

Setor: Industriais / Pasta de Papel

Atividade resiliente no contexto da pandemia.
Margens bastante impactadas
(acreditamos que de forma temporária).

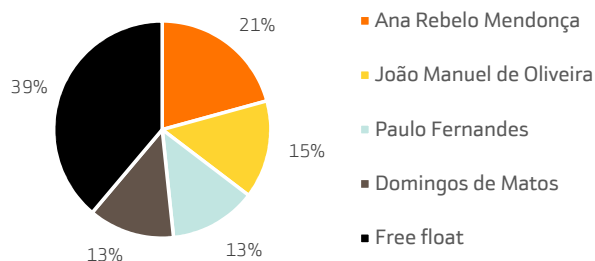
Dados de Mercado (fecho de mercado - 16/06/2020)

Capitalização Bolsista (M€)	887
N.º de Ações (M)	205,1
Último Preço (€)	4,32
Máx / Min (52 semanas;€)	2,75 / 6,41
Ticker Bloomberg	ALTR PL

Indicadores financeiros (M€)	1T 19	1T 20	Var. <i>yoy</i>
Receitas	207	166	-19,8%
EBITDA	75	33	-56,0%
Margem EBITDA	36,2%	19,9%	
Result. Liq.	37	7	-81,1%
Margem Líquida	17,9%	4,2%	

Principais rácios (consenso)	2019r	2020e	2021e	2022e
PER ¹	8,8x	29,3x	13,6x	8,9x
Rent. Dividendo ¹	16,7%	5,6%	4,8%	6,1%
EPS (€/ação)	0,49	0,15	0,32	0,49
DPS (€)	0,72	0,30	0,21	0,26
ROE	20,3%	6,3%	13,3%	20,0%

Estrutura acionista da empresa



Evolução bolsista vs PSI-20 (Base 100; 5 anos)



Fontes: Empresa, Bloomberg, Bankinter Research

Notas: 1 - Cálculo do múltiplo utilizando capitalização bolsista atual

Altri

Price Target: 5,17 €

Recomendação: **Comprar**

Analista: Rafael Diogo

Mantemos a recomendação de "Comprar" para a Altri. Ajustamos pela negativa o *price target* da empresa desde 5,44€ para 5,17€, correspondentes a um potencial de valorização de 19,7% face ao preço atual.

Esta revisão justifica-se devido: i) à **deterioração sentida na margem EBITDA da empresa**, causada pelo aumento do custo das vendas; (ii) ao **impacto negativo do surto de coronavírus nas nossas previsões de recuperação dos preços de pasta de papel**. O nosso novo cenário base inclui o início dessa recuperação a partir do 1º trimestre de 2021.

Apesar da revisão pela negativa do *price target* da empresa, e da forte valorização que as empresas da Altri registaram recentemente, **continuamos a associar um alto potencial de retorno às ações da empresa**.

A atividade mostra resiliência no contexto atual, com exceção da quebra na procura por parte de produtores de papel de impressão

Principais rúbricas dos resultados da Altri em 1T20: Receitas 166M€ vs. 171M€ em 4T19 (-3,3%) vs. 207M€ no 1T19 (-20,1%); EBITDA 33M€ vs. 36M€ no 4T19 vs. 75M€ no 1T19 (margem de 20,0% vs. 21,2% vs. 35,9%, respetivamente); Resultado Líquido 7M€ vs. 10M€ no 4T19 vs. 37M€ no 1T19 (margem de 4,1% vs. 5,9% vs. 17,7%, respetivamente). A Dívida Financeira Líquida da empresa reduziu-se em 21,7M€ no trimestre, passando desde aprox. 513M€ para 491M€, equivalentes a um rácio de DFL/EBITDA de 2,94x, considerando o EBITDA do ano fiscal de 2019.

A atividade da empresa volta a mostrar resiliência em termos de receitas, tendo em conta o contexto. A procura de pasta por parte dos produtores de papel *tissue* manteve-se robusta, **notando-se apenas sinais de quebra da procura por parte dos produtores de papel de impressão e escrita**. Apesar da pandemia ter afetado a quase totalidade dos setores da economia, a Altri registou no primeiro trimestre um nível de venda de pasta em toneladas superior ao do período homólogo, tanto em termos de pasta BHPK, como em termos de pasta solúvel (destinada à produção de têxteis). Este volume superior não foi, ainda assim, suficiente para evitar a tendência de continuação de quebra nas receitas, afetadas pelo contexto de preços deprimidos no mercado da pasta de madeira. Por fim, o **segmento de vendas de energia também se manteve em plena produção**. As receitas relativas a este segmento cresceram 10% face ao trimestre anterior e 70% face ao período homólogo, devido à entrada em operação da bioelétrica da Foz (adquirida em novembro de 2018).

Margem EBITDA impactada por custos de produção: A margem EBITDA da Altri ficou em cerca de 20% durante o trimestre. Excluindo o efeito de provisões, a contração ao nível da margem EBITDA seria de aprox. 6% face ao trimestre anterior, o que constitui um recuo muito forte. Esta contração é explicada na totalidade pelo aumento dos custos de produção (CMVMC) da Altri. **Será importante perceber se esta contração de margens é devida a fatores estruturais ou motivada pelo contexto** (o nosso cenário central assume a segunda hipótese, dado o aumento repentino na rúbrica face ao histórico e as circunstâncias macro anómalas).

Perspetivas a curto prazo: os resultados da empresa em 2T20 terão um impacto mais forte dos bloqueios económicos. No entanto, **acreditamos que a atividade da Altri (com exceção da procura por produtores de papel de impressão) irá continuar a revelar uma estabilidade superior à grande parte dos setores da economia**. Em termos de liquidez e solvência a empresa deverá também manter-se sólida. Devido a estes fatores, **continuamos a atribuir às ações da empresa uma relação muito boa entre retorno e risco assumido**.

Resumo da Demonstração de Resultados (Milhões €)

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	CAGR [19-24]
Receitas	603	656	778	736	615	644	675	702	680	-1,6%
Margem Bruta	59,4%	60,8%	67,1%	61,2%	56,8%	61,3%	61,3%	61,3%	61,3%	
EBITDA	167	191	293	233	151	202	213	219	210	-2,1%
Margem EBITDA	27,8%	29,1%	37,6%	31,7%	24,5%	31,4%	31,5%	31,1%	30,9%	
EBIT	116	137	232	158	73	121	129	131	119	-5,5%
Margem EBIT	19,3%	20,9%	29,9%	21,5%	11,8%	18,9%	19,1%	18,7%	17,5%	
Resultado Líquido	77	96	194	101	41	77	82	84	75	-5,7%

Resumo do Balanço (Milhões €)

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ativos não correntes (operacionais)	768	796	1.011	1.081	1.053	1.052	1.060	1.069	1.074
Fundo de maneio (ativo - passivo)	59	21	34	67	49	65	80	88	84
Capital Investido - operacional	827	817	1.045	1.147	1.101	1.116	1.140	1.157	1.158
Ativos financeiros e não operacionais	330	230	246	187	203	189	178	179	187
Capital Investido - total	1.157	1.047	1.292	1.335	1.304	1.305	1.318	1.336	1.346
Passivo financeiro e equivalentes	814	652	770	869	859	844	837	832	828
Capital próprio	344	395	522	466	445	461	482	504	517
Capital Investido - total	1.157	1.047	1.292	1.335	1.304	1.305	1.318	1.336	1.346

Avaliação - método de Free Cash Flows Descontados (Milhões €)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Perpetuidade
EBIT	73	121	129	131	119	
- Impostos sobre resultados operacionais	-19	-31	-33	-34	-31	
NOPLAT	54	90	96	97	88	
+ Depreciações, amortizações e imparidades	78	81	84	88	91	
+/- Despesas/ganhos s/ cash flow	-4	-4	-5	-5	-5	
- CapEx	-44	-87	-92	-96	-95	
+/- Investimento em fundo de maneio	18	-16	-15	-8	3	
+/- Outros recebimentos/pagamentos	-11	-3	-3	0	0	
Free Cash Flow	91	60	64	76	83	1.847

WACC = 6,3% g = 1,5%

Enterprise Value	1.656 M€
+ Ativos financeiros	5,8 M€
- Net Debt	-578 M€
- Interesses minoritários	0,0 M€
- Itens equivalentes a dívida	-25 M€
Valor do capital próprio	1.060 M€
# de ações	205,1 M
Valor intrínseco da ação	5,17 €

Avaliação:

A avaliação da Altri através do método de DCF coloca o valor por ação da empresa em 5,17€, correspondentes a um potencial de valorização de 19,7% face ao preço atual de mercado. O múltiplo *price-to-earnings* com respeito aos resultados previstos pelo consenso de mercado (Bloomberg) em 2022 (rácio de 8,9x) apoia a hipótese de a empresa continuar avaliada de forma modesta pelo mercado, principalmente tendo em consideração que o mercado de papel *tissue* é relativamente defensivo e mantém potencial de crescimento a nível global.

Análise de sensibilidade

WACC / g	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
6,9%	3,55	3,77	4,01	4,27	4,56	4,88	5,23
6,7%	3,76	4,00	4,26	4,55	4,86	5,21	5,59
6,5%	3,99	4,25	4,53	4,84	5,18	5,57	5,99
6,3%	4,24	4,52	4,83	5,17	5,54	5,96	6,43
6,1%	4,51	4,81	5,14	5,51	5,92	6,39	6,91
5,9%	4,79	5,12	5,49	5,89	6,35	6,86	7,45
5,7%	5,10	5,46	5,86	6,31	6,81	7,39	8,04

Fontes: Empresa, Bloomberg, Bankinter Research

EQUIPA DE RESEARCH BANKINTER SA – ANALISTAS FINANCEIROS [*]

Ramón Forcada – Diretor	Rafael Alonso – Banca	Pedro Echeguren – Farmacêuticas & Saúde	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos
Juan Moreno – Imobiliário	Ana de Castro – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Elena Fernández – Trapiella – Consumo
Luis Piñas – Consumo	Pilar Aranda – Petróleo	Juan Tuesta – Construção & Tecnologia	Aránzazu Cortina – Industrial
João Pisco – Portugal	Rafael Diogo – Portugal		

[*] Analistas Financeiros sujeitos ao Regulamento Interno de Conduta em mercados de valores mobiliários, disponível em <https://www.bankinter.pt/analise>

Temáticas / ativos repartidos por toda a equipa:

Macroeconomia; Obrigações; Fundos de Investimento; Carteiras Modelo de Fundos de Investimento e de Ações; Estratégia de Investimento; Moedas; ETFs

SISTEMA DE RECOMENDAÇÕES

A informação incluída no presente relatório constitui uma análise de investimento para efeitos da Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros e, como tal, contém uma explicação objetiva e independente das matérias contidas na recomendação. Apesar de se considerar que o conjunto de informações contidas nos relatórios foram obtidas junto de fontes consideradas fiáveis, nada obsta que aquelas possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser objeto de alteração ou modificação pelo Bankinter S.A.

As recomendações são absolutas e adequadamente fundamentadas. Existem três categorias ou tipos de recomendações:

- Comprar: potencial de valorização positivo no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior);
- Vender: potencial de valorização negativo no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior);
- Manter: potencial de valorização próximo de zero no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior)

METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

As metodologias de avaliação de empresas mais frequentemente aplicadas pelo Departamento de Análise Financeira do Bankinter as seguintes : discounted cash flow, rácios comparáveis, net present value, warranted equity value, PER teórico, etc. (lista não exaustiva).

DECLARAÇÕES («DISCLOSURE»)

O presente relatório foi elaborado pelo Departamento de Análise Financeira do Bankinter, S.A. Todas as opiniões e estimativas contidas no presente relatório constituem a opinião técnica pessoal da equipa de Análise Financeira, por referência à data de emissão deste relatório e, portanto, suscetível de alteração sem aviso prévio. Certifica-se que os analistas financeiros não receberam, não recebem e não receberão, direta ou indiretamente, qualquer remuneração ou incentivo relativamente às recomendações ou opiniões específicas contidas no presente relatório. O sistema retributivo do/s analista/s dos relatórios é baseado em diversos critérios entre os quais figuram os resultados obtidos no exercício económico pelo Grupo Bankinter, mas em nenhum caso a retribuição dos analistas está vinculada direta ou indiretamente ao sentido das recomendações contidas nos relatórios. A entidade responsável pela elaboração deste documento, bem como pelos dados, opiniões, estimativas, previsões e recomendações nele contidos, é o Bankinter S.A., atuando através da sua Sucursal em Portugal, sujeita à supervisão da autoridade competente (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), inscrita no seu Registo Oficial sob o número 369.

AVISO LEGAL («DISCLAIMER»)

Este documento não foi preparado com nenhum objetivo específico de investimento. Os dados, opiniões, estimativas, previsões e recomendações contidos no presente documento são proporcionados apenas para fins informativos e não constituem consultoria para investimento. Por conseguinte, não devem ser entendidos como uma recomendação pessoal ao investidor e, em caso algum, como uma oferta de compra, venda, subscrição ou negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos. O investidor deve considerar a informação produzida pelo Departamento de Análise Financeira do Bankinter como mais um instrumento no seu processo de tomada de decisão de investimento. Deve estar consciente de que os valores e instrumentos financeiros mencionados no presente documento podem não ser adequados ou compatíveis com os seus objetivos de investimento e situação financeira. O investidor deve ter em conta que a evolução passada dos valores e instrumentos ou os resultados passados dos investimentos não garantem a evolução ou resultados futuros. Eventuais 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. Salvo indicação em contrário, todos os preços indicativos são fixados com um horizonte temporal de 12 meses, a contar da data de publicação dos relatórios. Os preços indicativos não implicam compromissos de reavaliação nem devem ser entendidos como indicações de recomendações de investimento. Salvo se expressamente indicado no presente relatório, não existe intenção de atualizar a presente informação. Qualquer decisão de compra ou venda de valores mobiliários emitidos pela sociedade incluída no presente relatório deve ser realizada considerando a informação pública disponível e, quando aplicável, o conteúdo do Prospeto de tais valores mobiliários registado na CMVM, disponível no respetivo sítio de internet, na Bolsa de Valores relevante, bem como nos sítios de internet das entidades emittentes. Os relatórios emitidos pelo Departamento de Análise de Bankinter S.A. estão disponíveis aos clientes no sítio da internet do Bankinter S.A – Sucursal em Portugal. O Grupo Bankinter não assume qualquer responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta sofrida em resultado da utilização da informação contida no presente relatório. Os relatórios elaborados pelo Departamento de Análise do Bankinter não podem ser reproduzidos, distribuídos, publicados ou citados, ainda que parcialmente, sem prévia autorização e consentimento expresso do Bankinter S.A.

Histórico de recomendações Bankinter Research sobre ações do PSI-20 (últimos 12 meses)

EMPRESA	DATA DE DIVULGAÇÃO	ANALISTA	PREÇO-ALVO	PREÇO DE MERCADO NA DATA DE DIVULGAÇÃO	RECOMENDAÇÃO	HORIZONTE TEMPORAL DE INVESTIMENTO
Galp	22/10/2019	João Pisco, CFA	17,10 €	13,80 €	Comprar	31/12/2020
BCP	22/10/2019	João Pisco, CFA	0,27 €	0,19 €	Comprar	31/12/2020
NOS	22/10/2019	João Pisco, CFA	6,82 €	5,30 €	Comprar	31/12/2020
Altri	22/10/2019	Rafael Diogo	6,31 €	5,40 €	Comprar	31/12/2020
Navigator	22/10/2019	Rafael Diogo	3,51 €	3,27 €	Neutra	31/12/2020
Navigator	17/02/2020	Rafael Diogo	3,20 €	3,09 €	Neutra	17/02/2021
Semapa	06/03/2020	Rafael Diogo	15,63 €	11,40 €	Comprar	06/03/2021
Altri	07/04/2020	Rafael Diogo	5,44 €	4,11 €	Comprar	07/04/2021
BCP	28/05/2020	João Pisco, CFA	0,13 €	0,10 €	Neutra	30/06/2021
Navigator	01/06/2020	Rafael Diogo	2,69 €	2,23 €	Neutra	01/06/2021
Altri	17/06/2020	Rafael Diogo	5,17 €	4,32 €	Comprar	17/06/2021