

Setor: Industriais

Bom potencial de valorização. Navigator avaliada pelo mercado com um desconto face ao seu valor intrínseco.
Fortes perspetivas de crescimento da Secil

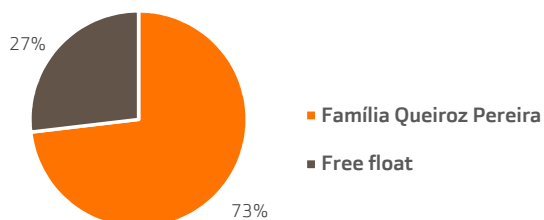
Dados de Mercado (fecho de mercado - 5 de Março 2020)

Capitalização Bolsista (M€)	926
N.º de Ações (M)	81,27
Último Preço (€)	11,40
Máx / Min (52 semanas;€)	15,68 / 10,9
Ticker Bloomberg	SEM PL Equity

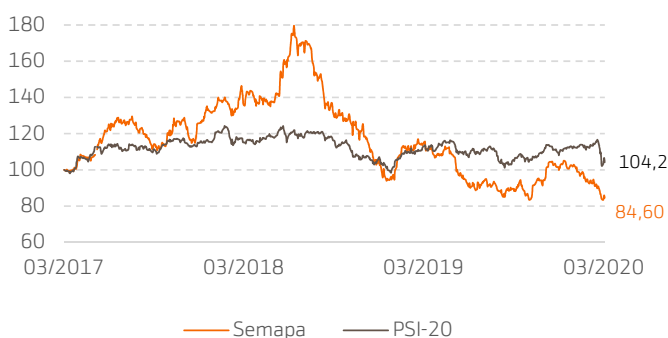
Indicadores financeiros (M€)	FY 18	FY 19	Var. <i>yoY</i>
Receitas	2.198	2.229	1,39%
EBITDA ¹	530	483	-8,83%
Margem EBITDA	24,1%	21,7%	
Result. Liq.	201	163	-19,15%
Margem Líquida	9,2%	7,3%	

Principais rácios (consenso) ²	2019r	2020e	2021e	2022e
PER	7,5x	8,0x	7,3x	6,9x
Rent. Dividendo	3,7%	4,2%	4,6%	4,9%
EPS (€/ação)	1,53	1,43	1,57	1,66
DPS (€)	0,51	0,48	0,53	0,56
ROE	16,2%	10,7%	11,4%	11,3%

Estrutura acionista da empresa



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



Notas 1: Inclui ajustamento para provisões

Nota 2: Estimativas do consenso de mercado Bloomberg à data da nota

Nota 3: Exclui receitas reportadas pelas Holdings (constituem faturação intra-grupo).

Fontes: Empresa, Bloomberg, Bankinter Research

Semapa

Price Target: 15,63 €

Recomendação: **Comprar**

Analista: Rafael Diogo

Iniciamos cobertura da ação da Semapa com um **Price Target de 15,63€ por ação**, e uma **recomendação correspondente de "Comprar"**. O cenário base Bankinter Research atribui um **potencial de valorização de 37,1% à empresa**.

Acreditamos que, apesar da pressão sobre as margens da Navigator (que constitui a principal geradora de receitas do grupo), o mercado está a avaliar a empresa com um desconto face ao seu valor intrínseco. Já o posicionamento da Secil em mercados com forte tendência de crescimento da atividade de construção, proporciona um upside à avaliação do grupo.

Descrição da atividade da empresa

O Grupo Semapa, constituído em 1991, começou a ser cotado na Euronext Lisbon em 1995. Desde essa altura, a Semapa manteve um investidor de referência - a Família Queiroz Pereira e beneficiou de uma ambiciosa expansão da sua atividade, tanto em termos geográficos, como em termos de segmentos de negócio.

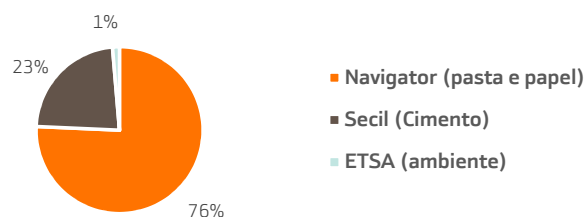
Atualmente, o grupo consolida 3 áreas principais de atividade:

- Segmento da Pasta e Papel: correspondente à participação na Navigator, que adquiriu parcialmente num concurso público para privatização da empresa, em 2004. Hoje em dia, a Navigator é uma empresa que se assume como líder europeia no papel fino de impressão e escrita, papel este que tem como destino um total de 130 países diferentes.

- Segmento de Cimento: correspondente à participação na Secil, adquirida inicialmente num concurso público para privatização da empresa em 1994; A Secil produz e comercializa cimento e materiais de construção, tendo em Portugal o seu maior mercado. Ainda assim, a empresa levou a cabo uma forte expansão internacional, contando hoje com presença em países como o Brasil, Tunísia, Líbano e Angola.

- Segmento de Ambiente: correspondente à participação no Grupo ETSA, adquirida em 2008. Através das empresas constituintes do grupo, a ETSA atua principalmente na recolha e tratamento de (i) óleos alimentares usados, provenientes da atividade de restauração, utilizados posteriormente na produção de biocombustíveis em unidades externas ao grupo e (ii) produtos decorrentes de exploração animal, utilizados depois como fertilizantes, rações para animais e biodiesel.

Além das empresas compostas pelas três áreas de atividade, a Semapa integra também várias empresas - Holdings - nas quais concentra parte da gestão do Grupo. É também junto das Holdings, que o Grupo reporta o braço de Capital de Risco (Venture Capital) - Semapa Next, através do qual investe em Start Ups. Contudo, este braço ainda tem uma escala bastante pequena, face ao resto do Grupo.

Breakdown das receitas do Grupo em 2019³

Pasta e Papel - Navigator

Principais pressupostos

Receitas	Contração em 2020, explicada pela queda de preços no mercado de pasta e papel. Na perpetuidade, assume-se uma contração anual de -0,5% no mercado de papel e o atingir da capacidade total de tissue em 2021. Preço médio da pasta de 800\$/ton.
Margem EBITDA	Contração gradual da margem EBITDA, para 21%, vs. 22% em 2019 e níveis entre 26 e 31% entre 2015 e 2018. Esta contração deverá ser motivada por um agravamento dos custos ao nível dos inputs de produção (madeira, químicos, CO2).
D&A e CapEx	Ritmo de D&A de ativos relativamente em linha com o passado recente. Níveis de CapEx crescentes, devido a necessidades de investimentos de manutenção e aumentos de eficiência. CapEx aprox. igual a depreciações no longo prazo.
Fundo de Maneio	Retorno gradual aos níveis históricos de Fundo de Maneio em função das receitas, após o elevado esforço de gestão evidenciado em 2019. Nível próximo de 10% das receitas no longo prazo, em linha com a média de 2015-2018.

Resumo da avaliação

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
EBIT	210	226	225	202	195	
- Impostos s/ result. operacionais	-40	-43	-43	-39	-37	
NOPLAT	169	183	182	163	158	
+ D&A e imparidades	144	150	155	161	167	
+/- Despesas/ganhos s/ cash flow	1	2	1	1	1	
- CapEx	-159	-170	-170	-169	-169	
+/- Invest. em fundo de maneio	-106	-79	-52	1	1	
+/- Outros receb./pagamentos	15	15	15	15	0	
Free Cash Flow	64	100	131	172	158	Valor Terminal

Enterprise Value	3.093 M€
+ Ativos financeiros	0,1 M€
- Net Debt	-762 M€
- Interesses minoritários	-0 M€
- Itens equivalentes a dívida	-27 M€
Valor do capital próprio	2.304 M€
% detida pela Semapa	69,35%
Valor da participação	1.598 M€

WACC = 5,3% g = 0,5%

Cimento e Materiais de Construção - Secil

Principais pressupostos

Receitas	Crescimentos de 8 e 5% nos próximos dois anos no segmento de Portugal, desaceleração para níveis próximos de 3,5% em 2022. Fortes crescimentos nos mercados brasileiro e tunisino (10-15%). Estabilização do Líbano num período de três anos.
Margem EBITDA	Melhoria de margens EBITDA, para nível de 19-20%. Acreditamos que o maior impacto nas margens, motivado pela contração económica no Líbano, já ocorreu. Crescimento no Brasil e Tunísia beneficiará margens.
D&A e CapEx	Projeção de necessidades de CapEx crescentes, justificadas pelo crescimento do nível de atividade, e pelo aproximar dos níveis de CapEx e depreciações no longo prazo. Projeção do Ativo Fixo Tangível em níveis próximos dos níveis atuais.
Fundo de Maneio	Necessidades crescentes de investimento em fundo de maneio, em linha com o aumento do nível de atividade, a partir de 2022. Antes desse ano, o fundo de maneio é alvo de algumas oscilações, até ocorrer uma estabilização.

Resumo da avaliação

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
EBIT	48	69	72	74	77	
- Impostos s/ result. operacionais	-13	-19	-20	-20	-21	
NOPLAT	35	50	52	54	56	
+ D&A	58	47	47	48	49	
+/- Despesas/ganhos s/ cash flow	1	1	1	1	1	
- CapEx	-43	-48	-53	-59	-61	
+/- Invest. em fundo de maneio	-3	0	-2	-2	-2	
Free Cash Flow	48	49	45	43	44	Valor Terminal

Enterprise Value	715 M€
+ Ativos financeiros	8,3 M€
- Net Debt	-475 M€
- Interesses minoritários	-56,6 M€
- Itens equivalentes a dívida	-29 M€
Valor do capital próprio	164 M€
% detida pela Semapa	100,00%
Valor da participação	164 M€

WACC = 7,5% g = 1,5%

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

Ambiente - Grupo ETSA

Principais pressupostos

Projeção da atividade a um nível médio entre os níveis verificados em 2018 e 2019. Crescimento futuro estimado à inflação. Margem EBITDA projetada a um nível médio de aprox. 23%. Manutenção do ativo fixo ao nível atual, através de projeção de CapEx na mesma proporção do ritmo de D&A.

Resumo da avaliação

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
EBIT	3	4	4	4	4	
- Impostos s/ result. operacionais	-0	-0	-0	-0	-0	
NOPLAT	3	3	3	3	3	
+ D&A	3	3	3	3	3	
+/- Despesas/ganhos s/ cash flow	-0	-0	-0	-0	0	
- CapEx	-3	-3	-3	-3	-3	
+/- Invest. em fundo de maneoio	4	-0	-0	-0	-0	Valor
Free Cash Flow	7	3	3	3	3	Terminal

Enterprise Value	67 M€
- Net Debt	-7 M€
- Interesses minoritários	-0 M€
Valor do capital próprio	60 M€
% detida pela Semapa	99,99%
Valor da participação	60 M€

WACC = 6,4% g = 1,5%

Holdings¹

Principais pressupostos

Estimativa de EBITDA (após dedução de receitas intra-grupo) da Holding em linha com o passado recente, próximo de -1M€ por ano. EBIT progressivamente menos impactado por depreciações e amortizações.

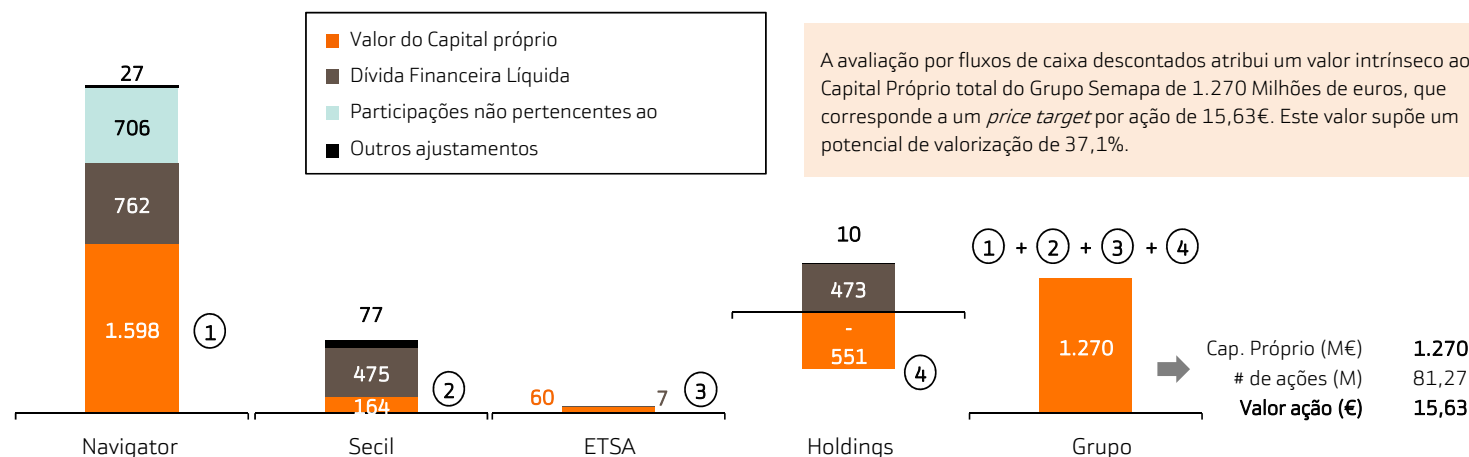
Resumo da avaliação

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
EBIT	-20	-19	-17	-16	-15	
- Impostos s/ result. operacionais	5	5	4	4	4	
NOPLAT	-15	-14	-13	-12	-11	
+ D&A	17	16	15	13	12	
- CapEx	-0	-0	-0	-0	-0	
+/- Invest. em fundo de maneoio	-6	-1	-4	-4	-4	Valor
Free Cash Flow	-4	1	-3	-3	-4	Terminal

Enterprise Value	-69 M€
+ Ativos financeiros	5 M€
- Net Debt	-473 M€
- Itens equivalentes a dívida	-14 M€
Valor das holdings	-551 M€

WACC = 5,7% g = 0,7%

Sum-of-the-parts (SOTP; M€)



Nota 1: Exclui receitas reportadas pelas Holdings (eliminações de receitas e custos intra-grupo).

Fontes: Empresa, Bloomberg, Bankinter Research

Resumo das demonstrações financeiras consolidadas

Demonstração de Resultados (Milhões €)

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Receitas	2.165	2.198	2.229	2.183	2.327	2.348	2.367	2.389
EBITDA	496	530	483	463	495	502	489	492
Margem EBITDA	22,9%	24,1%	21,7%	21,2%	21,3%	21,4%	20,7%	20,6%
EBIT	272	314	241	241	280	283	264	261
Margem EBIT	12,6%	14,3%	10,8%	11,0%	12,0%	12,0%	11,1%	10,9%
Resultado Líquido	194	201	163	152	177	174	153	146
Margem Líquida	8,9%	9,2%	7,3%	7,0%	7,6%	7,4%	6,5%	6,1%

Balanço (Milhões €)

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ativos não correntes (operacionais)	2.836	2.802	2.852	2.842	2.847	2.852	2.857	2.858
Fundo de maneio (ativo - passivo)	24	13	13	124	204	261	267	272
Capital Investido - operacional	2.860	2.816	2.864	2.966	3.051	3.114	3.123	3.130
Ativos financeiros e não operacionais	343	266	436	701	883	1.045	1.253	1.471
Capital Investido - total	3.203	3.082	3.300	3.667	3.934	4.159	4.376	4.601
Passivo financeiro	1.981	1.824	1.921	2.177	2.309	2.401	2.506	2.626
Capital próprio	1.222	1.258	1.379	1.490	1.625	1.758	1.870	1.975
Capital Investido - total	3.203	3.082	3.300	3.667	3.934	4.159	4.376	4.601

Avaliação de empresas comparáveis pelo mercado

Navigator (pasta e papel)

Empresa	Vendas(M€)	EBITDA(%)	Dív Líq. / EBITDA (x)	Dívida / Cap. Próprio(%)	EV/Sales		EV/EBITDA		P/E	
					2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E
Navigator	1.688	22,0%	2,0	89,9%	1,6 x	1,7 x	7,4 x	7,4 x	11,8 x	12,0 x
UPM	10.238	17,9%	Cx. Líq.	12,8%	1,4 x	1,5 x	7,9 x	8,8 x	13,9 x	15,9 x
Stora Enso	10.055	16,1%	Cx. Líq.	55,9%	1,2 x	1,2 x	7,3 x	8,4 x	16,1 x	16,1 x
Domtar Corporation	4.664	9,3%	2,02	44,0%	0,5 x	0,5 x	5,3 x	5,6 x	18,9 x	24,1 x
International Paper	19.991	16,0%	2,71	132,2%	1,1 x	1,1 x	6,7 x	7,5 x	11,7 x	12,6 x
Mondi	7.268	22,8%	1,33	51,9%	1,6 x	1,6 x	7,1 x	7,6 x	11,2 x	12,4 x
Média	8.984	17,3%	2,0 x	64,4%	1,2 x	1,3 x	6,9 x	7,6 x	13,9 x	15,5 x
Mediana	8.662	17,0%	2,0 x	53,9%	1,3 x	1,4 x	7,2 x	7,6 x	12,8 x	14,2 x

Secil (cimento)

Empresa	Vendas(M€)	EBITDA(%)	Dív Líq. / EBITDA (x)	Dívida / Cap. Próprio(%)	EV/Sales		EV/EBITDA		P/E	
					2019A	2020E	2019A	2020E	2019A	2020E
CRH	25.129	16,0%	1,7 x	60,2%	1,3 x	1,2 x	8,0 x	7,6 x	12,9 x	13,8 x
Cementir Holding	1.212	19,1%	1,0 x	41,5%	1,2 x	1,2 x	6,3 x	5,4 x	11,3 x	9,5 x
Heidelbergcement	18.075	16,7%	2,7 x	64,3%	1,2 x	1,1 x	7,1 x	5,9 x	8,9 x	7,7 x
Vicat	2.740	19,9%	2,4 x	65,4%	1,1 x	1,1 x	5,6 x	5,7 x	10,1 x	9,6 x
LafargeHolcim	24.027	21,6%	1,8 x	45,0%	1,6 x	1,5 x	7,4 x	6,2 x	13,1 x	12,0 x
Cemex	11.730	15,5%	5,4 x	108,9%	1,3 x	1,2 x	8,5 x	6,9 x	33,4 x	10,3 x
Buzzi Unicem	2.873	20,2%	1,4 x	39,8%	1,5 x	1,3 x	7,4 x	5,9 x	9,3 x	9,1 x
Média	12.255	18,4%	2,3 x	60,7%	1,3 x	1,2 x	7,2 x	6,2 x	14,2 x	10,3 x
Mediana	11.730	19,1%	1,8 x	60,2%	1,3 x	1,2 x	7,4 x	5,9 x	11,3 x	9,6 x

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

Análise de sensibilidade

Navigator (Wacc e crescimento de longo prazo)

WACC / g	0,1%	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%
6,0%	11,62	12,26	12,95	13,68	14,48
5,8%	12,38	13,07	13,82	14,63	15,51
5,5%	13,20	13,96	14,78	15,68	16,64
5,3%	13,92	14,74	15,63	16,59	17,65
5,1%	14,69	15,58	16,54	17,59	18,74
4,9%	15,53	16,49	17,54	18,69	19,95
4,7%	16,44	17,49	18,63	19,89	21,28

Secil (Wacc e crescimento de longo prazo)

WACC / g	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%
8,2%	14,41	14,58	14,75	14,93	15,12
7,9%	14,68	14,85	15,04	15,24	15,45
7,7%	14,96	15,15	15,36	15,57	15,80
7,5%	15,20	15,41	15,63	15,86	16,11
7,3%	15,46	15,68	15,92	16,17	16,44
7,1%	15,74	15,98	16,23	16,50	16,80
6,9%	16,03	16,29	16,56	16,86	17,18

ETSA (Wacc e crescimento de longo prazo)

WACC / g	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%
7,1%	15,52	15,53	15,55	15,57	15,59
6,9%	15,54	15,56	15,58	15,60	15,62
6,6%	15,56	15,58	15,60	15,63	15,66
6,4%	15,58	15,60	15,63	15,65	15,68
6,2%	15,60	15,63	15,65	15,68	15,71
6,0%	15,62	15,65	15,68	15,71	15,75
5,8%	15,65	15,68	15,71	15,75	15,78

Holdings (Wacc e crescimento de longo prazo)

WACC / g	0,3%	0,5%	0,7%	0,9%	1,1%
6,4%	15,76	15,74	15,71	15,69	15,66
6,2%	15,73	15,71	15,69	15,66	15,63
5,9%	15,70	15,68	15,65	15,63	15,59
5,7%	15,68	15,66	15,63	15,60	15,56
5,5%	15,66	15,63	15,60	15,56	15,53
5,3%	15,63	15,60	15,57	15,53	15,49
5,1%	15,60	15,57	15,53	15,49	15,45

Cenários alternativos a considerar (em alternativa ao cenário base da avaliação)

Cenários com impacto positivo na avaliação

- + Navigator - Sucesso na mitigação da queda na procura pelo papel de impressão, através da diversificação para segmentos com melhores perspectivas de crescimento (ex: altas gramagens/heavyweights; produtos substitutos do plástico, como sacos e outros);
- + Navigator - Ramp up com sucesso no segmento de papel tissue, com eventuais aumentos da capacidade futuros, e aumento do peso do segmento nas receitas totais;
- + Secil - Melhorias económicas estruturais nos mercados emergentes, em particular nas regiões em que a empresa está presente (Brasil, Tunísia e Líbano);
- + Secil - Estabilização estrutural da região do médio oriente, que possibilite um melhor perfil de retorno/risco às operações da empresa no Líbano;

Cenários com impacto negativo na avaliação

- Navigator - Tendência estrutural de queda da procura por papel de impressão impacta a evolução das receitas e margens operacionais da empresa;
- Navigator - Competição no mercado do segmento de tissue, provoca ramp up mais lento ou um mix de produtos menos favorável (maior percentagem de bobines vs. produto acabado). Expansão futura no segmento torna-se progressivamente menos provável devido à pressão concorrencial no mercado;
- Secil - Permanência do clima de instabilidade económica e social no Médio Oriente (e o Líbano em particular), no longo prazo;
- Navigator e Secil - Impacto negativo acima do esperado dos desincentivos às emissões de CO2, nos negócios core das empresas (pasta, papel e cimento);

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 – Elétricas	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
- Estratégia de Investimento
- Moedas

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

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

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.

Para mais informações consulte, a todo o tempo, o nosso documento de advertências importantes em www.bankinter.pt/analise