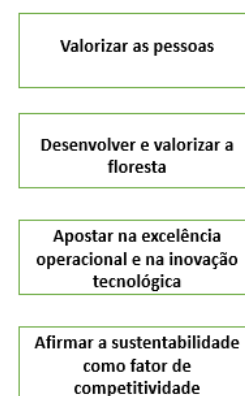


Figura 8 - Quatro vetores estratégicos

[illegible]

Figura 9 - Projetos de I&D

A inflação é um dos pontos preocupantes da gestão, o Grupo pretende gerir da melhor forma possível a instabilidade económica vivida nos últimos tempos. O aumento dos custos energéticos foi o principal fator negativo durante o 4º trimestre de 2021, a Altri decidiu alterar o regime de energia regulado de cogeração para o regime de mercado.

A Altri espera que o projeto da Galiza da construção de uma unidade industrial de raiz com uma capacidade produtiva anual de 200 000 toneladas de pasta solúvel e fibras têxteis sustentáveis seja um sucesso e que a curto prazo pretendem anunciar a localização do projeto.

Year	Share of the population aged 65 and over
2017	0.30
2018	0.70
2019	0.30
2020	0.35
2021	0.25

Figura 10 - Dividendo por Ação

Estrutura do conselho de administração

Atualmente é composto por doze membros, eleitos em Assembleia Geral, um presidente, dois vice-presidentes e nove vogais. Três membros do Conselho são executivos, três são independentes e os restantes são membros não executivos, não independentes.

Nas funções que lhe estão afetas, estabelece uma ligação permanente com o Conselho Fiscal, composto por quatro membros e com o Revisor Oficial de Contas, colaborando como órgão de fiscalização de forma regular.

Os membros que incorporam a Comissão Executiva da Sociedade, integram na maioria dos casos os órgãos de administração das subsidiárias do Grupo. A comunicação criada entre as diferentes comissões permite identificar de forma mais célere riscos e desenvolver mecanismos necessários para a criação de valor.

De seguida são apresentadas as Comissões e respetivas competências criadas pelo Conselho de Administração:

Comissão Executiva – Presta informação adequada e atempada aos órgãos sociais sobre informações referentes à gestão da sociedade e das sociedades dominadas.

Comissão de Acompanhamento Estratégico e Operacional – Tem como missão apoiar o Conselho de Administração no acompanhamento e performance da Comissão Executiva da sociedade, ou seja, auxilia no processo de avaliação dos membros da Comissão Executiva e avalia o governo societário.

Comissão de Ética – Responsável por acompanhar a divulgação e cumprimento do Código de Ética do Grupo, monitorizando o cumprimento da conduta pessoal e profissional de todos os seus colaboradores. Adicionalmente supervisiona a implementação das medidas constantes no plano para a igualdade.

Comissão de Sustentabilidade – Sendo a sustentabilidade um tema cada vez mais presente na vida e na economia de uma empresa, a Comissão de Sustentabilidade acompanha a política e a estratégia do plano traçado para a sustentabilidade adotada no Grupo

Comissão de Remunerações – É eleita pela Assembleia Geral ao contrário das Comissões anteriormente mencionadas, que são eleitas pelo Conselho Administrativo. Elabora a Declaração sobre a Política de Remuneração e Compensação dos Órgãos Sociais e é responsável pela avaliação de desempenho e pela aprovação das remunerações dos membros do Conselho de Administração e dos demais órgãos sociais.

Política de remuneração

O princípio da política de remuneração dos órgãos sociais da Altri assenta nos pressupostos de que a competência, a dedicação, a disponibilidade e a performance são elementos determinantes de um bom desempenho, só um bom desempenho consegue angariar bons resultados para o Grupo.

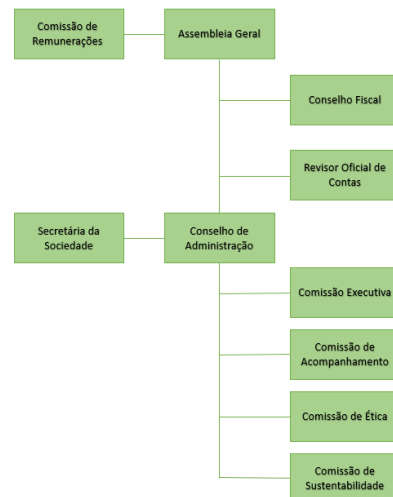


Figura 11 - Organograma empresarial da Altri

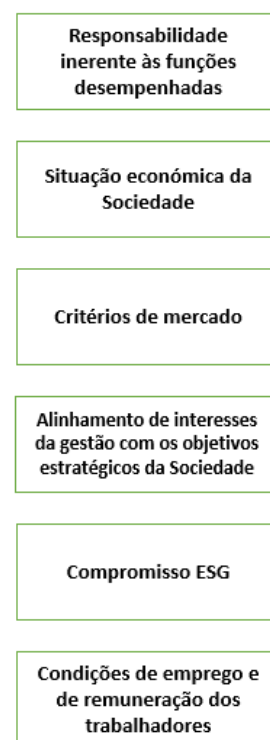


Figura 12 – Pressupostos da política de remunerações

As funções desempenhadas e as responsabilidades assumidas são aspetos tomados em consideração na definição da remuneração. As remunerações têm de ser compatíveis com a dimensão e capacidade económica da sociedade, não deixando de assegurar a adequada e justa remuneração. As remunerações e condições de trabalho dos trabalhadores são definidas através de uma análise comparativa com o mercado de referência nacional e internacional, tendo como referência funções equivalentes, de forma a garantir a equidade interna e um elevado nível competitivo.

Diversidade e igualdade de género

A área industrial é historicamente mais propensa à predominância de homens. A diversidade e a igualdade de género são temas que o Grupo Altri reconhece como atuais e pertinentes e neste sentido tem vindo a implementar medidas para uma maior paridade de género.

O plano para a igualdade de género criado pela Altri tem como objetivo fundamental contribuir para uma igualdade de oportunidades entre mulheres e homens, promovendo a eliminação da discriminação em função do género. No sentido de cumprir com os objetivos propostos, a sociedade integrou o Target Gender Equality, o programa acelerador do United Nations Global Compact, que apoia as empresas na definição de metas ambiciosas para a representação e liderança das mulheres nos cargos de gestão. O programa conferiu a possibilidade de unificar o contributo para a meta 5 dos ODS.

Sustentabilidade e *Environmental Social and Governance*

Em 2020 foi criado o Grupo Consultivo para a sustentabilidade com o objetivo de apoiar o Conselho de Administração na estratégia de sustentabilidade. Contudo, em 2021 a sociedade tomou a decisão de evoluir para uma Comissão de Sustentabilidade criada no seio do Conselho de Administração, tendo em vista reforçar ainda mais a importância da sustentabilidade na estratégia da Altri.

O impacto que a área industrial tem no meio ambiente é notável e por essa razão foram feitos ao longo dos últimos anos vários investimentos, que permitiram uma redução dos impactos provocados. A nível mundial é uma referência no aproveitamento da água, alcançou o estatuto líder no combate as alterações climáticas pelo *Carbon Disclosure Project* (CDP) e é considerada uma empresa de baixo risco no ESG Risk Rating da Sustainalytics.

A excelência e o rigor na gestão florestal sustentável praticada pela empresa providenciou a certificação por parte de duas das mais reconhecidas entidades certificadoras a nível mundial a *Forest Stewardship Council* (FSC) e o *Programme for the Endorsement of Forest Certification* (PEFC).

Através da Bioelétrica do Mondego (sociedade detida pela Greenvolt), a Altri lançou pela primeira vez a emissão de Obrigações Verdes admitidas a negociação na Euronext Lisbon.

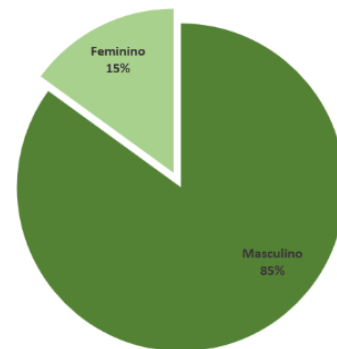


Figura 13 - Percentagem de colaboradores por género



Figura 14 - Agenda 2030

Substituir os materiais de origem fóssil por materiais de origem renovável
Promover eficiência na utilização de recursos
Promover a economia circular e descarbonização
Promover a gestão sustentável das florestas
Aumentar a produção de energia renovável

Figura 15 – Medidas para cumprir com os compromissos da agenda 2030

A Altri apoia todos os dezassete Objetivos de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas (ODS), focando em especial os objetivos 5, 6, 7, 8, 12, 13 e 15, que estão identificados na agenda como Compromisso 2030.

4. Visão geral da indústria

Enquadramento macroeconómico

A pandemia causada pela propagação do vírus SARS-Cov-2 provocou uma contração a nível mundial da economia. No início do ano de 2022, a tentativa de recuperação dos valores pré-pandemia não correu como esperado. A Rússia invade o território ucraniano provocando uma catástrofe humanitária e um rasto de destruição que se está a repercutir na economia mundial.

Os impactos são visíveis, nomeadamente no preço das matérias-primas e no petróleo que tem atingido valores históricos. As sanções impostas pela União Europeia, Estados Unidos e Reino Unido à Rússia terão impacto no comércio mundial a nível de exportações e importações.

As previsões apontam que o crescimento global em 2022 abrande de 6,1% para 3,2%. A inflação global foi revista devido aos preços dos alimentos e da energia serem cada vez mais elevados, nas economias avançadas prevê-se que atinja 6,6% e 9,5% nos mercados emergentes.

Nas projeções macroeconómicas divulgadas em junho de 2022 pelo Eurosistema, espera-se que o PIB na zona euro registe um crescimento médio de 2,8% em 2022 e 2,1% em 2023 e respetivamente em 2024.

A inflação vai continuar elevada e persistente, segundo estimativas do Fundo Monetário Internacional, a inflação na zona euro atingiu em junho valores de 8,6%. O Banco Central Europeu estima que a inflação média em 2022 será de 6,8%, 3,5% para 2023 e 2,1% para 2024.

Num contexto de elevada incerteza e assumindo um cenário mais pessimista reflete na possibilidade de uma taxa inflação de 8,0% em 2022, 6,4% em 2023 e descendo em 2024 para os valores de referência habituais.

Para dar resposta aos níveis de inflação os bancos centrais das principais economias avançadas, estão a retirar o apoio monetário e a aumentar as taxas de juro.

Em Portugal as projeções calculadas pelo Banco de Portugal e o Instituto Nacional de Estatística preveem um crescimento de 6,3% em 2022, 2,6% em 2023 e 2% em 2024. A inflação deverá atingir 5,9% em 2022, reduzindo para 2,7% e 2% nos anos seguintes. Segundo outras instituições a inflação em 2022 poderá atingir os 7,4%.

Em junho o índice de preços no consumidor nos Estados Unidos e no Reino Unido aumentou 9,1% comparativamente ao ano transato, em 40 anos são as taxas de inflação mais elevadas nestes dois países.

Na China os sucessivos surtos de COVID-19 contribuem para um abrandamento económico que tem vindo a provocar uma contração no poder de compra de bens e serviços. Consequentemente causa perturbações nas

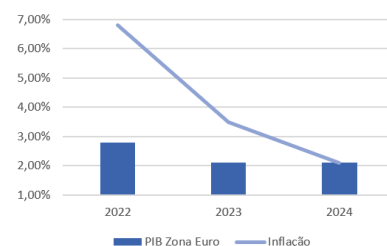


Figura 16 - PIB Zona Euro vs. Inflação
Fonte: BCE



Figura 17 - Evolução Taxa de Juro BCE 2011/2022
Fonte: Global Rates

cadeias de fornecimento global provocando aumento dos preços das matérias-primas.

Perspetivas económicas do setor operacional

Durante o ano de 2021 a procura de Pasta apresentou um decréscimo de 3,2% e a procura por Pasta Hardwood diminuiu cerca de 4,1% de acordo com o World Chemical Market Pulp Global 100 Report.

A Europa Ocidental foi a região que registou um aumento de 5% da procura por papel gráfico e de impressão, contudo este aumento de procura não foi suficiente para compensar a quebra de procura da China (-12,1%).

O abrandamento da procura por parte da China deveu-se a vários fatores, entre eles as restrições logísticas, o aumento dos preços das exportações e as medidas aplicadas pelo governo para gerir a crise energética, essas incluem restrições de funcionamento de várias unidades industriais entre as quais a indústria do papel se encontra incluída.

No final do ano de 2021 o preço da Pasta na Europa estava a 1,140 USD/Ton, apesar da descida de preços no mercado da China, a procura registada na Europa levou a uma melhor manutenção dos preços.

No início de 2022 a procura de Pasta para uso final de papel de impressão e escrita e tissue continuou a registar um grande aumento na

Europa. A forte procura e a baixa disponibilidade, levaram a três aumentos de preços, anunciados faseadamente em fevereiro, março e abril levando o preço final para 1,250 USD/Ton.

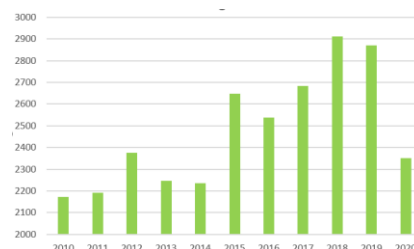


Figura 18 - Vendas do setor da pasta, do papel e do cartão
Fonte: CELPA (M€)

5. Posição competitiva

Foram escolhidas as seguintes empresas do mesmo ramo de indústria da Altri, com características e estrutura de capital semelhantes para a análise da posição competitiva entre elas:

Navigator

Com sede em Portugal, é a concorrente direta a nível nacional, produz e vende pasta branqueada de eucalipto, papeis finos de impressão e escrita, papel Tissue e produz energia elétrica. Possui quatro unidades industriais e em 2021, a produção individual foi de 1,6 milhões de toneladas de papel, 1,6 milhões de toneladas de pasta, 130 mil toneladas de tissue e 2,5 TWh de energia renovável.

UPM-Kymmene Corporation

É uma empresa finlandesa fabricante de pasta de papel, madeira e celulose, possui unidades industriais em 14 países diferentes.

Empresa	Ticker	Capitalização
UPM	UPM.HE	15 557 062 422
Navigator	NVG.LS	2 723 831 154
Stora Enso	STERV.HE	11 987 023 802

Figura 19 - Capitalização bolsista

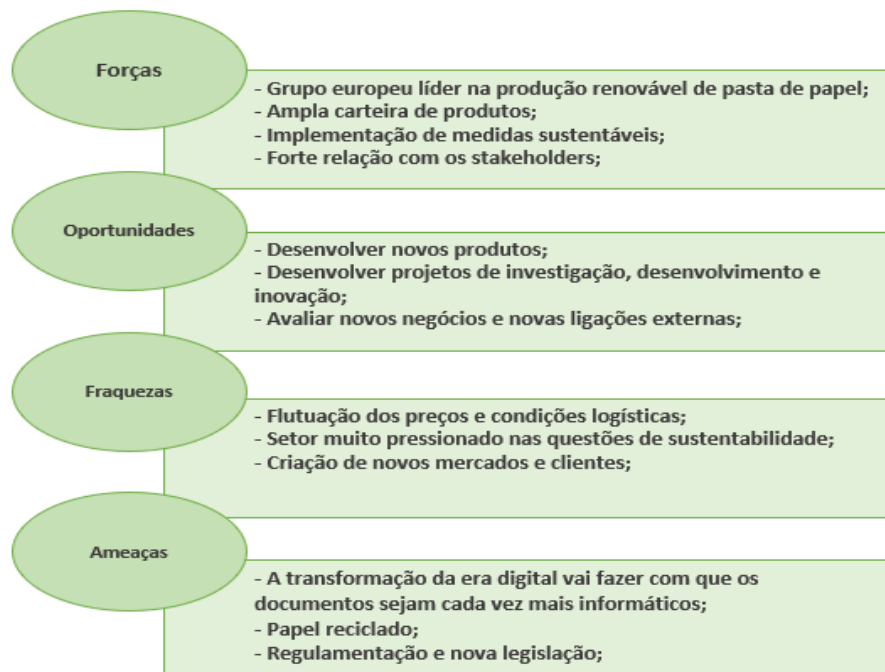


Stora Enso

Através de soluções sustentáveis é o segundo maior produtor de papel na Europa, as matérias-primas são recicláveis e livres de fosseis. O principal mercado onde opera é na Europa.



Análise SWOT



Cinco forças de Porter

Rivalidade entre concorrentes – Alta (4)

A indústria papelreira é muito competitiva, tendencialmente os consumidores procuram preços mais baixos e para isso as empresas são obrigadas a desenvolver processos eficientes de forma a diminuir os custos operacionais. Estão muito expostas as variações financeiras do mercado, provocando um maior risco, contudo a carteira de clientes normalmente já está criada e enraizada dentro da organização.

Poder de negociação com os fornecedores – Significativa (3)

A relação comercial existente entre a empresa e o fornecedor é essencial para que o produto final possa chegar ao cliente da melhor forma e ao melhor preço. Os fornecedores normalmente já se encontram integrados na empresa e conhecem a política interna, o que para determinadas situações é importante, nomeadamente na hora da decisão comercial de um produto e em circunstâncias instáveis do mercado.

Poder de negociação com os clientes – Significativa (3)

A qualidade dos produtos e o preço final são dois critérios bastante importantes no momento de angariação de um cliente. As empresas que



Figura 20 - Cinco Forças de Porter

operam na indústria de papel normalmente possuem uma carteira de clientes com uma dimensão de médio/grande porte. A força da marca, a diferença entre a oferta e a procura e a disponibilidade de diferentes tipos de produtos distinguem uma empresa e consequentemente decide se o cliente permanece ou não.

Ameaça de novas empresas concorrentes – Baixa (1)

As empresas do segmento de produção de pasta de papel já se encontram consolidadas no mercado há algum tempo. Apesar de ser um meio lucrativo, nos tempos que correm o início de um novo negócio neste ramo pode não ser economicamente viável, por um lado porque corremos para uma nova era mais digital e inovadora e por outro lado existe a dificuldade de obter os requisitos ambientais e certificações para trabalhar neste setor.

Ameaça de produtos substitutos – Significativa (2)

Com a transformação digital as empresas que operam no setor do papel devem procurar novos produtos para criação de valor acrescentado, as embalagens e os produtos de higiene podem ser alternativas.

O uso do papel não vai deixar de existir nos próximos anos, contudo, cada vez mais nas grandes empresas o uso do papel é repensado quer numa perspetiva de redução de custos, quer numa perspetiva de sustentabilidade.

Com a aplicação da nova legislação da faturação eletrónica em Portugal, as faturas de aquisição de bens e serviços podem passar a ser enviadas automaticamente por programas certificados de faturação. Existem empresas que cobram ao cliente final o custo de impressão e envio da fatura, num cliente com elevadas transações mensais este custo é dos primeiros a ser anulado, passando para faturas digitais.

6. Avaliação

A avaliação da Altri considera um período previsto de 5 anos, de 2022p a 2026p, em que todas as demonstrações financeiras foram estimadas.

Foram usados dois modelos de avaliação absoluta, o modelo principal utilizado foi o *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF) um método do Fluxo de Caixa Descontado usado para calcular o valor líquido da empresa e o segundo modelo utilizado para complementar o primeiro modelo foi o método do Desconto de Dividendos (DDM), mais concretamente o Modelo de Gordon.

O modelo de avaliação relativo escolhido foi o Modelo dos Múltiplos, com o objetivo de estimar o valor da empresa com base nas diferentes empresas do mercado.

Os preços alvos das ações apurados em cada um dos modelos foram bastante similares.

Projeções

A taxa de inflação dos últimos meses e o aumento das taxas de juro foram dois dos pressupostos tidos em atenção na estimação dos dados das demonstrações financeiras da empresa.

• Vendas e Serviços Prestados

Em 2021 a empresa conseguiu superar os valores pré-pandemia, entre 2016-2021 apresentou uma taxa de crescimento de vendas de 4,60%, contudo os próximos anos serão de desafio para recuperar os valores alcançados no ano de 2021.

Para apurar os rendimentos operacionais da empresa, foi feita uma separação por mercado interno e externo, o crescimento previsto e a proporção de rendimentos obtidos em diferentes países têm impacto no valor final.

As projeções dos valores das vendas foram calculadas com a média dos rendimentos obtidos nos últimos cinco anos, a esses valores foi incrementada uma taxa de crescimento com base em previsões macroeconómicas dos próximos anos, na zona euro e a nível mundial.

São considerados valores previsionais mais pessimistas de taxas de crescimento do que os reais apresentados pelas diversas instituições.

A escolha dos valores teve por base a incerteza a nível global do comportamento do mercado, o que se pretende é a obtenção de um resultado perto da realidade, de forma a não apresentar valores demasiado otimistas que possam desvirtuar o valor da ação.

Contudo poderá ser observado um comportamento inverso ao apresentado, uma vez que a empresa pretende nos próximos anos efetuar investimentos nas instalações fabris o que consequentemente poderá gerar um aumento da capacidade produtiva aliado a mais oferta de produto.

• Custo dos Produtos Vendidos

Os custos dos produtos vendidos, contêm as matérias-primas, mercadorias, produtos acabados e trabalhos em curso. Representam o maior montante de custos da empresa e foram calculados com recurso às vendas, uma vez que estão diretamente relacionados. A percentagem obtida na divisão dos custos com as vendas devolveu a média dos últimos cinco anos.

Entre 2017-2021 a média foi de 40,47%, os anos de 2020 e 2021, apresentaram um valor superior aos anos de 2017-20219. Os valores estimados para período de 2022-2026 rondarão os 44%, valor projetado tendo em conta a inflação do mercado.

• CAPEX

O CAPEX representa o montante de investimento que uma empresa pretende gastar na aquisição de bens de capital e melhoramento de instalações.

A Altri tem traçado nos seus projetos futuros um conjunto de investimentos. Ampliação e melhoramento das instalações para um futuro mais sustentável, construção de uma nova unidade fabril em Espanha, e projetos de desenvolvimento e I&D.

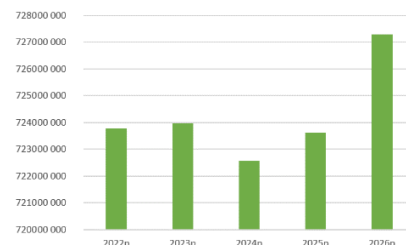


Figura 21 – Evolução Vendas Previsionais

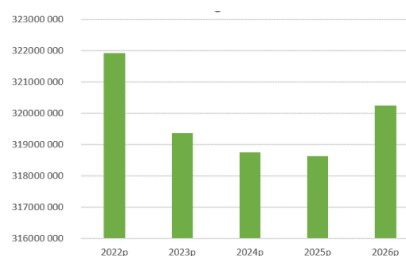


Figura 22 - Evolução Custo das Vendas Previsionais

A estimativa do valor de investimento para os próximos anos foi calculada tendo em conta o investimento realizado nos últimos cinco anos que superou os 322 milhões de euros, com uma média face as vendas de 9%. A taxa de imputação para os próximos anos foi fixada em 10% de forma a balancear os investimentos adicionais.

- **Depreciações e Amortizações**

Os ativos fixos tangíveis e intangíveis da empresa foram calculados com base na continuação da proporção de aquisições efetuadas no ano de 2021.

Apesar de serem feitos novos investimentos, pressupomos que sejam investimentos em curso e que não afetem as depreciações.

As depreciações e amortizações representam o custo com o desgaste natural e manual dos ativos.

Neste sentido foi fixado para os próximos anos uma taxa de amortização para os ativos intangíveis igual ao ano de 2021, por serem ativos em desenvolvimento ou elementos de propriedade industrial e uma taxa de depreciação média para os restantes ativos de 12,50%.

- **Necessidades de Fundo Maneio**

As necessidades de fundo de maneio são a soma das rubricas do ativo corrente, existências e clientes com a subtração das rubricas do passivo corrente fornecedores e impostos sobre o rendimento. As vendas foram o pressuposto utilizado para estimar os valores dos próximos anos (Anexo 10).

Fluxo de Caixa Descontado da Empresa

Como referido anteriormente o modelo utilizado para calcular os fluxos de caixa descontados da empresa foi o modelo FCFF, pressupõe que o valor atual e futuro dos fluxos de caixa sejam atualizados a uma taxa de desconto que reflita o custo associado aos mesmos.

O preço alvo obtido é de 6,27€ por ação, apresentando uma recomendação de manter a ação com um potencial de 11,72% face ao preço da ação a 31 de dezembro de 2021 de 5,61€ (Tabela 4).

O modelo mais utilizado para calcular a taxa de desconto é o Custo Médio Ponderado do Capital Próprio (*Weighted Average Cost of Capital (WACC)*).

$$WACC_t = k_e \times \frac{E}{E+D} + k_d \times (1 - T) \times \frac{D}{E+D}$$

O custo do capital próprio foi estimado segundo o modelo *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. A taxa média obtida para os anos de 2022p-2026p foi de 4,91% (Tabela 3).

O CAPM corresponde à taxa de rentabilidade exigida pelos investidores como uma compensação pelo risco de mercado ao qual estão expostos. Toma em consideração a sensibilidade de um ativo ao risco sistemático (β), o retorno esperado de um ativo sem risco (R_f) e o retorno esperado do mercado (R_m).

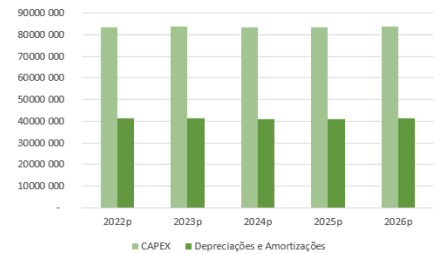


Figura 23 - CAPEX vs. Depreciações

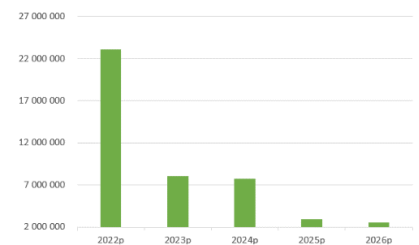


Figura 24 - Variação NFM Previsionais

O risco sistemático foi estimado via regressão linear com base no histórico do preço das ações da Altri e do PSI 20 (Anexo 11).

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

	Valor:	Pressupostos:
Rendibilidade de um ativo sem risco (R_f)	0,47%	Taxa de retorno das obrigações portuguesas do tesouro a 10 anos. (Base de dados: World Government Bonds)
Risco sistemático (β)	1,22	Estimado via regressão linear com base nas ações entre os anos 2017 a 2021. Fonte: Yahoo Finance. (Anexo 11)
Retorno esperado do mercado	5,17%	Dados Damodaran "Country Default Spreads and Risks Premiums". (Anexo 9)
Custo do Capital Próprio (K_e)	6,78%	

Tabela 2 – Custo do Capital Próprio

Para calcular o custo do capital alheio estimou-se a percentagem entre os gastos financeiros líquidos pelo valor da dívida financeira externa de curto prazo e longo prazo.

	WACC	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	
R_f		0,47%	0,47%	0,47%	0,47%	0,47%	
β		1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	
MRP		6,22%	6,22%	6,22%	6,22%	6,22%	
CRP		1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	
K_e		6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	
K_d		5,73%	5,58%	5,64%	5,70%	5,76%	
Taxa de imposto		25%	25%	25%	25%	25%	
K_d (depois de impostos)		4,30%	4,19%	4,23%	4,27%	4,32%	
CP/Ativo		24,74%	25,52%	25,85%	26,14%	26,36%	
Passivo/Ativo		75,26%	74,48%	74,15%	73,86%	73,64%	
		4,91%	4,85%	4,89%	4,93%	4,97%	4,91%

Tabela 3 – WACC

Para estimar a taxa de crescimento (g) a longo prazo foram testados dois métodos. O primeiro método testado foi o modelo Prat, no qual se obteve uma taxa de crescimento de 8,18%, o resultado obtido não é considerado um valor razoável para a taxa de crescimento, apresenta um elevado valor. O segundo método testado foi o modelo de crescimento estável que considerou a taxa de reinvestimento e o ROE da Altri, neste caso foi obtido um valor de 10,43% (Anexo 7).

Ambas as abordagens não consideram um valor razoável para a taxa de crescimento, assumimos desta forma uma taxa de crescimento de 1,5%, valor que se mantém entre a taxa de inflação histórica (o ano de 2022 não foi considerado) e a taxa de crescimento médio do PIB.

Encontram-se de seguida apresentados os pressupostos de cálculo dos fluxos de caixa futuros:

	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	Perpetuidade
EBIT x (1 - Taxa de imposto)	88 033 283	91 527 536	91 350 583	92 254 573	92 722 992	
(+) Depreciações	41 188 044	41 198 261	41 118 611	41 178 348	41 387 430	
(-) CAPEX	-83 593 153	-83 742 049	-83 580 148	-83 569 237	-83 993 556	
(-) Variações NFM	-23 071 181	-8 018 065	-7 749 835	-2 924 576	-2 533 683	
FCFF	22 556 994	40 965 683	41 139 211	46 939 108	47 583 182	1 416 941 472

Tabela 4 – Fluxo de Caixa Futuros

O valor terminal é um fator crucial que determina o valor de uma empresa na perpetuidade, para calcular o valor foi assumido o seguinte pressuposto:

$$Valor da Perpetuidade = \frac{FCFF_{2026} \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Todos os fluxos de caixa foram descontados conforme taxa e período indicados, obtendo o preço alvo da ação da Altri.

	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	Perpetuidade
Nº de períodos	1	2	3	4	5	5
Taxa de desconto	1,049	1,101	1,155	1,211	1,271	1,271
Valor dos FCFF	21 501 581	37 221 902	35 630 630	38 751 772	37 445 479	1 115 058 938
Taxa crescimento	1,50%					
WACC	4,91%					
Valor da empresa	1 285 610 303					
Nº de ações	205 131 672					
Preço Alvo	6,27 €					
Valor a 31/12	5,61 €					
Valorização	11,72%					

Tabela 5 – Preço-Alvo Modelo FCFF

Modelo do Desconto de Dividendos

Para complementar a avaliação, o segundo método utilizado foi o Modelo de Desconto dos Dividendos que valoriza o preço das ações com base no pressuposto que o preço alvo é igual à soma de todos os pagamentos futuros de dividendos descontados a uma taxa apropriada para refletir o risco.

O modelo utilizado para estimar o valor da ação da Altri foi o modelo de Gordon, usado para avaliar ações de empresas que se encontram num estado estacionário. Observando os dados históricos da empresa, com exceção do ano de 2018 e de 2020, o pagamento de dividendos mantém valores constantes. Com o modelo DDM obtemos um preço alvo de 5,88€ por ação, que representa um potencial de 4,75%, mantendo a recomendação do modelo FCFF (Tabela 5).

$$Valor da ação = \frac{DPA_1}{K_e - g}$$

No modelo DDM assumimos uma taxa de crescimento de 2,42%, com base na média do valor de mercado histórico da empresa (Anexo 8).

$$G = \frac{(VM_t - VM_{t-1})}{VM_{t-1}}$$

	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Resultado Líquido do Período	86 595 029	90 627 407	90 452 194	91 474 484	91 938 941
Dividendos	51 731 263	54 140 177	54 035 506	54 646 215	54 923 679
Rácio de Pagamento	59,74%	59,74%	59,74%	59,74%	59,74%
Dividendo por Ação	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27
Custo do Capital Próprio (K_e)	6,78%				
Taxa de crescimento (G)	2,42%				
Preço Alvo	5,88 €				
Valor a 31/12	5,61 €				
Valorização	4,75%				

Tabela 6 – Preço-Alvo Modelo DDM

Modelo dos Múltiplos

A avaliação relativa teve por base o grupo de empresas do mesmo setor de atividade descritas anteriormente. Para esta abordagem o preço alvo da ação foi calculado através do rácio EV/Receita e P/B, principal rácio usado na indústria.

O preço alvo utilizando o EV/Receita foi de 5,99€ com uma média de pares de 2,10x, a ação teve uma valorização de 6,73%.

O preço alvo obtido com o Price/Book foi de 6,79€ com uma média de 1,93x e uma valorização de 21,03%.

Empresa	Sede	Ticker	Capitalização (EUR)	EV/Receita	P/BV
UPM	Finlândia	UPM.HE	15 557 062 422	1,80	1,80
Navigator	Portugal	NVG.LS	2 723 831 154	2,10	2,30
Stora Enso	Espanha	STERV.HE	11 987 023 802	1,50	1,30
			Média	2,10	1,93
			Mediana	1,95	2,05

Tabela 9 – Capitalização de Mercado, Dados EV/Receita, P/BV

Fonte: Yahoo Finance

P/BV	
Book value da empresa	3,53
Média das empresas	1,93
Preço Alvo	6,79 €
Valor a 31/12	5,61 €
Valorização	21,03%

Tabela 7 – Preço-Alvo Modelo P/BV

EV/Receita	
Receita	785 217 325
Médias das empresas	2,1
EV Médio	1 648 956 383
(-) Dívida Financeira	659 714 527
(+) Caixa e equivalentes	238 937 382
	1 228 179 238
Preço Alvo	5,99 €
Valor a 31/12	5,61 €
Valorização	6,73%

Tabela 8 – Preço-Alvo Modelo EV/Receita

7. Análise financeira

Os rácios financeiros são instrumentos de apoio na análise e comparação do desempenho económico e financeiro das empresas ao longo da sua evolução. Através das principais demonstrações financeiras Balanço, Demonstração dos Resultados e Demonstração dos Fluxos de Caixa, encontra-se de seguida uma análise dos principais rácios calculados com dados históricos e perspetivas futuras (Anexo 6).

Liquidez

Os índices de liquidez são normalmente usados numa perspetiva de avaliação à solidez financeira de uma empresa em cumprir as suas obrigações a curto prazo.

No período entre 2017-2021 é visível que a empresa não apresenta problemas de liquidez. A liquidez geral por ser um rácio mais abrangente apresenta uma média de valores superior à média dos rácios de liquidez imediata e reduzida. Nos próximos anos não é expectável que a empresa tenha problemas a nível de liquidez uma vez que a empresa irá seguir os mesmos pressupostos que até ao ano de 2021 tem vindo a seguir.

Rentabilidade

A rentabilidade financeira é uma métrica utilizada para medir e avaliar a capacidade de uma empresa gerar lucro e criar valor para os acionistas. Ao analisar o ano de 2020 é perceptível a quebra de rentabilidade que a empresa teve dado as circunstâncias económicas vividas nesse ano, contudo em 2021 existe uma recuperação, chegando a valores quase a níveis pré-pandemia.

Estima-se que o ROE entre 2022-2026 mantenha os níveis de rentabilidade atingindo uma média de 15,90%, um rácio superior a 15% poderá dar aos investidores uma posição mais segura do seu investimento.

A margem bruta da empresa será estável, no ano de 2022 apresenta um valor de 59% nos restantes anos haverá um decréscimo que irá estabilizar nos 55%. Nos anos seguintes os níveis de gerais de rentabilidade serão inferiores aos valores históricos, todavia irão ser superiores aos valores do ano de 2020.

Endividamento

A alavancagem financeira oferece benefícios fiscais às empresas, porém é necessário ter em conta os riscos associados e analisar os valores para não ultrapassar o limiar ótimo de endividamento e manter uma estrutura de capital equilibrada.

O rácio debt-to-equity em 2021 teve um aumento em relação aos anos anteriores uma vez que houve contração de novos empréstimos bancários e emissão de empréstimos obrigacionistas. Em 2022 serão liquidados totalmente alguns dos empréstimos contraídos, que consequentemente provocará uma diminuição do rácio nesse ano e nos anos subsequentes.

Eficiência

A eficiência mede o tempo que uma empresa leva a cumprir determinado objetivo ou parte dos seus segmentos operacionais.

Os três indicadores utilizados para calcular a eficiência do grupo, ao longo dos cinco anos históricos registam valores muito aproximados.

Para assegurar uma gestão eficiente do cumprimento das obrigações para com terceiros, o prazo médio de pagamentos é superior ao prazo médio de recebimentos.

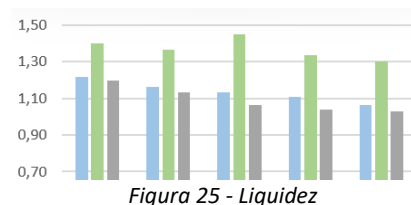


Figura 25 - Liquidez

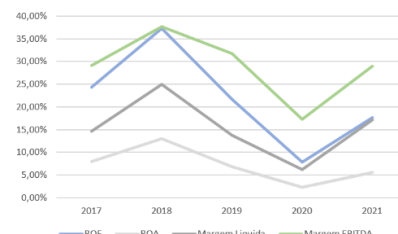


Figura 26 - Rentabilidade

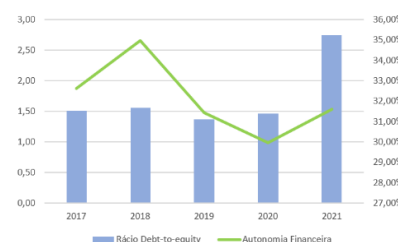


Figura 27 - Endividamento

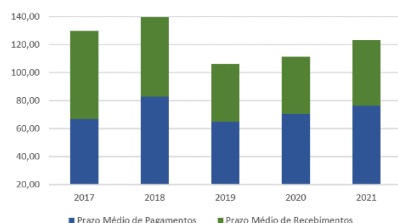


Figura 28 - Eficiência

8. Risco de Investimento

Risco Financeiro – Crescimento económico (RF1)

Segundo o último relatório World Economic Outlook realizado pelo FMI, a previsão base é que o crescimento abrande de 6,1% para 3,2%, as perspetivas e os riscos associados são esmagadoramente inclinados para o lado negativo. A pandemia veio retroceder a economia e a guerra na Ucrânia pode levar a sucessivas paragens das importações de gás da Rússia. Consequentemente a inflação vai aumentar e o poder de compra vai baixar. A recessão que se irá sentir nos próximos anos, é um risco elevado para a empresa.

Risco Financeiro – Aumento das taxas de juro (RF2)

As taxas de juro no âmbito empresarial são um benefício fiscal, contudo o aumento fixado pelo Banco Central Europeu poderá afetar de uma forma negativa os resultados desejados. A nível geral o aumento das taxas de juro, diminui o poder de compra dos consumidores.

Risco Financeiro – Volatilidade dos preços, Taxas de câmbio (RF3)

A Europa é o principal mercado de exploração da atividade económica desenvolvida pela empresa, contudo também exporta para países terceiros, o risco do câmbio deve ser uma variável a ter em consideração, os preços de mercado da pasta de papel são normalmente fixados em dólares.

Risco Operacional – Custos operacionais e aumento das taxas de inflação (RO1)

A inflação vai provocar um aumento nos custos operacionais da empresa e consequentemente afetar negativamente o resultado financeiro da empresa. As condições logísticas viram-se completamente alteradas desde a pandemia e a guerra na Ucrânia continua a provocar impacto, refletindo também um aumento do custo no transporte das mercadorias.

Risco Operacional – Produtos novos (RO2)

A evolução industrial e a transformação digital, trazem ao mercado todos os anos produtos novos. Com a preocupação e necessidade de ter um pensamento mais sustentável, as empresas têm apostado cada vez mais na criação de novos produtos, muitas das vezes baseados em materiais recicláveis. A empresa deverá ter em consideração a criação de novos produtos desenvolvidos no mercado, para não ficar estagnada e longe das principais empresas concorrentes.

Risco Legal e Regulamentar – Carga fiscal (RLR1)

A carga fiscal em Portugal é excessivamente elevada, com uma taxa máxima de imposto de 21% acresce a maior parte das vezes valores a pagar de Derramas o que perfaz uma taxa de tributação a pagar ao estado de 25% excluindo os restantes impostos ao cargo da empresa. O regime fiscal aplicável

Probabilidade	Impacto		
	1	2	3
1		RO2 RLR2	
2		RLR1 RLR3	RF3
3		RF2	RF1 RO1

Figura 29 - Matriz de Risco

não é de todo favorável no incentivo de novos investimentos e na criação de postos de trabalho.

Risco Legal e Regulamentar – Nova regulamentação (RLR2)

A empresa deverá estar constantemente atualizada sobre a nova legislação que surge nos diversos temas. O facto de atuar na Europa e em países terceiros encontra-se mais exposta ao risco de desconhecimento de nova legislação externa, que pode prejudicar algumas transações efetuadas.

Risco Legal e Regulamentar – Regulamentação ESG (RLR3)

As preocupações a nível ambiental, social e governamental têm levado cada vez mais à atualização de legislação já existente e à nova criação, de forma a combater e a reduzir os problemas relacionados com esses tópicos. A principal atividade de exploração da empresa opera no meio industrial e como tal deverá estar ciente da legislação aplicável e o risco associado à mesma.

9. Análise de Risco

Análise de Sensibilidade

Para as variáveis WACC e taxa de crescimento foi estudado uma análise de sensibilidade. Caso ambas as variáveis tivessem um aumento de 0,50 pontos percentuais, haveria uma quebra de 1,86% no valor da ação, verifica-se uma situação oposta se existir uma diminuição de 0,50 pontos percentuais.

	6,27	Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)						
		1,00%	1,25%	1,38%	1,50%	1,63%	1,75%	2,00%
WACC	4,43%	6,38	6,83	7,09	7,36	7,67	8,00	8,76
	4,68%	5,94	6,32	6,54	6,77	7,02	7,30	7,92
	4,81%	5,74	6,10	6,30	6,52	6,75	7,00	7,57
	4,93%	5,55	5,88	6,07	6,27	6,48	6,71	7,23
	5,43%	5,38	5,69	5,86	6,05	6,25	6,46	6,94
	5,18%	5,20	5,50	5,66	5,83	6,01	6,21	6,65
	5,06%	4,90	5,16	5,30	5,45	5,60	5,77	6,15

	6,27	Taxa de Crescimento na Perpetuidade (g)						
		1,00%	1,25%	1,38%	1,50%	1,63%	1,75%	2,00%
WACC	4,43%	1,82%	9,04%	13,10%	17,51%	22,32%	27,57%	39,72%
	4,68%	-5,30%	0,88%	4,32%	8,04%	12,06%	16,43%	26,39%
	4,81%	-8,38%	-2,62%	0,57%	4,01%	7,71%	11,73%	20,84%
	4,93%	-11,50%	-6,16%	-3,21%	0,0%	3,37%	7,04%	15,35%
	5,43%	-14,21%	-9,22%	-6,46%	-3,52%	-0,35%	3,05%	10,70%
	5,18%	-16,96%	-12,31%	-9,75%	-7,02%	-4,10%	-0,96%	6,06%
	5,06%	-21,80%	-17,71%	-15,48%	-13,11%	-10,57%	-7,87%	-1,86%

Figura 30 – Análise de Sensibilidade

Simulação Monte Carlo

Foi realizada uma simulação de Monte Carlo com 1000 ensaios, assumindo uma distribuição triangular das variáveis de taxa de crescimento (g) e do Custo Médio Ponderado do Capital Próprio (WACC), assumindo que estas variáveis são as que causam mais impacto no preço-alvo.

Os resultados mostram um preço médio de 6,32 euros/ação em comparação com os 6,27 euros/ação obtidos. A simulação mostra um preço-alvo superior ao obtido no modelo FCFF o que representa uma valorização de 12,66% face ao valor da ação a 31 de dezembro de 2021. O resultado obtido leva a manter a nossa recomendação de manter a ação.

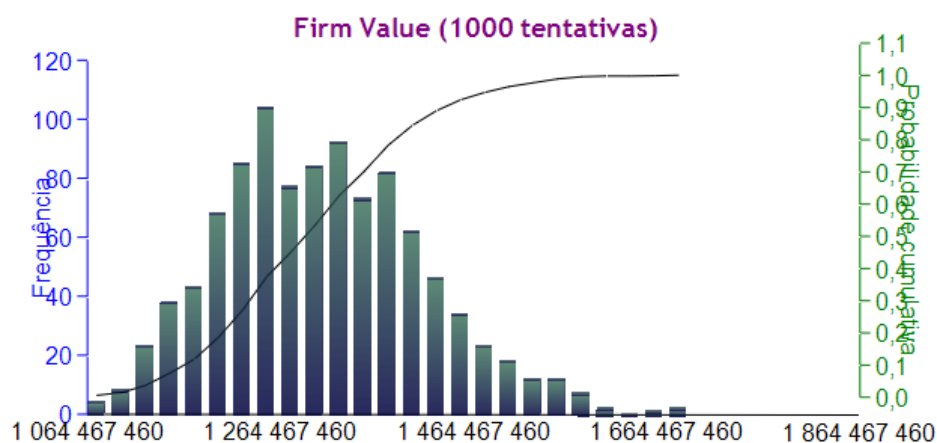


Figura 31 - Simulação Monte Carlo

10. Bibliográficas

Altri, SGPS, S.A. (2016-2021), Relatórios Anuais.

Boletim Económico Banco de Portugal Eurosistema, Junho 2022 (Online).

Disponível em:

https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_jun2022_p.pdf

ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2022 (Online).

Disponível:

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202209_ecbstaff~3eafaaee1a.en.html

Pacheco L., Lobão j., Madaleno M., Soares V., Tavares F. (2021). *Avaliação de Empresas*. Lisboa: Edição Sílabo.

Pinto J. E. CFA, Henry E. CFA, Robinson T.R. CFA, Stowe J.D. CFA (2007). *Equity Asset Valuation*. Printed in the United States of America.

World Economic Outlook Update, Gloomy and More Uncertain, July 2022 (Online).

Disponível em:

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

World Bank, 2022, Global Economic Prospects, June 2022. Global Economic Prospects; Washington, DC: World Bank. (Online).

Disponível em:

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/37224/Global-Economic-Prospects-June-2022-Global-Outlook.pdf>

11. Anexos

Anexo 1: Balanço Patrimonial

(Montantes Expressos em Euros)

Balanço Patrimonial	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
ATIVO										
Ativo Não Corrente										
Propriedades de investimento	113 310	113 310	113 310	82 131	24 169	24 169	24 169	24 169	24 169	24 169
Fixos tangíveis	491 363 974	653 983 476	729 381 202	694 591 756	511 339 473	493 269 650	493 392 004	492 438 112	493 153 531	495 657 496
Intangíveis	266 550 636	320 815 757	317 673 644	317 832 677	265 998 241	265 992 866	265 992 956	265 992 256	265 992 781	265 994 618
Investimentos	27 946 341	2 253 226	965 459	1 035 730	1 075 698	1 139 303	1 253 233	1 378 557	1 516 412	1 668 054
Outros ativos não correntes	3 210 260	3 210 260	3 210 260	3 210 260	3 210 260	3 210 260	3 210 260	3 210 260	3 210 260	3 210 260
Instrumentos financeiros derivados	-	-	-	-	163 618	163 618	163 618	163 618	163 618	163 618
Ativos por impostos diferidos	37 776 892	36 183 398	33 501 991	27 757 056	16 813 768	15 489 030	15 492 872	15 462 919	15 485 384	15 564 010
Total	826 961 413	1 016 559 427	1 084 845 866	1 044 509 610	798 625 227	779 288 896	779 529 112	778 669 891	779 546 155	782 282 225
Ativo Corrente										
Inventários	50 728 047	70 096 250	85 965 748	75 454 614	82 821 010	83 268 535	82 607 112	83 084 899	82 415 686	82 834 148
Clientes	113 284 683	120 825 225	83 738 646	64 149 699	100 495 090	98 854 931	99 603 417	99 410 850	98 831 659	99 333 473
Ativos associados a contratos com clientes	-	8 018 340	7 365 847	7 476 825	-	-	-	-	-	-
Outras dívidas de terceiros	15 442 487	25 079 689	18 317 337	9 691 305	17 364 991	17 370 875	17 375 183	17 341 591	17 366 785	17 454 964
Imposto sobre o rendimento	2 298 073	3 702 509	12 658 843	17 160 243	3 361 653	3 112 282	3 113 054	3 107 035	3 111 549	3 127 348
Outros ativos correntes	2 870 207	7 043 093	6 657 394	5 649 993	7 716 549	6 118 086	6 119 603	6 107 772	6 116 645	6 147 702
Instrumentos financeiros derivados	4 903 860	98 873	1 557 085	7 313 870	1 130 725	1 013 301	2 019 661	2 015 756	2 018 685	2 028 935
Caixa e equivalentes de caixa	193 599 737	240 765 868	181 343 914	254 568 719	238 937 382	209 094 783	209 146 648	231 805 460	232 142 229	233 320 921
Total	383 127 094	475 629 847	397 604 814	441 465 268	451 827 400	418 832 791	419 984 679	442 873 364	442 003 239	444 247 492
Grupo de ativos classificados como detidos para distribuição aos acionistas	-	-	-	-	1 039 610 758	821 359 906	773 488 032	723 028 449	706 856 067	695 362 120
Total Ativo	1 210 088 507	1 492 189 274	1 482 450 680	1 485 974 878	2 290 063 385	2 019 481 593	1 973 001 823	1 944 571 703	1 928 405 461	1 921 891 837
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO										
Capital Próprio										
Capital social	25 641 459	25 641 459	25 641 459	25 641 459	25 641 459	25 641 459	25 641 459	25 641 459	25 641 459	25 641 459
Reserva legal	5 128 292	5 128 292	5 128 292	5 128 292	5 128 292	5 128 292	5 128 292	5 128 292	5 128 292	5 128 292
Reserva de cobertura	-	-	2 493 790	3 515 384	2 364 102	2 364 102	2 364 102	2 364 102	2 364 102	2 364 102
Outras reservas	267 729 157	296 330 045	336 927 499	376 043 942	393 895 052	349 062 701	349 149 285	348 474 262	348 980 529	350 752 463
Montantes reconhecidos em outro rendimento integral e acumulado em capital próprio relacionado com grupo de ativos classificados como detidos para distribuição aos acionistas	-	-	-	-	7 833 846	4 708 770	4 928 038	4 918 510	4 974 099	4 999 355

Resultado líquido consolidado do período	96 068 168	194 497 353	100 826 022	34 977 248	127 799 449	76 817 719	80 394 808	80 239 378	81 146 242	81 558 259
Capital próprio atribuído aos acionistas da Empresa-Mãe	394 567 076	521 597 149	466 029 482	445 306 325	542 266 304	449 577 299	453 021 703	452 200 778	453 558 321	455 717 015
Interesses que não controlam	-	-	13 453	14 584	181 273 579	50 127 869	50 511 920	50 420 387	50 571 753	50 812 447
Total	394 567 076	521 597 149	466 042 935	445 320 909	723 539 883	499 705 168	503 533 623	502 621 165	504 130 074	506 529 462
Passivo Não Corrente										
Empréstimos bancários	496 549 677	546 116 961	659 599 140	628 321 690	523 366 175	525 189 800	518 080 411	517 078 789	517 830 006	520 459 265
Outros passivos não correntes	14 627 018	16 411 963	14 448 082	10 487 366	6 724 855	6 224 563	6 226 107	6 214 070	6 223 098	6 254 696
Passivos por impostos diferidos	23 003 709	41 427 492	44 894 324	48 071 097	32 150 741	39 809 520	39 819 394	39 742 410	39 800 148	40 002 232
Responsabilidades por pensões	2 771 471	3 774 864	4 768 530	5 180 204	3 271 159	4 176 830	4 177 866	4 169 789	4 175 847	4 197 050
Provisões	5 025 260	14 390 330	17 307 171	16 689 458	4 082 239	3 763 689	3 764 623	3 757 345	3 762 803	3 781 909
Instrumentos financeiros derivados	-	-	919 120	1 053 386	540 350	915 236	915 463	913 693	915 020	919 666
Total	541 977 135	622 121 610	741 936 367	709 803 201	570 135 519	580 079 638	572 983 865	571 876 096	572 706 923	575 614 817
Passivo Corrente										
Empréstimos bancários	104 168 783	140 859 120	121 196 062	183 441 646	136 348 352	122 743 435	108 294 561	100 859 529	93 769 898	86 973 109
Fornecedores	95 373 275	123 710 486	102 377 748	104 104 493	134 741 292	119 229 945	112 743 826	104 577 625	101 111 476	97 988 414
Passivos associados a contratos com clientes	-	5 670 445	3 568 671	3 641 936	5 347 173	4 590 590	4 591 728	4 582 851	4 589 509	4 612 812
Outras dívidas a terceiros	24 056 514	29 391 301	20 505 050	13 394 102	16 626 218	21 295 815	21 301 098	21 259 915	21 290 802	21 398 905
Imposto sobre o rendimento	7 740 745	25 228 590	4 125 532	4 705 554	21 049 389	12 296 921	10 852 039	11 553 625	10 846 794	12 356 449
Outros passivos correntes	40 398 914	20 677 215	20 817 950	21 200 376	30 050 829	27 806 785	27 813 682	27 759 909	27 800 239	27 941 394
Instrumentos financeiros derivados	1 806 065	2 933 358	1 880 365	362 661	3 099 150	1 978 459	1 978 950	1 975 124	1 977 994	1 988 037
Total	273 544 296	348 470 515	274 471 378	330 850 768	347 262 403	309 941 950	287 575 885	272 568 578	261 386 712	253 259 119
Passivos diretamente associados ao grupo de ativos classificados como detidos para distribuição aos acionistas	-	-	-	-	649 125 580	629 754 837	608 908 450	597 505 865	590 181 753	586 488 438
Total Passivo	815 521 431	970 592 125	1 016 407 745	1 040 653 969	1 566 523 502	1 519 776 425	1 469 468 199	1 441 950 538	1 424 275 387	1 415 362 375
Total Capital Próprio e Passivo	1 210 088 507	1 492 189 274	1 482 450 680	1 485 974 878	2 290 063 385	2 019 481 593	1 973 001 822	1 944 571 703	1 928 405 461	1 921 891 837

Anexo 2: Balanço Patrimonial em Base Comum

Balanço Patrimonial (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
ATIVO										
Ativo Não Corrente										
Propriedades de investimento	0,009%	0,008%	0,008%	0,006%	0,001%	0,001%	0,001%	0,001%	0,001%	0,001%
Fixos tangíveis	40,606%	43,827%	49,201%	46,743%	22,329%	24,426%	25,007%	25,324%	25,573%	25,790%
Intangíveis	22,027%	21,500%	21,429%	21,389%	11,615%	13,171%	13,482%	13,679%	13,793%	13,840%
Investimentos	2,309%	0,151%	0,065%	0,070%	0,047%	0,056%	0,064%	0,071%	0,079%	0,087%
Outros ativos não correntes	0,265%	0,215%	0,217%	0,216%	0,140%	0,159%	0,163%	0,165%	0,166%	0,167%
Instrumentos financeiros derivados	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,007%	0,008%	0,008%	0,008%	0,008%	0,009%
Ativos por impostos diferidos	3,122%	2,425%	2,260%	1,868%	0,734%	0,767%	0,785%	0,795%	0,803%	0,810%
Total	68,339%	68,125%	73,179%	70,291%	34,873%	38,589%	39,510%	40,043%	40,424%	40,704%
Ativo Corrente										
Inventários	4,192%	4,698%	5,799%	5,078%	3,617%	4,123%	4,187%	4,273%	4,274%	4,310%
Clientes	9,362%	8,097%	5,649%	4,317%	4,388%	4,895%	5,048%	5,112%	5,125%	5,169%
Ativos associados a contratos com clientes	0,000%	0,537%	0,497%	0,503%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
Outras dívidas de terceiros	1,276%	1,681%	1,236%	0,652%	0,758%	0,860%	0,881%	0,892%	0,901%	0,908%
Imposto sobre o rendimento	0,190%	0,248%	0,854%	1,155%	0,147%	0,154%	0,158%	0,160%	0,161%	0,163%
Outros ativos correntes	0,237%	0,472%	0,449%	0,380%	0,337%	0,303%	0,310%	0,314%	0,317%	0,320%
Instrumentos financeiros derivados	0,405%	0,007%	0,105%	0,492%	0,049%	0,050%	0,102%	0,104%	0,105%	0,106%
Caixa e equivalentes de caixa	15,999%	16,135%	12,233%	17,131%	10,434%	10,354%	10,600%	11,921%	12,038%	12,140%
Total	31,661%	31,875%	26,821%	29,709%	19,730%	20,740%	21,287%	22,775%	22,921%	23,115%
Grupo de ativos classificados como detidos para distribuição aos acionistas	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	45,397%	40,672%	39,204%	37,182%	36,655%	36,181%
Total Ativo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO										
Capital Próprio										
Capital social	2,119%	1,718%	1,730%	1,726%	1,120%	1,270%	1,300%	1,319%	1,330%	1,334%
Reserva legal	0,424%	0,344%	0,346%	0,345%	0,224%	0,254%	0,260%	0,264%	0,266%	0,267%
Reserva de cobertura	0,000%	0,000%	-0,168%	0,237%	-0,103%	-0,117%	-0,120%	-0,122%	-0,123%	-0,123%
Outras reservas	22,125%	19,859%	22,728%	25,306%	17,200%	17,285%	17,696%	17,920%	18,097%	18,250%
Montantes reconhecidos em outro rendimento integral e acumulado em capital próprio relacionado com grupo de ativos classificados como detidos para distribuição aos acionistas	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	-0,342%	-0,233%	-0,250%	-0,253%	-0,258%	-0,260%

Resultado líquido consolidado do período	7,939%	13,034%	6,801%	2,354%	5,581%	3,804%	4,075%	4,126%	4,208%	4,244%
Capital próprio atribuído aos acionistas da Empresa-Mãe	32,606%	34,955%	31,436%	29,967%	23,679%	22,262%	22,961%	23,255%	23,520%	23,712%
Interesses que não controlam	0,000%	0,000%	0,001%	0,001%	7,916%	2,482%	2,560%	2,593%	2,622%	2,644%
Total	32,606%	34,955%	31,437%	29,968%	31,595%	24,744%	25,521%	25,847%	26,142%	26,356%
Passivo Não Corrente										
Empréstimos bancários	41,034%	36,598%	44,203%	42,283%	22,854%	26,006%	26,258%	26,591%	26,853%	27,081%
Outros passivos não correntes	1,209%	1,100%	0,968%	0,706%	0,294%	0,308%	0,316%	0,320%	0,323%	0,325%
Passivos por impostos diferidos	1,901%	2,776%	3,009%	3,235%	1,404%	1,971%	2,018%	2,044%	2,064%	2,081%
Responsabilidades por pensões	0,229%	0,253%	0,320%	0,349%	0,143%	0,207%	0,212%	0,214%	0,217%	0,218%
Provisões	0,415%	0,964%	1,160%	1,123%	0,178%	0,186%	0,191%	0,193%	0,195%	0,197%
Instrumentos financeiros derivados	0,000%	0,000%	0,062%	0,071%	0,024%	0,045%	0,046%	0,047%	0,047%	0,048%
Total	44,788%	41,692%	49,721%	47,767%	24,896%	28,724%	29,041%	29,409%	29,698%	29,950%
Passivo Corrente										
Empréstimos bancários	8,608%	9,440%	8,175%	12,345%	5,954%	6,078%	5,489%	5,187%	4,863%	4,525%
Fornecedores	7,882%	8,291%	6,906%	7,006%	5,884%	5,904%	5,714%	5,378%	5,243%	5,099%
Passivos associados a contratos com clientes	0,000%	0,380%	0,241%	0,245%	0,233%	0,227%	0,233%	0,236%	0,238%	0,240%
Outras dívidas a terceiros	1,988%	1,970%	1,383%	0,901%	0,726%	1,055%	1,080%	1,093%	1,104%	1,113%
Imposto sobre o rendimento	0,640%	1,691%	0,278%	0,317%	0,919%	0,609%	0,550%	0,594%	0,562%	0,643%
Outros passivos correntes	3,339%	1,386%	1,404%	1,427%	1,312%	1,377%	1,410%	1,428%	1,442%	1,454%
Instrumentos financeiros derivados	0,149%	0,197%	0,127%	0,024%	0,135%	0,098%	0,100%	0,102%	0,103%	0,103%
Total	22,605%	23,353%	18,515%	22,265%	15,164%	15,348%	14,576%	14,017%	13,555%	13,178%
Passivos diretamente associados ao grupo de ativos classificados como detidos para distribuição aos acionistas	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	28,345%	31,184%	30,862%	30,727%	30,605%	30,516%
Total Passivo	67,394%	65,045%	68,236%	70,032%	68,405%	75,256%	74,479%	74,153%	73,858%	73,644%
Total Capital Próprio e Passivo	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Anexo 3: Demonstração dos Resultados

(Montantes Expressos em Euros)

Demonstração de Resultados	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026
Venda de Bens e/ou Serviços	656 055 160	777 610 801	735 535 632	567 622 823	785 217 325	723 786 439	723 965 972	722 566 303	723 616 055	727 290 184
Custo das Vendas e/ou dos Serviços	- 257 011 270	- 255 518 399	- 285 622 783	- 286 948 657	- 321 425 367	- 321 921 281	- 319 364 181	- 318 746 743	- 318 624 115	- 320 241 915
Resultado Bruto	399 043 890	522 092 402	449 912 849	280 674 166	463 791 958	401 865 158	404 601 791	403 819 561	404 991 940	407 048 269
Despesas/Receitas Operacionais	- 209 378 310	- 223 984 989	- 228 437 583	- 187 290 876	- 240 958 779	- 247 316 782	- 245 352 284	- 244 877 936	- 244 783 727	- 246 026 606
Outras Receitas Operacionais	9 723 962	7 220 151	17 984 193	7 421 149	8 200 776	11 466 354	11 375 274	11 353 282	11 348 914	11 406 537
Outras Despesas Operacionais	- 8 291 278	- 12 645 400	- 6 316 076	- 2 920 145	- 3 291 162	- 7 448 974	- 7 389 805	- 7 375 518	- 7 372 681	- 7 410 115
EBITDA	191 098 264	292 682 164	233 143 383	97 884 294	227 742 793	158 565 755	163 234 976	162 919 388	164 184 446	165 018 085
Amortizações/Depreciações	- 53 692 173	- 60 204 233	- 75 346 753	- 62 214 351	- 63 991 936	- 41 188 044	- 41 198 261	- 41 118 611	- 41 178 348	- 41 387 430
EBIT	137 406 091	232 477 931	157 796 630	35 669 943	163 750 857	117 377 711	122 036 715	121 800 777	123 006 097	123 630 655
Resultado Financeiro	2 528 831	30 808 977	28 812	30 111	3 069	6 931 599	6 876 540	6 863 245	6 860 604	6 895 439
Despesas Financeiras	- 26 328 552	- 20 710 368	- 25 524 941	- 26 448 220	- 22 075 872	- 28 499 674	- 28 277 161	- 28 222 492	- 28 212 500	- 28 355 748
Receitas Financeiras	4 982 170	8 063 227	3 958 271	4 413 861	8 612 984	6 695 994	6 642 807	6 629 964	6 627 413	6 661 063
Resultado Antes de Impostos	118 588 540	250 639 767	136 258 772	13 665 695	150 291 038	102 505 630	107 278 900	107 071 494	108 281 615	108 831 410
Impostos Sobre o Rendimento	- 22 520 372	- 56 142 414	- 35 436 397	11 156 342	- 26 516 279	- 25 626 408	- 26 819 725	- 26 767 874	- 27 070 404	- 27 207 853
Contribuição Extraordinária Sobre o Setor Energético (CESE)	-	-	-	121 740	97 227	61 503	64 367	64 243	64 969	65 299
Resultado depois de impostos e CESE	96 068 168	194 497 353	100 822 375	24 700 297	123 677 532	76 817 719	80 394 808	80 239 378	81 146 242	81 558 259
Resultados depois de impostos das operações descontinuadas	-	-	-	10 268 182	11 552 292	9 777 310	10 232 599	10 212 816	10 328 241	10 380 683
Resultado Líquido Consolidado	96 068 168	194 497 353	100 822 375	34 968 479	135 229 824	86 595 029	90 627 407	90 452 194	91 474 484	91 938 941

Anexo 4: Demonstração dos Resultados em Base Comum

Demonstração de Resultados (%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Venda de Bens e/ou Serviços	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Custo das Vendas e/ou dos Serviços	-39,18%	-32,86%	-38,83%	-50,55%	-40,93%	-44,48%	-44,11%	-44,11%	-44,03%	-44,03%
Resultado Bruto	60,82%	67,14%	61,17%	49,45%	59,07%	55,52%	55,89%	55,89%	55,97%	55,97%
Despesas/Receitas Operacionais	-31,91%	-28,80%	-31,06%	-33,00%	-30,69%	-34,17%	-33,89%	-33,89%	-33,83%	-33,83%
Outras Receitas Operacionais	1,48%	0,93%	2,45%	1,31%	1,04%	1,58%	1,57%	1,57%	1,57%	1,57%
Outras Despesas Operacionais	-1,26%	-1,63%	-0,86%	-0,51%	-0,42%	-1,03%	-1,02%	-1,02%	-1,02%	-1,02%
EBITDA	29,13%	37,64%	31,70%	17,24%	29,00%	21,91%	22,55%	22,55%	22,69%	22,69%
Amortizações/Depreciações	-8,18%	-7,74%	-10,24%	-10,96%	-8,15%	-5,69%	-5,69%	-5,69%	-5,69%	-5,69%
EBIT	20,94%	29,90%	21,45%	6,28%	20,85%	16,22%	16,86%	16,86%	17,00%	17,00%
Resultado Financeiro	0,39%	3,96%	0,00%	0,01%	0,00%	0,96%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Despesas Financeiras	-4,01%	-2,66%	-3,47%	-4,66%	-2,81%	-3,94%	-3,91%	-3,91%	-3,90%	-3,90%
Receitas Financeiras	0,76%	1,04%	0,54%	0,78%	1,10%	0,93%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Resultado Antes de Impostos	18,08%	32,23%	18,53%	2,41%	19,14%	14,16%	14,82%	14,82%	14,96%	14,96%
Impostos Sobre o Rendimento	-3,43%	-7,22%	-4,82%	1,97%	-3,38%	-3,54%	-3,70%	-3,70%	-3,74%	-3,74%
Contribuição Extraordinária Sobre o Setor Energético (CESE)	1,48%	0,93%	2,45%	-0,02%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
Resultado depois de impostos e CESE	14,64%	25,01%	13,71%	4,35%	15,75%	10,61%	11,10%	11,10%	11,21%	11,21%
Resultados depois de impostos das operações descontinuadas	0,00%	0,00%	0,00%	1,81%	1,47%	1,35%	1,41%	1,41%	1,43%	1,43%
Resultado Líquido Consolidado	14,64%	25,01%	13,71%	6,16%	17,22%	11,96%	12,52%	12,52%	12,64%	12,64%

Anexo 5: Demonstração dos Fluxos de Caixa

(Montantes Expressos em Euros)

Demonstração dos Fluxos de Caixa	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Fluxo de Caixa Operacional	178 155 333	124 921 283	128 665 416	133 226 938	134 580 359
(+) EBITDA	227 742 793	158 565 755	163 234 976	162 919 388	164 184 446
(-) Imposto Sobre o Rendimento	- 26 516 279	- 25 626 408	- 26 819 725	- 26 767 874	- 27 070 404
(-) Variação do Capital de Giro Líquido	- 23 071 181	- 8 018 065	- 7 749 835	- 2 924 576	- 2 533 683
Fluxo de Caixa de Investimentos	-145 785 965	- 36 932 623	- 31 319 749	- 59 695 170	- 62 038 091
(-) Capex	- 83 593 153	- 83 742 049	- 83 580 148	- 83 569 237	- 83 993 556
(+/-) Outros Investimentos	- 62 192 812	46 809 426	52 260 399	23 874 067	21 955 465
Fluxo de Caixa de Financiamento	- 75 847 215	- 87 936 794	- 74 686 856	- 73 194 999	- 71 363 576
Total de Juros Pagos	- 12 334 659	- 12 238 355	- 12 214 694	- 12 210 370	- 12 272 368
Total de Dividendos Pagos	- 51 731 263	- 54 140 177	- 54 035 506	- 54 646 215	- 54 923 679
Emissão de Dívida	- 11 781 293	- 21 558 262	- 8 436 655	- 6 338 414	- 4 167 530
Variação em Caixa	- 43 477 846	51 865	22 658 811	336 770	1 178 692
Caixa e equivalente de caixa no início do período	252 572 629	209 094 783	209 146 648	231 805 459	232 142 229
Caixa e equivalente de caixa no final do período	209 094 783	209 146 648	231 805 459	232 142 229	233 320 921

Anexo 6: Indicadores Financeiros

Rácios de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Liquidez Reduzida	1,22	1,16	1,14	1,11	1,06	1,08	1,17	1,32	1,38	1,43
Liquidez Geral	1,40	1,36	1,45	1,33	1,30	1,35	1,46	1,62	1,69	1,75
Liquidez Imediata	1,20	1,13	1,07	1,04	1,03	1,05	1,14	1,29	1,34	1,39

Rácios de Rentabilidade	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
ROE	24,35%	37,29%	21,63%	7,85%	17,66%	15,37%	15,97%	15,96%	16,10%	16,10%
ROA	7,94%	13,03%	6,80%	2,35%	5,58%	3,80%	4,07%	4,13%	4,21%	4,24%
ROCE	14,67%	20,33%	13,06%	3,09%	8,43%	6,87%	7,24%	7,28%	7,38%	7,41%
Margem Bruta	60,82%	67,14%	61,17%	49,45%	59,07%	55,52%	55,89%	55,89%	55,97%	55,97%
Margem EBIT	20,94%	29,90%	21,45%	6,28%	20,85%	16,22%	16,86%	16,86%	17,00%	17,00%
Margem Liquida	14,64%	25,01%	13,71%	6,16%	17,22%	11,96%	12,52%	12,52%	12,64%	12,64%
Margem EBITDA	29,13%	37,64%	31,70%	17,24%	29,00%	21,91%	22,55%	22,55%	22,69%	22,69%
Margem EBT	18,08%	32,23%	18,53%	2,41%	19,14%	14,16%	14,82%	14,82%	14,96%	14,96%

Rácios de Endividamento	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Rácio Debt-to-equity	1,50	1,56	1,37	1,47	2,75	2,62	2,56	2,52	2,49	2,46
Autonomia Financeira	32,61%	34,96%	31,44%	29,97%	31,59%	24,74%	25,52%	25,85%	26,14%	26,36%
Grau de Endividamento	0,50	0,46	0,53	0,55	0,29	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32
Cobertura Gastos de Financiamento	7,26	14,13	9,13	3,70	10,32	5,56	5,77	5,77	5,82	5,82
Custo dos Financiamentos Obtidos	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05

Rácios de Eficiência	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Prazo Médio de Pagamentos	66,80	82,95	64,86	70,49	76,50	67,61	64,44	59,89	57,93	55,86
Prazo Médio de Recebimentos	63,03	56,71	41,55	41,25	46,71	49,85	50,22	50,22	49,85	49,85
Prazo de Rotação de Inventários	4,69	4,23	3,66	3,56	4,06	3,88	3,85	3,85	3,85	3,88

Anexo 7: Taxa de Crescimento

Dividend Sustainable Growth Rate: Modelo PRAT	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	Média
RL	86 595 029	90 627 407	90 452 194	91 474 484	91 938 941	
Dividendos	51 731 263	54 140 177	54 035 506	54 646 215	54 923 679	
RL-Dividendos	34 863 766	36 487 230	36 416 688	36 828 269	37 015 263	
Vendas	723 786 439	723 965 972	722 566 303	723 616 055	727 290 184	
Ativo	2 019 481 593	1 973 001 823	1 944 571 703	1 928 405 461	1 921 891 837	
Capital	499 705 168	503 533 623	502 621 165	504 130 074	506 529 462	
RL-D/RL	0,4026	0,4026	0,4026	0,4026	0,4026	
RL/V	0,1196	0,1252	0,1252	0,1264	0,1264	
V/A	0,3584	0,3669	0,3716	0,3752	0,3784	
A/C	4,0413	3,9183	3,8689	3,8252	3,7942	
g	6,98%	7,25%	7,25%	7,31%	7,31%	7,22%

Stable Growth Model: Reinvestment Rate x ROE	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	Média
Investimento líquido (CAPEX-D&A)	42 405 109	42 543 788	42 461 537	42 390 888	42 606 126	
Variação das NFM	23 071 181	8 018 065	7 749 835	2 924 576	2 533 683	
Total	65 476 289	50 561 853	50 211 372	45 315 465	45 139 809	
EBIT x (1-Taxa de Imposto)	88 033 283	91 527 536	91 350 583	92 254 573	92 722 992	
Reinvestment Rate	74,38%	55,24%	54,97%	49,12%	48,68%	
ROE	17,33%	18,00%	18,00%	18,15%	18,15%	
g	12,89%	9,94%	9,89%	8,91%	8,84%	10,09%

Anexo 8: Taxa de Crescimento Modelo DDM

	2017	2018	2019	2020	2021	Média
Valor de Mercado	1 060 735 876	1 189 763 698	1 165 147 897	1 058 479 428	1 150 788 680	
G	-	12,16%	-2,07%	-9,15%	8,72%	2,42%

Anexo 9: Retorno Esperado do Mercado

	% de vendas	MRP (Rm)	CRP (Rf)	
Portugal	14%	6,12%	1,88%	Dados Damodaran "Country Default Spreads and Risks Premiums". Considerando apenas 82% das vendas.
Europa (Alemanha)	59%	4,24%	0,00%	
Ásia (China)	9%	4,94%	0,70%	
Outros	18%	-	-	
	100%	6,22%	1,05%	
Retorno esperado do mercado		5,17%		

Anexo 10: Variação Necessidades de Fundo de Maneio

	2017	2018	2019	2020	2021	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Ativo (Existências+Clientes)	164 012 730	190 921 475	169 704 394	139 604 313	183 316 100	182 123 466	182 210 530	182 495 749	181 247 346	182 167 621
Passivo (Estado+Fornecedores)	103 114 020	148 939 076	106 503 280	108 810 047	155 790 681	131 526 866	123 595 865	116 131 250	111 958 270	110 344 863
Necessidades de Fundo de Maneio	60 898 710	41 982 399	63 201 114	30 794 266	27 525 419	50 596 600	58 614 664	66 364 499	69 289 075	71 822 758
Variação das NFM	- 6 889 624	- 18 916 311	21 218 715	- 32 406 848	- 3 268 847	23 071 181	8 018 065	7 749 835	2 924 576	2 533 683

Anexo 11: Estimação Beta

<i>Estatística de regressão</i>	
R múltiplo	0,617919689
Quadrado de R	0,381824742
Quadrado de R ajustado	0,381339899
Erro-padrão	0,016277491
Observações	1277

ANOVA

	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significância</i>
Regressão	1	0,208659218	0,208659218	787,5218884	2,4619E-135
Residual	1275	0,337819821	0,000264957		
Total	1276	0,546479039			

	<i>Coeficientes</i>	<i>Erro-padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor P</i>	<i>95% inferior</i>	<i>95% superior</i>	<i>Inferior 95,0%</i>	<i>Superior 95,0%</i>
Interceptar	0,000543391	0,000455549	1,192828621	0,233158428	-0,000350316	0,001437099	-0,000350316	0,001437099
	1,221489388	0,043526965	28,06282039	2,4619E-135	1,136097043	1,306881733	1,136097043	1,306881733

Anexo 12: Comissão Executiva

Assembleia Geral	
Presidente	Manuel Eugénio Pimentel Cavaleiro Brandão
Secretária	Maria Conceição Henriques Fernandes Cabaços
Conselho Fiscal	
Presidente	Pedro Nuno Fernandes de Sá Pessanha da Costa
Vogal	António Luís Isidro de Pinho
Vogal	Ana Paula dos Santos Silva e Pinho
Suplente	André Seabra Ferreira Pinto
Revisor Oficial de Contas	
Ernst & Young Audit & Associados - SROC, S.A.	
Conselho de Administração	
Administrador e Presidente	Alberto João Coraceiro de Castro
Administrador	Paulo Jorge dos Santos Fernandes
Administrador	João Manuel Matos Borges de Oliveira
Administrador	Domingos José Vieira de Matos
Administrador	Laurentina da Silva Martins
Administrador	Pedro Miguel Matos Borges de Oliveira
Administrador	Ana Rebelo de Carvalho Menéres de Mendonça
Administrador	Maria do Carmo Guedes Antunes de Oliveira
Administrador	Paula Simões de Figueiredo Pimentel Freixo Matos Chaves
Administrador	José Armindo Farinha Soares de Pina
Administrador	José António Nogueira dos Santos
Administrador	Carlos Alberto Sousa Van Zeller e Silva
Comissão Executiva	
Presidente	José Armindo Farinha Soares de Pina
Vice-Presidente	Carlos Alberto Sousa Van Zeller e Silva
Vogal	José António Nogueira dos Santos
Comissão de Acompanhamento	
Paulo Jorge dos Santos Fernandes	
João Manuel Matos Borges de Oliveira	
José Soares de Pina	
Comissão de Ética	
Presidente	Laurentina Martins
Vice-Presidente	Paula Pimentel
Vogal	Pedro Pessanha
Diretor de Pessoas & Talentos	António Pedrosa
Diretora Jurídica & Compliance	Raquel Rocha Carvalho
Diretora de Sustentabilidade, Risco e Comunicação	Sofia Reis Jorge
Comissão de Sustentabilidade	
Presidente	Maria do Carmo Oliveira
Vogal	Ana Mendonça
Vogal	Paula Pimentel
Diretora Jurídica & Compliance	Raquel Rocha Carvalho
Diretora de Sustentabilidade, Risco e Comunicação	Sofia Reis Jorge
Comissão de Remunerações	
Presidente	João da Silva Natária
Vogal	Pedro Nuno Fernandes de Sá Pessanha da Costa
Vogal	André Seabra Ferreira Pinto

Divulgação e Isenção de Responsabilidade

Este relatório é publicado para fins educacionais por alunos de Mestrado e não constitui uma oferta ou solicitação de uma oferta de compra ou venda de qualquer valor mobiliário, nem é uma recomendação de investimento conforme definido no Artigo 12º A do Código do Mercado de Valores Mobiliários (Código do Mercado de Valores Mobiliários). Os alunos não estão inscritos na Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) como analistas financeiros, intermediários financeiros ou entidades / pessoas que prestem qualquer serviço de intermediação financeira, ao qual se aplicaria o Regulamento (Regulamento) n.º 3/2010 da CMVM.

O presente relatório foi elaborado por uma aluna do Mestrado em Análise Financeira do ISCAC - Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, exclusivamente para o Trabalho Final de Mestrado. As opiniões expressas e estimativas aqui contidas refletem as opiniões pessoais da autora sobre a empresa em questão, pela qual ela é a única responsável. Nem o ISCAC Coimbra Business School, nem o seu corpo docente assumem qualquer responsabilidade pelo conteúdo deste relatório ou quaisquer consequências da sua utilização. O relatório foi supervisionado pelo Prof. Especialista José Benzinho, que procedeu à revisão das metodologias de avaliação e do modelo financeiro.

As informações aqui estabelecidas foram obtidas ou derivadas de fontes geralmente disponíveis ao público e consideradas pela autora como confiáveis, mas a autora não faz qualquer representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à sua precisão ou integridade. As informações não se destinam a ser usadas como base para quaisquer decisões de investimento por qualquer pessoa ou entidade.

Level of Risk	SELL	REDUCE	HOLD/NEUTRAL	BUY	STRONG BUY
High Risk	0%≤	>0% & ≤10%	>10% & ≤20%	>20% & ≤45%	>45%
Medium Risk	-5%≤	>-5% & ≤5%	>5% & ≤15%	>15% & ≤30%	>30%
Low Risk	-10%≤	>-10% & ≤0%	>0% & ≤10%	>10% & ≤20%	>20%