

Sector: Industriais / Papel

Margens mais resilientes do que o esperado.
Incerteza quanto à recuperação do segmento de papel UWF mantém-se.

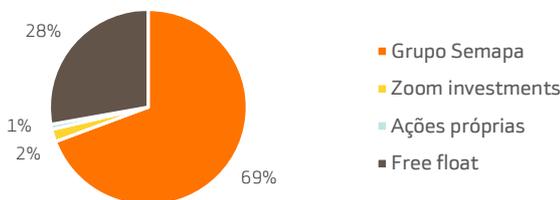
Dados de Mercado (fecho de mercado - 04/08/2020)

Capitalização Bolsista (M€)	1.568
N.º de Ações (M)	717,5
Último Preço (€)	2,19
Máx / Min (52 semanas;€)	1,86 / 3,54
Ticker Bloomberg	NVG PL

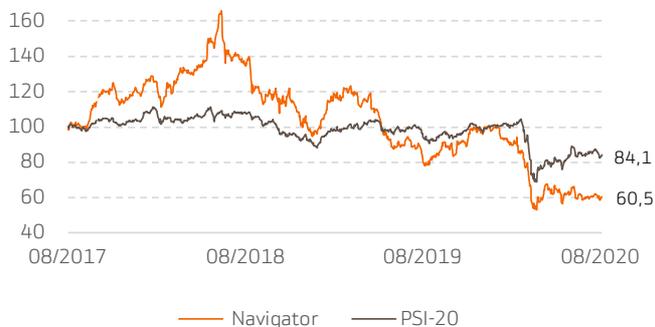
Indicadores financeiros (M€)	1S 19	1S 20	Var. <i>yoY</i>
Receitas	854	696	-18,57%
EBITDA	205	138	-32,61%
Margem EBITDA	24,0%	19,9%	
Result. Liq.	95	44	-53,59%
Margem líquida	11,1%	6,3%	

Principais rácios (consenso) 1	2019r	2020e	2021e	2022e
PER	15,2x	18,5x	11,5x	9,9x
Rent. Dividendo	7,8%	10,3%	8,2%	8,4%
EPS (€/ação)	0,24	0,12	0,19	0,22
DPS (€)	0,28	0,14	0,18	0,18
ROE	15,2%	8,2%	13,3%	15,4%

Estrutura acionista da empresa



Evolução bolsista vs PSI-20 (Base 100; 3 anos)



Nota 1: Estimativas do consenso de mercado Bloomberg à data da nota

Fontes: Empresa, Bloomberg, Bankinter Research

The Navigator Company

Price Target: 2,41 €
Recomendação: Neutra
Analista: Rafael Diogo

Após os resultados do segundo trimestre da Navigator, atualizamos as nossas perspetivas sobre a empresa. **Mantemos uma recomendação Neutra, mas revemos o Price Target da empresa para 2,41€.**

Os resultados mostram uma resiliência acima do esperado em termos de margens. No entanto, a pandemia destaca a maior fragilidade do setor de papel de impressão e escrita, cuja recuperação se mantém associada a um elevado grau de incerteza.

Resultados do 2T 2020 mostram forte queda das receitas, mas maior resiliência do que prevíamos em termos de margens.

Principais métricas dos resultados da Navigator no segundo trimestre: Receitas de 290M€ vs. 405M€ (-28,6%) em 1T'20 e vs. 423M€ (-33,0%) em 2T'19. EBITDA de 51,7M€ (margem de 19%) vs. 88,4M€ (margem de 21%) em 1T'20 e vs. 102,1M€ (margem de 21%) em 2T'19. Resultado Líquido de 13,4M€ (margem de 6%) vs. 30,6M€ (margem de 8%) em 1T'20 e vs. 46,6M€ (margem de 11%) em 2T'19.

O negócio mais impactado acabou por ser o do papel UWF, no qual a produção foi reduzida, de forma a uma melhor adequação à procura, através do lay-off implementado. As receitas no setor caíram cerca de 40% em relação ao 1º trimestre, para 176M€. Além da quebra da produção, a queda do preço médio em cerca de 4% também contribuiu para esta evolução menos positiva.

A empresa acabou por redirecionar uma percentagem mais alta da pasta de papel produzida para as vendas ao mercado. Estas vendas cresceram 32% em volume, e 18% em termos de valor, relativamente a 1T2020, totalizando 43M€. Já no segmento de tissue, as receitas caíram cerca de 8%, para 34M€. Isto apesar de as quantidades vendidas se terem mantido praticamente constantes, já que as vendas no segmento At Home compensaram o impacto dos fechos das economias no canal Horeca. No entanto, o preço médio acabou por cair em relação ao primeiro trimestre. Por fim, no setor da energia, as receitas terão caído cerca de 20% em relação ao 1º trimestre.

Margens resilientes considerando o contexto: Apesar do impacto forte da pandemia, a Navigator acabou por mostrar uma resiliência superior à esperada em termos de margens. A capacidade da empresa de atingir uma margem EBITDA de 19%, num trimestre em que as receitas contraíram 29% face a 1T'19 foi notável. Acreditamos que este terá sido o pior trimestre do ano para a Navigator, que inclusivamente transmitiu uma mensagem positiva em relação à recuperação testemunhada já no mês de junho (queda de volumes de -19% a/a vs. -34% a/a em maio).

CV-19 expõe tendência de contração do segmento de papel UWF no longo prazo.

A incidência do coronavírus acabou por destacar algumas das tendências estruturais, com efeito negativo, para o segmento de papel de impressão e escrita. Durante este período vimos uma necessidade forte de acelerar processos de digitalização, e de implementação de métodos de trabalho e ensino remotos. Estas tendências deverão continuar a impactar negativamente o consumo de papel UWF a nível global.

Será muito importante perceber se a contração sofrida pela Navigator em termos de receitas de papel UWF, se revelará inteiramente temporária, ou se a pandemia veio acelerar a tendência de contração da procura e "destruir" parte da mesma mais cedo do que o previsto. Caso essa aceleração ocorra nos próximos trimestres/anos, os produtores de papel (Navigator incluída), poderão ver os seus preços de venda mais pressionados, com impacto negativo sobre as suas margens.

Resumo da Demonstração de Resultados (Milhões €)

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	CAGR [19-24]
Receitas	1.577	1.637	1.692	1.688	1.365	1.398	1.404	1.413	1.408	-3,6%
Margem Bruta	57,9%	58,6%	61,2%	57,7%	59,1%	58,0%	57,5%	57,0%	56,0%	
EBITDA	397	400	442	372	289	303	317	319	304	-4,0%
Margem EBITDA	25,2%	24,4%	26,1%	22,0%	21,2%	21,6%	22,6%	22,5%	21,6%	
EBIT	230	255	303	234	140	158	177	184	174	-5,7%
Margem EBIT	14,6%	15,6%	17,9%	13,8%	10,2%	11,3%	12,6%	13,0%	12,4%	
Resultado Líquido	217	208	225	168	98	113	127	133	125	-5,8%

Resumo do Balanço (Milhões €)

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ativos não correntes (operacionais)	44	45	71	32	26	28	28	28	28
Fundo de maneio (ativo - passivo)	494	501	610	472	456	443	404	365	364
Capital Investido - operacional	2.010	1.930	2.020	1.838	1.860	1.884	1.868	1.858	1.878
Ativos financeiros e não operacionais	68	212	144	221	259	201	196	191	147
Capital Investido - total	2.078	2.142	2.164	2.058	2.119	2.085	2.064	2.049	2.025
Passivo financeiro	845	957	977	1.031	1.009	1.012	1.014	1.016	1.017
Capital próprio	1.233	1.185	1.187	1.027	1.110	1.073	1.050	1.033	1.008
Capital Investido - total	2.078	2.142	2.164	2.058	2.119	2.085	2.064	2.049	2.025

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

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Perpetuidade
EBIT	140	158	177	184	174	
- Impostos sobre resultados operacionais	-27	-30	-34	-35	-33	
NOPLAT	113	128	143	149	141	
+ Depreciações, amortizações e imparidades	149	144	139	134	129	
+/- Despesas/ganhos s/ cash flow	-6	-4	-4	-4	-4	
- CapEx	-80	-143	-144	-145	-144	
+/- Investimento em fundo de maneio	-91	-17	26	26	0	
+/- Outros recebimentos/pagamentos	-1	2	5	0	0	
Free Cash Flow	85	110	166	161	122	2.417

WACC = 5,6% g = 0,5%

Enterprise Value	2.464 M€
+ Ativos financeiros	0,1 M€
- Net Debt	-693 M€
- Interesses minoritários	-0,3 M€
- Itens equivalentes a dívida	-43 M€
Valor do capital próprio	1.729 M€
# de ações	717,5 M
Valor intrínseco da ação	2,41 €

Avaliação:

A avaliação por fluxos de caixa descontados coloca o preço das ações da empresa, no nosso cenário base, em 2,41€. Este preço pressupõe um potencial de valorização próximo de 10% face ao preço de mercado atual. A nova estimativa de valor intrínseco para a Navigator constitui uma redução face aos anteriores 2,69€ por ação, publicados na nota divulgada no início do mês de junho.

Por trás desta revisão estiveram fatores como i) a possível aceleração das tendências de contração do consumo global de papel devida à pandemia (negativo); ii) a desvalorização forte do dólar (negativo) e iii) redução do risco-país (redução da *yield* da dívida pública portuguesa) (positivo).

Análise de sensibilidade

WACC / g	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%
6,4%	1,68	1,76	1,84	1,94	2,04	2,15	2,28
6,2%	1,76	1,84	1,94	2,04	2,15	2,27	2,41
6,0%	1,84	1,93	2,04	2,15	2,27	2,40	2,54
5,6%	2,05	2,16	2,28	2,41	2,55	2,71	2,89
5,6%	2,03	2,14	2,26	2,38	2,53	2,68	2,86
5,4%	2,13	2,25	2,38	2,52	2,67	2,85	3,04
5,2%	2,25	2,37	2,51	2,66	2,83	3,03	3,24

Fontes: Empresa, Bloomberg, Bankinter Research

Todos os nossos relatórios estão disponíveis em:

<http://www.bankinter.pt/analise>

Praça Marquês de Pombal, n.º13

1250-162 Lisboa

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 emitentes. 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

HISTÓRICO DE RECOMENDAÇÕES BANKINTER 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
Semapa	13/07/2020	Rafael Diogo	13,79 €	8,29 €	Comprar	13/07/2021
Navigator	05/08/2020	Rafael Diogo	2,41 €	2,19 €	Neutra	05/08/2021