

Departamento de Finanças

Análise de Crédito Obrigacionista
Grupo Semapa

Manuel Horta Martins Barata

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Finanças

Orientador:

Prof. Pedro Manuel de Sousa Leite Inácio, Professor Auxiliar
ISCTE Business School

Setembro, 2015

Resumo

Este projeto tem como objetivo atestar a capacidade de uma empresa ou grupo económico, neste caso, a Semapa SGPS, em dar resposta aos seus compromissos financeiros de curto e médio prazo.

Esta abordagem, feita na perspetiva do crédito, permite então avaliar a saúde financeira da empresa tendo em conta as perspetivas reais quanto à sua expansão e desenvolvimento, e assumindo o curso normal da sua atividade i.e., pressupondo a não existências de eventos *one-offs* que possam alterar o curso da mesma.

Para isso, calculámos o *Free Cash Flow* disponível à empresa no final de cada ano, assumindo o cumprimento de todas as responsabilidades financeiras e operacionais passíveis de gerarem *cash-out-flows*. Através do desenvolvimento de um modelo de avaliação, chegou-se à conclusão que a Empresa tem capacidade para dar resposta às suas responsabilidades até 2019 (último ano projetado) graças aos elevados montantes de liquidez de que dispõe no seu balanço.

O estudo realizado permitiu perceber de que forma a empresa compara com a sua concorrência europeia, e de que forma quanto maior o risco, maior yield obtida pelo investimento nas obrigações do grupo. Assim, além do cálculo do Free Cash Flow, do cômputo da liquidez e da dívida a vencer, analisámos as cláusulas contratuais das obrigações da Semapa SGPS e a senioridade da dívida.

Todas as análises e projeções foram elaboradas com a informação e conhecimento da empresa disponíveis a 31 de Dezembro de 2014.

Palavras-chave: Semapa, Análise de Crédito, Free Cash Flow, Múltiplos

JEL Classification System: G30, G32

Abstract

This project aims to test the capability of a company or economic group, in this case, Semapa SGPS, to comply with its short and medium term financial responsibilities.

This approach, on a credit perspective, allows to evaluate the financial health of a company considering the real expectations concerning the company's expansion and business development, assuming the normal course of activities, which means ignoring possible one-offs events.

To do this we have calculated the Free Cash Flow available at the end of each year, considering all cash out flows that will emerge in the future. Through our model we concluded that Semapa SGPS will be capable to respond to its financial responsibilities until 2019 (last year projected) given the huge amount of liquidity available on its Balance Sheet.

Our study also compares the Company with its European peers, and concludes on how the riskier profile is reflected in the yield obtained by Semapa's investors. Besides the calculation of Free Cash Flow, the analysis of the liquidity position and the amortization of debt, we also analyzed the bonds' covenants and the seniority of debt.

All the study and projections were done on the basis and knowledge of the company at 31st December 2014.

Key-words: Semapa, Credit Analysis, Free Cash Flow, Peer Multiples

JEL Classification System: G30, G32

Agradecimentos

Começo por agradecer ao meu orientador, o Professor Doutor Pedro Inácio, por todo o apoio dado ao longo deste trabalho.

Ainda, um especial agradecimento à minha esposa por toda a paciência e dedicação.

Índice

Resumo	i
Abstract	ii
Agradecimentos	iii
Índice	iv
Índice de Figuras	vi
Índice de Tabelas	vii
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	3
2.1. O modelo de <i>Discounted Cash Flow</i>	4
2.1.1 Free Cash Flow to the Firm	5
2.2. A perspectiva da Goldman Sachs	7
2.2.1. A natureza Assimétrica do risco de crédito	8
2.2.2. A Natureza Prospetiva da análise de crédito.	9
2.2.3. A Natureza Quantitativa mas também Qualitativa da análise de crédito	9
2.2.4. Análise do Risco de Negócio	11
2.2.5. Análise do Risco Financeiro	13
2.2.7. A importância da liquidez	17
2.2.8. Ajustamentos ao cálculo do FCF	19
2.2.9. A análise da estrutura de capital	21
2.2.10. Os <i>covenants</i> de crédito	23
3. O GRUPO SEMAPA	26
3.1. A empresa - Semapa SGPS	26
3.2. Grupo Portucel Soporcel	28
3.3. Grupo Secil	32
3.4. Grupo ETSA	34
3.5. A dívida do grupo Semapa	35
4. Dados e Metodologia	38
5. Análise de Crédito – Semapa SGPS	39
5.1. Análise do Risco de Negócio	39
5.1.1. Perspetivas de evolução do mercado de Papel e Pasta de Papel	39
5.1.2. Perspetivas de evolução do mercado de Cimento e Materiais de Construção	45
5.2. Análise do Risco Financeiro – CÁLCULO DO FCFF	49
5.3. Análise do <i>Rating</i>	54
5.4. Análise do <i>Spread</i>	58
5.5. Cálculo da <i>Recovery Rate</i>	61

5.6. Análise dos <i>Peers</i> (Análise da Concorrência)	64
5.7. A estrutura de capitais da empresa, senioridade da dívida e covenants	65
6. Conclusão	69
6.1. Principais Resultados	69
6.2. Principais Limitações do Estudo	70
6.3. Sugestões para estudos Futuros	70
7. Bibliografia	71

Índice de Figuras

Figura 1 - Risco de Crédito	10
Figura 2 - O Ciclo de Vida da Empresa/Indústria	12
Figura 3 - Ranking da Dívida em caso de Falência	22
Figura 4 - Estrutura do Grupo Semapa, SGPS	27
Figura 5 - Volume de Negócios Consolidado	27
Figura 6 – EBITDA Consolidado	28
Figura 7 - Resultado Líquido Consolidado	28
Figura 8 - EBITDA Portucel	29
Figura 9 - Mercado de Pasta de Papel	29
Figura 10 – Uncoated Fine Paper Capacities in Europe	30
Figura 11 - Margens EBITDA Portucel vs Peers.....	31
Figura 12 - Distribuição do Volume de Negócios por Segmentos (Secil).....	32
Figura 13 - Distribuição do Volume de Negócios por Geografias (Portucel).....	33
Figura 14 - Perfil de Reembolsos da Dívida do Grupo	37
Figura 15 - Procura de pasta de papel por tipo de indústria.....	39
Figura 16 - Perspetivas de crescimento do mercado de pasta de papel por tipos de pasta	40
Figura 17 - Perspetivas de crescimento por região geográfica	40
Figura 18 - Evolução do preço da pasta de papel e respetivos inventários.....	41
Figura 19 - Crescimento económico vs procura de papel	42
Figura 20 - Queda da procura de papel gráfico na Europa	42
Figura 21 - Produção de papel (Fino e outros) na Europa	43
Figura 22 - Custos de produção por unidade de papel vs. Preço	43
Figura 23 - Preços matérias-primas vs Crescimento na Zona Euro e China.....	44
Figura 24 - Estrutura Acionista da Semapa, SGPS	65
Figura 25 - <i>Covenants SEMPL Float 04/20/2016</i>	67

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Análise de Credora vs. Análise Acionista.....	8
Tabela 2 - Rácios de Crédito, S&P.....	11
Tabela 3 - Abordagens ao Cálculo do Cash Flow	13
Tabela 4 - Empréstimos obrigacionistas	35
Tabela 5 - Dívida Bancária.....	35
Tabela 6 - Evolução anual dos volumes e preços do Cimento por regiões geográficas.....	46
Tabela 7 - PIB e Inflação (estimativas FMI).....	49
Tabela 8 - Evolução das vendas por geografias	50
Tabela 9 – Dividendos por ação da Semapa.....	51
Tabela 10 - Cálculo do Free Cash Flow (I).....	52
Tabela 11 - Linhas de Papel Comercial.....	53
Tabela 12 - Cálculo do Free Cash Flow (II).....	54
Tabela 13 - Notações de Rating pelas diferentes agências.....	55
Tabela 14 - Cálculo do rating induzido da Portucel S.A.....	56
Tabela 15 - Cálculo do rating induzido da Secil	57
Tabela 16 - Cálculo do rating induzido da Semapa.....	58
Tabela 17 - Emissões comparativas	59
Tabela 18 - Calculo spread Semapa 2019	60
Tabela 19 - Spreads adicionais,bps	61
Tabela 20 - Cálculo spread Semapa 2019	61
Tabela 21 – Média das Recovery Rates, por senioridade da dívida.....	62
Tabela 22 - Cálculo da Recovery Rate	63
Tabela 23 - Rácios de Crédito (comparação com a concorrência).....	64

1. Introdução

A análise de empresas do ponto de vista do acionista é uma prática muito comum tanto no meio académico como no meio profissional. Os modelos de avaliação comumente conhecidos centram-se quase unicamente na perspetiva da criação de valor. Este conceito, apesar de interessar a todos os *stakeholders* da empresa (fornecedores, clientes, o governo, entre outros) na medida em que todos estes agentes saem beneficiados quando a empresa é criadora de valor, é verdadeiramente importante para o acionista, cuja remuneração depende diretamente desta capacidade. Contudo, e lembrando que os anos de 2013 e 2014 foram foco de grandes casos que envolveram o prejuízo de credores obrigacionistas, como o caso da venda de dívida da Rio Forte aos clientes do Banco Espírito Santo, e a incapacidade desta entidade em remunerar os seus clientes em tempo útil (prejudicando a Portugal Telecom SGPS em quase 900 milhões de euros), torna-se cada vez mais importante estudar as empresas na perspetiva dos outros *stakeholders*, nomeadamente a dos credores obrigacionistas, pois analisar a capacidade de criação de valor não se torna suficiente.

Uma análise de crédito significa avaliar a capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa suficientes para pagar a todos os seus credores. Este estudo é feito com base em pressupostos de crescimento que se equiparam a uma análise de *equity*, nomeadamente quando recorremos ao tão conhecido *Discounted Cash Flow Model* (DCF).

O objetivo deste estudo surge pelo facto de uma empresa poder entrar em incumprimento (*default*) simplesmente por não ter capacidade de pagar o cupão de uma obrigação, ou de não conseguir liquidar a sua dívida obrigacionista na maturidade. De facto, pretende-se estudar a capacidade da empresa em ultrapassar períodos de *stress* financeiro sem entrar em *default*.

Equipas de análise de *fixed income* surgem cada vez mais no seio da banca de investimento, sendo este mais um argumento para a necessidade de abordar esta temática. Poucos estudos existem, porém iremos aqui apresentar a visão da Goldman Sachs, um dos maiores bancos de investimento do mundo.

Depois de um estudo inicial sobre o tema, fará então sentido aplicar o modelo de avaliação desenvolvido ao estudo da Semapa, SGPS. Além de avaliarmos a sua qualidade creditícia,

também iremos analisar o *rating* da empresa (instrumento que em princípio reflete o risco da mesma), a senioridade das obrigações, e ainda uma breve comparação com as obrigações emitidas por empresas do mesmo sector (adequação da *yield*), equiparando a uma análise dos *peers*, como se faz na avaliação tradicional com base no preço da ação.

A empresa escolhida para este efeito, será a Semapa SGPS. Esta escolha resulta do facto de ser uma empresa nacional com bastante visibilidade, com presença assídua no mercado de capitais e cuja informação é de fácil obtenção.

2. Revisão da Literatura

A avaliação de empresas é uma temática largamente estudada por diversos autores como: Damodaran (1999 e 2012) Frykman & Tolleryd (2003), Fernández (2007) Koller et all (2010), entre outros. Todas estas abordagens têm um objetivo comum: apurar o valor intrínseco de uma empresa / ativo. Embora pareça simples, esta atividade está aquém de ser uma ciência exata. O sucesso desta tarefa está dependente da exatidão dos dados contabilísticos conhecidos, e dos pressupostos assumidos, muitas vezes baseados em crenças e em previsões. Assim, o desafio da avaliação é a de estimar com precisão o valor da empresa, pela análise das origens desse mesmo valor, tal como Damodaran (2012) enuncia.

A avaliação da empresa é usada para vários fins. Como referido por Damodaran (2012), a avaliação é importante para a gestão de portfólios de investimentos, avaliação de fusões e aquisições, e desenvolvimento de projetos de *corporate finance*. Também Fernández (2007) considera outros fins, tais como, a avaliação de heranças e testamentos, avaliação de esquemas de compensação baseados na criação de valor, identificação de *drivers* de crescimento e tomada de decisões estratégicas que garantam a continuidade da atividade da empresa.

Grande parte destas abordagens são de interesse para atuais, potenciais ou futuros acionistas da empresa. Contudo, outros *stakeholders* têm interesse na solvabilidade, saúde financeira e robustez da mesma, entre eles destacam-se os credores. Estes agentes não estão tão interessados no valor atual da empresa, mas sim na capacidade desta lhes devolver o dinheiro emprestado. Aliás, a estes últimos, só interessa o crescimento da empresa se tal for essencial para esta ser capaz de pagar as suas dívidas em tempo útil, bem como para garantir a remuneração dos recursos emprestados ao longo do tempo. Esta perspetiva facilita o processo de avaliação, ultrapassando, em parte, algumas das desvantagens do modelo de *Discounted Cash Flow* (DCF), algo que abordaremos de seguida.

O CFA Institute (2011) descreve o processo de avaliação da empresa em cinco passos essenciais. Primeiro é necessário ter um conhecimento aprofundado da empresa, compreender o seu negócio, incluindo as suas Demonstrações Financeiras, o contexto macroeconómico e concorrencial em que esta atua, bem como a sua estratégia corporativa. O segundo passo inclui a realização de estimativas quanto ao crescimento futuro da empresa. Isto passa por projetar

importantes variáveis económicas e financeiras da empresa, como: receitas, investimentos de capital (CAPEX), dividendos, gastos operacionais, margens financeiras e operacionais, entre outras. De seguida, é escolhido o modelo de avaliação que se revele mais adequado. O quarto passo passa por aplicar o modelo e concretizar essa avaliação, e por ultimo, tirar as devidas conclusões dos resultados obtidos.

Damodaran (2012) refere três formas distintas de avaliação:

- a) o modelo de *Discounted Cash Flow (DCF)*, que implica o cálculo do Free Cash Flow to the Firm (FCFF) ou o Free Cash Flow to the Equity (FCFE), o *Dividend Discount model (DDM)*, o *Adjusted Present Value (APV)* ou ainda o *Economic Value Added model (EVA)*;
- b) o modelo de avaliação relativa;
- c) o modelo de avaliação com opções reais.

Damodaran (2012) enuncia que a maioria dos analistas usam o DCF e/ou múltiplos para a avaliação de empresas, daí considerarmos que este é um bom ponto de partida para o nosso modelo de avaliação, mesmo que no final este modelo não seja aplicado na sua totalidade.

Koller et all (2010, p.103), concordam com Damodaran, referindo que o “DCF remains a favorite of practitioners and academics because it relies solely on the flow of cash in and out of the company, rather than on accounting-based earnings”.

2.1. O modelo de *Discounted Cash Flow*

Este modelo é, de forma consensual, o mais utilizado modelo de avaliação. Resumidamente, ele assenta na ideia de que o valor de um ativo corresponde ao somatório de todos os *cash flows* futuros que esse ativo vai ser capaz de gerar, atualizados a uma determinada taxa, para o momento zero.

A sua fórmula de cálculo é a seguinte:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

Em que: CF_t é o *cash flow* no período t ; n é a vida útil do ativo; e r é a taxa de atualização dos *cash flows*.

De acordo com Damodaran (2012, p. 12), o valor intrínseco é definido como “*the value that would be attached to the firm by an unbiased analyst, who not only estimates the expected cash flows for the firm correctly, given the information available at the time, but also attaches the right discount rate to value these cash flows*”.

Frykman & Tolleryd (2003) justificam a sua utilização em larga escala por ser, em teoria, um modelo compatível com outros modelos de mercados de capitais, por dar resposta à discussão em torno da preferência do valor de mercado em vez do valor contabilístico, e por ser aplicável à avaliação de todos os tipos de empresas. Os autores referem que para obter um resultado de sucesso o analista deverá ter que compreender tanto as características fundamentais da empresa, bem como o seu negócio e indústria.

O modelo DCF tem no entanto algumas desvantagens: a) é uma ferramenta mecânica e uma vez que é usada para estimar o valor intrínseco da empresa requiere mais informação que outros modelos; b) pequenas variações nos *inputs* poderão ter um grande impacto na previsão do valor da empresa (daí a importância dos pressupostos); c) e os *inputs* podem ser facilmente manipulados pelo analista no sentido de obter os resultados desejados.

Desta forma, e uma vez que o modelo proposto assenta na base fundamental do cálculo do modelo DCF, importa realçar a importância do apuramento do Free Cash Flow do the Firm.

2.1.1 Free Cash Flow to the Firm

Para a perspetiva que se pretende abordar neste projeto, são dispensáveis os seguintes passos do modelo DFC, que muitas vezes estão na origem das suas próprias desvantagens, provocadas pela enorme quantidade de pressupostos que têm que ser assumidos:

- Estimativa da Taxa de Desconto (ou Taxa de Atualização). Por ignorarmos o valor do dinheiro no tempo, ignoramos o cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted*

Average Cost of Capital - WACC), e por isso a definição de uma estrutura de capital eficiente, o custo médio da dívida e o custo médio dos capitais próprios.

- Cálculo do Valor Terminal (*Terminal Value*): a grande dificuldade em assumir uma taxa de crescimento constante para a perpetuidade, não é determinante neste projeto, pois teremos que ter em consideração os fluxos de caixa libertados em determinados momentos, ou acumulados até esses mesmo momentos, e não uma indeterminação de períodos.

Foquemos então, apenas, no Método do *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF).

O *Free Cash Flow to the Firm* corresponde ao fluxo de caixa disponível, sendo esta a variável que em última análise queremos avaliar. Este é valor mais próximo daqueles que são os recursos disponíveis para pagar aos credores, sendo o seu cálculo, por isso, de extrema importância para a nossa análise que aqui se pretende realizar.

Existem várias formas de calcular o FCFF, e que resultam da derivação da própria fórmula:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \times (1 - t) + \text{D\&A} - \Delta\text{NWCN} - \text{CAPEX} \quad (2)$$

$$\text{FCFF} = \text{EBITDA} \times (1 - t) + \text{D\&A} \times t - \Delta\text{NWCN} - \text{CAPEX} \quad (3)$$

$$\text{FCFF} = \text{Net Income} + \text{Interest Expense} \times (1 - t) + \text{D\&A} - \Delta\text{NWCN} - \text{CAPEX}$$

$$\text{FCFF} = \text{CFO} - \text{CAPEX} \quad (4)$$

Em que: t é a taxa de imposto; $D\&A$ é o valor das depreciações e amortizações; $NWCN$ é o valor líquido das Necessidades de Fundo de Maneio; $CAPEX$ é o valor dos dispêndios em ativos de capital; CFO é o fluxo de caixa operacional.

Já sabemos que o essencial da nossa análise é a análise do *cash flow*, vamos agora identificar outros processos de análise importantes, apresentando as ideias fundamentais da Goldman Sachs.

2.2. A perspetiva da Goldman Sachs

A Goldman Sachs refere que “*Credit Analysis assesses the likelihood of an entity to be able to meet its financial commitments in a timely manner. It evaluates the capacity and willingness of the obligator*”.

Explicamos o sentido desta frase em 4 conceitos chave:

- por *financial commitments* entenda-se todos os instrumentos de dívida, nas suas mais diversas formas, como empréstimos, obrigações, dívidas a fornecedores, etc.;
- por *timely manner*, entenda-se que se a empresa falhar um pagamento (por mais pequeno que seja) entrará em *default*¹ (incumprimento);
- por *capacity*, estamos a falar na efetiva capacidade para pagar (pergunta essencial “Existe *cash*?”);
- e por *willingness* centra-se na existência de vontade para pagar (normalmente esta qualidade não se põe em causa).

Segundo a Goldman, a análise de crédito pode ser feita sobre governos ou outras agências governamentais, empresas financeiras e não financeiras, veículos estruturados, entre outros.

Esta análise não se foca somente no apuramento da probabilidade de *default*, permite também diferenciar a qualidade do crédito das empresas. Por fim, esta é particularmente importante quando o ciclo económico está a iniciar uma fase de recessão, altura em que as empresas ficam inevitavelmente numa posição financeira mais fraca.

O risco de Crédito, que aqui se pretende entender, tem as seguintes características a conhecer:

- uma natureza assimétrica
- uma natureza prospetiva
- uma natureza qualitativa e quantitativa

¹ Mesmo que uma entidade se encontre em *default* tal não significa necessariamente que um investidor perca o seu investimento uma vez que o emitente da dívida poderá pagar com atraso.

2.2.1. A natureza Assimétrica do risco de crédito

O risco de crédito tem uma natureza assimétrica, na medida em que o *upside* é limitado (o obrigacionista recebe apenas os juros e nada mais do que isso, mesmo que a empresa atravesse um período de grande crescimento), mas o *downside* é grande (pois para além dos juros - rendimento – pode perder também o capital investido). A análise de crédito foca-se sobretudo no *downside*, ou seja, no que pode correr mal. É sobretudo nesta questão que reside a grande diferença entre os detentores de dívida e de capital.

Tabela 1 - Análise de Credora vs. Análise Acionista

	Análise de Crédito	Análise de Ações
Vínculo Contratual	Contrato Fixo (Credor)	Propriedade
Oportunidade de <i>upside</i>	<i>Upside</i> inexistente (a remuneração é fixa).	Ilimitado (o potencial de valorização da ação é ilimitado).
Risco de <i>downside</i>	Em caso de <i>default</i> , o credor é <i>senior</i> face ao accionista já que é ressarcido em primeiro lugar. Contudo o risco de <i>downside</i> é igual ao do accionista, já que existe a probabilidade de perder todo o capital investido + juros corridos.	Em caso de <i>default</i> , o accionista perde quase sempre o capital investido (em teoria é o último a receber).
Recompensa	Juros	Valorização de Capital e Dividendos

Fonte: Elaboração Própria

A Goldman Sachs identifica as seguintes finalidades para a análise de crédito:

- Para decisões de *asset allocation*:
 - Decisões de *trading* e de concessão de crédito por parte dos bancos;
 - A alocação de capitais imposta aos bancos por parte das autoridades regulatórias está associada ao *rating* implícito ou explícito dos seus passivos e ativos;
 - Muitas gestoras de ativos têm mandatos associados aos *ratings*, nomeadamente fundos de investimento que só podem investir em empresas *Sub-Investment Grade (High Yield)* ou *Investment Grade*;
 - Empresas avaliam a solvabilidade financeira dos seus clientes e fornecedores com base na análise de crédito.
- Para decisões estruturais ao negócio:

- Qual o montante de dívida e calendário de pagamentos que uma empresa pode aguentar?
 - Quanto pior a qualidade creditícia, mais restritos são os *covenants*² impostos pelos bancos no momento da concessão de empréstimos.
- Para decisões de *pricing*:
 - Qual o preço a atribuir a obrigações, empréstimos, Credit Default Swaps? Quanto pior a qualidade creditícia, maior o preço exigido, embora esta relação não seja estritamente linear.

2.2.2. A Natureza Prospetiva da análise de crédito.

A questão chave, numa análise desta natureza, é saber responder à pergunta: “Existe dinheiro suficiente para “servir” atempadamente todos e quaisquer compromissos financeiros sem por em causa a solvabilidade da empresa?”. Só uma análise focada na geração e adequada gestão dos *cash flows* pode responder a essa questão. Para isso, a análise de informação histórica é importante, mas a avaliação prospetiva é imperativa uma vez que os compromissos financeiros têm que ser pagos no futuro.

2.2.3. A Natureza Quantitativa mas também Qualitativa da análise de crédito.

A análise não pode ser exclusivamente quantitativa, isto é, somente com base em modelos. Tem que tomar, igualmente em consideração, fatores qualitativos. Segundo a Goldman Sachs, “uma boa análise de crédito conta com a capacidade do analista em identificar e avaliar (ou pesar) os fatores relevantes para o crédito”.

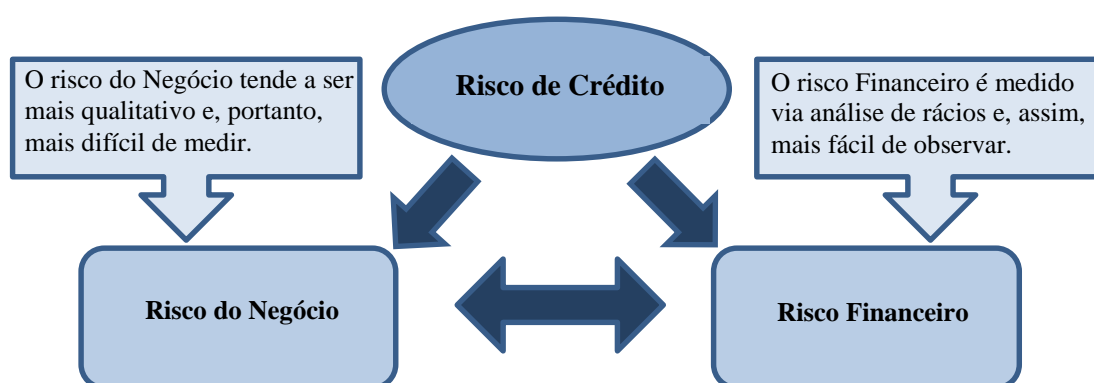
Além de uma análise aos fundamentais da empresa, é importante a análise de tendências da indústria, onde a empresa analisada é avaliada no contexto dos seus *peers*, isto é comparada à performance dos outros *players* da indústria.

² Covenants: fazem parte dos termos e condições encontrados em contratos financeiros. São dispostos pelos financiadores para garantir ações ou restrições/proibições por parte dos tomadores do crédito.

Para concluir, **a análise de crédito é também uma análise de riscos**, podendo-se destacar dois essenciais:

- **Risco do Negócio ou Risco da Indústria:** Risco que resulta da atividade propriamente dita, e depende, entre outras coisas, das tendências da indústria, do ambiente concorrencial, etc. É um risco difícil de quantificar e é quase sempre efetuado qualitativamente;
- **Risco Financeiro:** resulta do trabalho da equipa de gestão da empresa, nomeadamente decisões de natureza estratégica e operacional mas também financeira. Este é um risco mais facilmente quantificável já que podemos recorrer a rácios financeiros para medir a produtividade e rentabilidade da empresa, a alavancagem, a liquidez, entre outros.

Figura 1 - Risco de Crédito



Fonte: Goldman Sachs, 2010

De seguida apresentam-se os rácios de crédito mais utilizados pela agência de *rating* S&P:

Tabela 2 - Rácios de Crédito, S&P

S&P financial risk indicative ratios			
	Cash Flow (FFO³/Debt) (%)	Debt Leverage (Total debt/ Capital) (%)	Debt / EBITDA (x)
Minimal	Over 60	Below 25	<1.5
Modest	45 – 60	25 – 35	1.5 – 2.0
Intermediate	30 – 45	35 – 45	2.0 – 3.0
Significant	20 – 30	45 – 60	3.0 – 4.0
Aggressive	12 – 20	50 – 60	4.0 – 5.0
Highly leveraged	Below 12	Over 60	>5.0

S&P Grid	Financial Risk profile					
Business Risk profile	Minimal	Modest	Intermediate	Significant	Aggressive	Highly leveraged
Excellent	AAA	AA	A	A-	BBB	-
Strong	AA	A	A-	BBB	BB	BB
Satisfactory	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+
Fair	-	BBB-	BB+	BB	BB-	B
Weak	-	-	BB	BB-	B+	B-
Vulnerable	-	-	-	B+	B	CCC+

Fonte: S&P, 2009

2.2.4. Análise do Risco de Negócio

A Análise do Risco de Negócio passa pelo estudo das seguintes áreas chave:

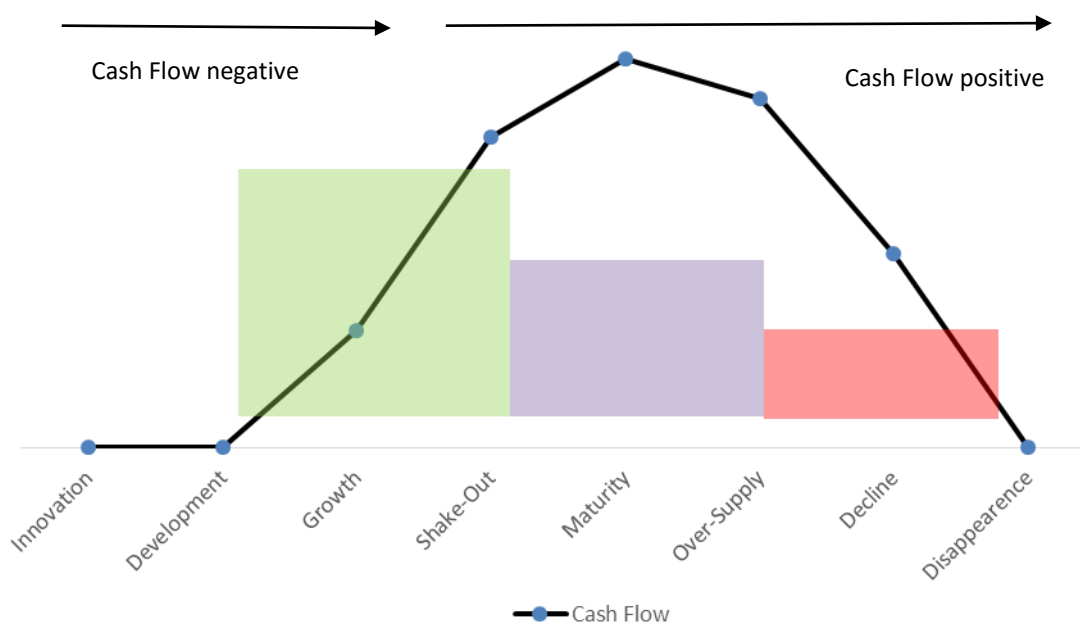
- O ambiente macroeconómico: nomeadamente, a análise do risco-país onde a empresa opera e perspectivas de crescimento desses países (análise especialmente importante nos países emergentes), evolução esperada do preço das matérias-primas (nomeadamente o risco de subida dos preços) e análise da (in)capacidade da empresa as fazer refletir no preço de venda dos produtos finais, análise do risco cambial, entre outros.
- A indústria: nomeadamente análise de novas tendências de consumo, determinação da maturidade da indústria (a maturidade determinará a necessidade de CAPEX e a geração

³ Funds from operations

de *cash*, por exemplo), análise à estrutura de mercado e clima concorrencial (existência de monopólios, oligopólios, competição perfeita/imperfeita.), possíveis alterações regulamentares (como a limitação às emissões de CO₂), entre outros.

- A empresa: tais como a dimensão (empresas maiores tendem a ser mais resistentes à mudança, mas beneficiam das economias de escala e maior diversificação), posição competitiva (Qual a quota de mercado? A empresa é um *Price Settler* ou um *Price Taker*? É líder de mercado?), análise do mix de produtos e geografias (produtos novos vs. antigos, venda para países emergentes? Venda de apenas um produto ou um portfólio diversificado?), a estrutura de custos e poder negocial (adequação dos variáveis/fixos, capacidade negocial da empresa junto dos fornecedores).

Figura 2 - O Ciclo de Vida da Empresa/Indústria



Early Stage - ROIC⁴ e % de reinvestimento do *Cash Flow* de nível elevado

Maturing business - ROIC e % de reinvestimento do Cash Flow de nível médio

Steady State - ROIC e % de reinvestimento do Cash Flow de nível baixo

Fonte: *Goldman Sachs*, 2010; Elaboração Própria

⁴ ROIC = Return on Invested Capital, ou seja, Retorno do Capital Investido

2.2.5. Análise do Risco Financeiro

Os riscos financeiros são todos aqueles que surgem da empresa gerar muito pouco cash flow para honrar os seus compromissos financeiros. O origem desses riscos esta normalmente associados à baixa capacidade de gerar lucro, ao elevado endividamento ou à baixa liquidez.

O Risco Financeiro não é mais do que a possibilidade da empresa em não dar resposta aos seus compromissos financeiros. Entre outras coisas resulta essencialmente das visões e objetivos da equipa de gestão. As metas financeiras dão muitas vezes uma boa visão da forma como a equipa de gestão gere o crédito. É contudo importante saber até que ponto os objetivos “prometidos” são cumpridos. Assim o estudo da empresa pode incluir uma análise à credibilidade da equipa de gestão, que passa por rever até que ponto estas metas são realistas e por medir a capacidade histórica da gestão em cumprir aquilo a que se compromete.

A análise Financeira apoia-se sobretudo nos condutores de *Cash Flow*, nas Políticas Financeiras e nos Rácios de Crédito para atestar a saúde financeira da empresa. É sobre estes três pontos que esta dissertação se vai focar.

2.2.6. A Análise do Free Cash Flow

A Goldman Sachs dá exemplo de 3 possíveis abordagens ao cálculo desta rubrica:

Tabela 3 - Abordagens ao Cálculo do *Cash Flow*

Traditional Cash Flow Analysis		
Net income	Net income	200,00
+ Depreciation & amortization	Depreciation / Amortization	30,00
+/- Non-cash & non-recurring items	Non-cash & non-recurring items	20,00
+/- Change in operating working capital	Dec. (inc.) in OWC	-35,00
= Operating Cash Flows (1)	Operating Cash Flows (OCF)	215,00
- Capital expenditures	CAPEX	-180,00
+/- Acquisitions/Disposal of assets	Acquisitions	-100,00
	Asset Disposal	30,00
= Investing Cash Flows (2)	Investing cash flows (ICF)	-250,00
- Dividends paid	Dividends paid	-40,00
+/- Share issues/repurchases	New equity issued	0,00

+/- Loans taken out/repaid	Share repurchased	-10,00
	Long term debt issued	200,00
	Long term debt repayment	-100,00
	Change in short term debt	25,00
=Financial Cash Flow (3)	Financial cash flow (FCF)	75,00
(1)+(2)+(3) = Changes is cash and cash equivalents	Changes is cash and cash equivalents	40,00

Cash Flow Analysis from Credit Model		
The business generates cash flow (FFO)	Net income	200,00
	Depreciation / Amortization	30,00
	Non-cash & non-recurring items	20,00
FFO can be spent on: - Operating Working Capital - CAPEX - Dividends - Acquisitions	Funds from operations (FFO)	250,00
	Dec. (inc.) in OWC	-35,00
	Operating Cash Flows (OCF)	215,00
	CAPEX	-180,00
	Free operating Cash Flow	35,00
	Dividends paid	-40,00
	Discretionary Cash Flow	-5,00
	Acquisitions	-100,00
	Asset Disposal	30,00
	Net of other sources (uses) of cash	0,00
The resulting cash flow surplus (deficit) will go either: Debt: decreased/increased of debt Equity: share buy-back/ issuance Cash: increase/decrease of cash position	Pre-financing cash flows (ICF)	-75,00
	Inc. (dec.) in debt	125,00
	Net sale repurchase of equity	-10,00
	Inc. (dec.) in cash and securities	40,00

Cash Flow Views - Comparison			
Net income	200,00	Net income	200,00
Depreciation / Amortization	30,00	Depreciation / Amortization	30,00
Non-cash & non-recurring items	20,00	Non-cash & non-recurring items	20,00
Dec. (inc.) in OWC	-35,00	Funds from operations (FFO)	250,00
Operating Cash Flows (OCF)	215,00	Dec. (inc.) in OWC	-35,00
CAPEX	-180,00	Operating Cash Flows (OCF)	215,00
Acquisitions	-100,00	CAPEX	-180,00
Asset Disposal	30,00	Free operating Cash Flow	35,00
Investing cash flows (ICF)	-250,00	Dividends paid	-40,00
Dividends paid	-40,00	Discretionary Cash Flow	-5,00
New equity issued	0,00	Acquisitions	-100,00
Share repurchased	-10,00	Asset Disposal	30,00
Long term debt issued	200,00	Net of other sources (uses) of cash	0,00
Long term debt repayment	-100,00	Prefinancing cash flows (ICF)	-75,00
Change in short term debt	25,00	Inc. (dec.) in debt	125,00
Financial cash flow (FCF)	75,00	Net sale repurchase of equity	-10,00
Changes is cash and cash equivalents	40,00	Inc. (dec.) in cash and securities	40,00

Fonte: Goldman Sachs, 2010

Nota: para o que se pretende, é indiferente chamarmos FCF (*Free Cash Flow*), FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*) ou simplesmente *Cash Flow*, o que importa é termos a noção que estamos a descontar todos os fluxos que irão dar origem a saídas de dinheiro no futuro, seja para que agente for (acionista, obrigacionista, fornecedores, estado, etc.).

Tendo em conta a fórmula de cálculo do Free Cash Flow (FCF), os condutores do *cash flow* são os seguintes:

1) *Funds From Operations* (FFO):

$$\text{Net Income} + \text{Depreciation} + \text{Non Cash} + \text{Non recurring items} \quad (5)$$

As rubricas que mais influenciam o cálculo dos *Funds From Operations* são as receitas e a estrutura de custos. No caso das receitas é necessário perceber o que as direciona, se o volume, se o preço, e neste aspeto, qual a ciclicidade dos volumes (é um negocio sazonal?), e qual o poder negocial da empresa (esta consegue refletir variações de custos no preço final dos produtos vendidos?). No caso dos custos é necessário avaliar a volatilidade dos custos, de que é que estes dependem, qual a vulnerabilidade à variação dos preços das *commodities* (petróleo, gás natural, etc.), como é composta a estrutura de custos (é maioritariamente fixa? Podem os custos ser facilmente diminuídos?), entre outros.

A capacidade de converter as receitas em FFO pode ser medida através do rácio:

$$\frac{\text{FFO}}{\text{Receitas}} (\%) \quad (6)$$

2) *Operating Working Capital* (OWC):

$$\text{Activos Operacionais de Curto Prazo} - \text{Passivos Operacionais de CP} \quad (7)$$

(isto é)

$$(\text{Contas a Receber} + \text{Adiantamentos a Fornecedores} + \text{Inventários}) - (\text{Contas a Pagar} + \text{Impostos a Pagar}) \quad (8)$$

Um OWC positivo significa que a empresa necessita de fundos para financiar os seus passivos de curto prazo. Um OWC negativo pode significar uma fonte barata de financiamento. Um negócio em crescimento normalmente precisa de mais OWC. Apesar de poder não parecer, esta é das rubricas mais importantes na análise de crédito pois há empresas que vão à falência só

por não serem capazes de gerir o *gap* que existe entre os recebimentos de clientes e os pagamentos a fornecedores. Assim é importante analisar a existência de grandes oscilações no OWC de ano para ano.

3) CAPEX (*Capital Expenditures*):

O CAPEX é composto por duas componentes: o CAPEX de manutenção ou de reposição, aquele que ocorre na mesma proporção das depreciações do exercício e que são necessárias para garantir a continuidade da atividade operacional da empresa, e o CAPEX de Expansão, aquele que permite expandir a capacidade de produção da empresa. Assim, se a seguinte condição se verificar quer dizer que existe expansão a empresa:

$$\frac{\text{CAPEX}}{\text{Depreciações} \times (1 + \text{inflação})^{\text{vida média dos activos}}} > 1 \quad (9)$$

Quando o ciclo económico está em *downturn*, tipicamente o CAPEX cai, mas este nunca pode descer abaixo do que são as depreciações do exercício, pois isso poria em causa a continuidade da atividade da empresa.

4) Política de Dividendos:

As empresas têm normalmente uma política de dividendos definida. A Goldman Sachs refere como sendo as mais comuns, as seguintes políticas:

- 40% a 50% do *Net Income*;
- 10% de crescimento dos *Dividends per share*.

Apesar de não ser obrigatória a distribuição de dividendos, as empresas evitam ao máximo reduzir ou eliminar a remuneração acionista, uma vez que esta ação dá uma imagem negativa ao mercado. Fazem-no apenas quando a empresa está numa situação de grande detioração. Dada esta tendência, grande parte dos analistas de crédito consideram os dividendos como sendo uma componente não discricionária e por isso incluem no cálculo do *Retained Cash Flow* (resultados retidos), ou seja, é considerada como sendo uma obrigação financeira para efeito do cálculo do FCF. Para estimarmos esta rubrica, *dividendos a distribuir*, é útil percebermos se o mercado espera que esta política sofra alterações.

5) Fusões e Aquisições

Perante a expectativa de uma operação de compra, é necessário contabilizar esse facto como um *cash outflow*. Os condutores do *cash flow* devem ser avaliados no contexto da indústria da empresa em estudo: como exemplo, o *cash flow* em OWC é baixo na indústria *Utilities*, mas o CAPEX é elevado; e as empresas de tabaco tendem a ter um CAPEX baixo e pagamentos de Dividendos elevados.

Medidas para aferir a adequabilidade do *Cash Flow*:

$$\frac{FFO}{Dívida} (\%) \quad (10)$$

$$\frac{Free\ Operating\ Cash\ Flow}{Dívida} (\%) \text{ – muito utilizado pela agência de } rating \text{ S\&P} \quad (11)$$

$$\frac{Free\ Cash\ Flow}{Dívida} (\%) \quad (12)$$

$$\frac{Retained\ Cash\ Flow}{Dívida} (\%) \text{ - muito utilizado pela agência de } rating \text{ Moody's} \quad (13)$$

Os rácios baseados no *cash flow* avaliam a capacidade do negócio/empresa em pagar a dívida após impostos e juros (FFO), CAPEX e dividendos.

2.2.7. A importância da liquidez

O acesso a liquidez é especialmente importante em tempos de turbulência dos mercados (*market turmoil*). Por esse motivo, a maturidade da dívida de uma empresa deve ser equilibrada ao longo do tempo de forma a evitar o risco de refinanciamento, isto é, o risco de a empresa ter dificuldade em refinarçar um grande montante de dívida. O nível de liquidez é flexibilizado quando a empresa tem acesso a linhas de crédito (autorizadas mas não utilizadas) e é medido pela facilidade da empresa conseguir aceder a capital e/ou ao mercado de capitais para se financiar.

Alguns rácios podem ser considerados, como:

$$\frac{Maturing\ Debt}{FFO} (\%) \quad (14)$$

$$\frac{Maturing\ Debt}{Cash\ Flow\ post\ CAPEX\ \&\ Dividends} (\%) \quad (15)$$

$$\frac{\text{Cash} + \text{Marketable Securities} + \text{Committed undrawn lines}}{\text{Maturing Debt}} (\%) \quad (16)$$

A liquidez é conduzida por vários fatores: a posição de cash em Balanço, a performance operacional, as necessidades de investimento, os dividendos, e o perfil de reembolso da dívida (*redemption profile*).

Podemos destacar outros rácios de crédito importantes. No conjunto todos ajudam a completar o estudo sobre a qualidade creditícia da empresa.

$$\text{EBITDA Margin } (\%) = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receitas}} (\%) \quad (17)$$

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Juros a pagar}} (x) \quad (18)$$

$$\text{FFO interest coverage} = \frac{(\text{FFO} + \text{Juros a pagar})}{\text{Interest}} (x) \quad (19)$$

$\frac{\text{Dívida}}{\text{Capital Social}} (\%)$: (20) dá-nos a percentagem da dívida na estrutura do capital. Como o capital próprio é valorizado pelo seu valor histórico (*book value*), este rácio por vezes apenas dá uma indicação limitada da capacidade do negócio em pagar a dívida.

$\frac{\text{Debt}}{\text{EBITDA}} (x)$: (21) compara o nível de dívida com a geração de receitas. Este rácio é largamente usado em finanças alavancadas (*leveraged finance*)

$$\frac{\text{FFO}}{\text{DEBT}} (\%) \quad (22)$$

$$\frac{\text{Free Operating Cash Flow}}{\text{DEBT}} (\%): \text{S\&P} \quad (23)$$

$$\frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{DEBT}} (\%) \quad (24)$$

$$\frac{\text{Retained Cash Flow}}{\text{DEBT}} (\%): \text{Moody's} \quad (25)$$

2.2.8. Ajustamentos ao cálculo do FCF

A Goldman Sachs chama a atenção para o facto de se tornar necessário realizar alguns ajustamentos às rubricas que compõem o FCF quando se acredita que a posição contabilística pode não ser totalmente refletora das responsabilidades financeiras da empresa. Esses ajustamentos são aliás parte integrante das metodologias desenvolvidas e aplicadas pelas conhecidas agências de *rating*, Moody's, S&P e Fitch. A importância da sua aplicação varia com o tipo de indústria, jurisdições e com o tempo. A aplicação destes ajustamentos tende a enfraquecer as métricas de crédito das empresas analisadas.

“The goal is to truly capture the future cash outflows the company will be facing, as debt will have to be paid by cash!”

Normalmente esses ajustamentos acrescem à dívida, e estão associados à necessidade de contabilizar a existência de:

- 1) Contributos para o Fundo de Pensões da empresa (caso existam);
- 2) Locações Operacionais;
- 3) Títulos híbridos;
- 4) Securitizações.

Ponto a ponto explicaremos que tipo de ajustamentos devem ser feito a título de cada rubrica:

- 1) Os analistas de crédito consideram que os Fundos de Pensões devem ser tratados como dívida, pois na verdade o seu pagamento é obrigatório. Os desembolsos, a favor do Fundo de Pensões, têm uma periodicidade definida e representam futuras obrigações da empresa. O valor das contribuições varia consoante vários fatores como: esperança média de vida dos pensionistas, nível salarial final, taxa de desconto (para atualização dos passivos) e taxa de juro (para atualização dos ativos). Os analistas não estão tão preocupados em perceber se a empresa está a assumir os pressupostos corretos para o cálculo das contribuições anuais mas perceber se o fundo está em *deficit* ou não, isto é, perceber se até ao momento as contribuições realizadas chegam para pagar as pensões já definidas. Por outro lado, fundos sobre financiados não fazem reduzir a dívida da empresa, já o contrário sim. Assim sendo perante *deficit*:

$$\text{Dívida Ajustada} = \text{Dívida} + \text{Deficit do fundo de pensões} \quad (26)$$

O *deficit* do fundo de pensões é calculado pela diferença entre as contribuições projetadas e o *fair value* dos ativos que constam a cada momento no fundo de pensões.

- 2) Contrariamente à locação financeira, a locação operacional é uma forma de financiamento que não está refletida nos passivos do Balanço. Contudo, e apesar de se tratar de uma rubrica de Gasto (demonstração de Resultados), esta reflete um compromisso financeiro periódico e por isso os seus pagamentos devem ser vistos como obrigações, a acrescentar à dívida. As empresas devem ser avaliadas independentemente da forma como estas financiam os seus ativos, como tal, é importante fazer este ajustamento de forma capitalizada garantido a comparabilidade entre elas. Este ajustamento é especialmente importante em companhias aéreas ou empresas de retalho.

Por forma a capitalizar as locações operacionais, assume-se que os ativos locados foram “adquiridos” e financiados por dívida. Contabilisticamente, este movimento faria aumentar de igual forma os ativos e os passivos do balanço. Por outro lado, a empresa deixaria de ter custos de renda e passaria a ter depreciações. Em princípio, este ajustamento não faz alterar o FCF, contudo faz alterar algumas métricas de crédito (rácios), que se baseiam na posição relativa de certas rubricas em relação à Dívida Total e que irão, inevitavelmente, piorar. A exceção vai para os rácios de rentabilidade (como $\frac{EBITDA}{Dívida}$), pois o EBITDA vai melhorar com a diminuição das rendas (custo operacional)).

- 3) A empresa pode ter em balanço títulos com características simultâneas de dívida e de *equity*. O tratamento dado a estes títulos varia entre os analistas e agências de *rating*. Normalmente os instrumentos são tratados como sendo 25% *equity* + 75% *debt* ou 50% *equity* + 50% *debt*. Para garantir o conservadorismo da análise é preferível assumir a primeira convenção já que a componente de dívida é superior.
- 4) Há empresas que titularizam ativos como por exemplo as “contas a Receber” de clientes. Basicamente, os ativos são transferidos para um SPV (*Special Purpose Vehicle*) e são emitidas obrigações cujo colateral são os ativos do SPV. Os recursos recolhidos pela emissão de obrigações são como que um adiantamento do recebimento de clientes. Há medida que estes vão efetivamente pagando à empresa, os compradores das obrigações

serão ressarcidos. A questão, que aqui se coloca, é se a transferência dos ativos para a SPV é uma “venda em definitivo” ou se a empresa continua com algum vínculo aos clientes de quem devia ter recebido esses pagamentos. Outra questão com esta relacionada é: e se um dos clientes entrar em incumprimento, terá a empresa que pagar aos compradores dessas obrigações? A legislação que regula estas questões não é clara, há aliás imensas lacunas na lei dada a complexidade destes instrumentos financeiros e a velocidade com que surgiram. Assim, para garantir o cenário mais conservador os analistas consideram que essa transferência não é uma venda “em definitivo” e que o risco de não pagamento continua do lado da empresa. Assim sendo a dívida é ajustada para refletir os títulos titularizados.

2.2.9. A análise da estrutura de capital

A análise de crédito e das obrigações inclui também analisar o posicionamento, enquanto investidor, na estrutura de capitais da empresa. Este aspecto é especialmente importante pois ajuda a determinar o risco do investimento e a adequabilidade da sua remuneração, e ainda, em situações de *stress*, a taxa de recuperação do investimento (*recovery rate*).

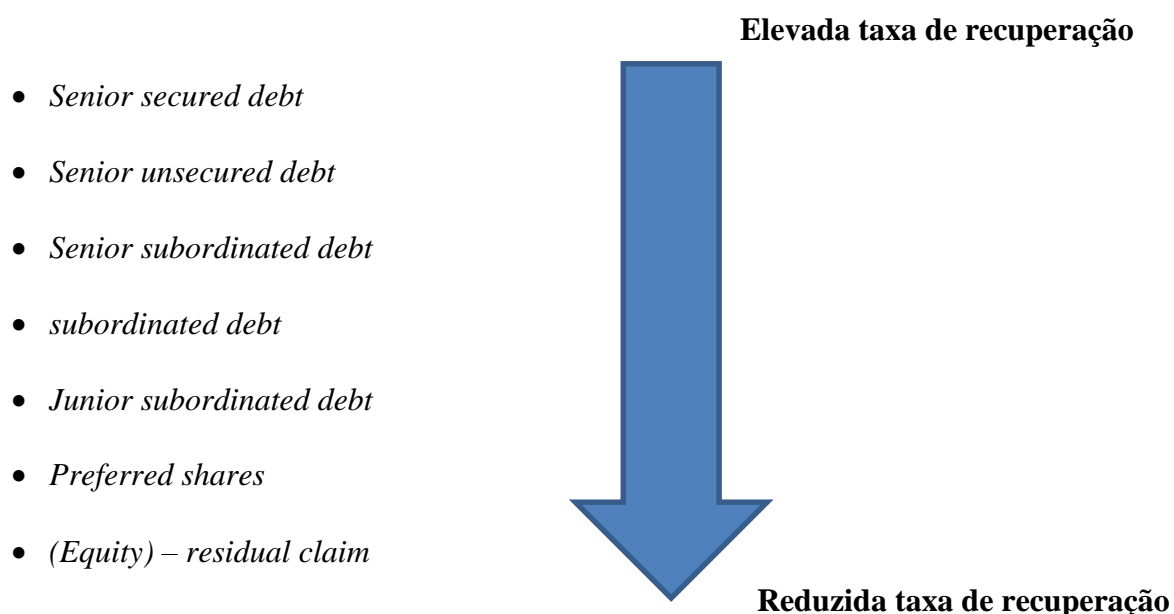
Assim, é importante perceber qual a subordinação da dívida, qual a relação existente entre a entidade que a emitiu e a holding do grupo em que esta entidade se insere. No mesmo grupo económico, diferentes entidades podem ter diferentes *ratings*, emissões da mesma entidade podem ter diferentes níveis de subordinação e por isso diferentes taxas de recuperação do investimento.

Uma boa forma de começar a analisar esta questão é atentar se existem diferenças de *rating* entre a empresa mãe e as empresas subsidiárias, e se as obrigações em que estamos investidos têm uma notação diferente do *rating* da empresa que a emitiu. De notar que a notação de *rating* das entidade emitentes não têm em consideração as taxas de recuperação do investimento. Contudo, o *rating* dos instrumentos já entra em consideração com a probabilidade de *default* e com a taxa de recuperação, pelo que normalmente taxas de recuperação mais baixas estão associadas a instrumentos de dívida com *rating* inferior. Assim sendo, o *rating* que mais importa é o do instrumento e não o da empresa que o emite. Normalmente dívida mais sénior tem um *rating* superior e uma *recovery rate* maior que a dívida mais júnior.

“Companies may issue types of debt which have different priority claims in a bankruptcy scenario”

Genericamente podemos dizer que todos os tipos de dívida têm a mesma probabilidade de *default* devido às cláusulas de *cross-default*⁵ que constam na documentação dos empréstimos e/ou obrigações. Contudo os *claims* ou “direitos” de cada obrigacionista, num evento de *default*, variam entre si e dependem de outros aspetos da obrigação, nomeadamente a subordinação da dívida. Obrigações de superior senioridade (com *claims* de ranking superior) são liquidadas/satisfeitas em primeiro lugar; todos os ativos que remanescerem desse “serviço” servirão para satisfazer os obrigacionistas que se encontram a seguir na hierarquia. Assim sendo, dívida mais júnior tem taxas de recuperação mais baixas que dívida mais sénior pois a qualidade de crédito das primeiras é inferior. A subordinação de cada obrigação e/ou empréstimo está definida no prospeto de cada instrumento (contrato). Este é sem dúvida um aspeto essencial para avaliar a adequabilidade do binómio risco/retorno, sendo que em princípio, a dívida júnior é aquela que sendo mais arriscada tem potencial para gerar mais rentabilidade.

Figura 3 - Ranking da Dívida em caso de Falência



Fonte: Goldman Sachs, 2010

⁵ O Cross Default é, segundo a Investopedia, “a provision in a bond indenture or loan agreement that puts the borrower in default if the borrower defaults on another obligation.”

De notar que a dívida da *holding* não tem que ser necessariamente mais sénior que a dívida das suas subsidiárias, muito pelo contrário. Normalmente, a dívida de empresas não-operacionais (como as *holdings*, que não tem ativos, apenas gerem participações) são estruturalmente subordinadas às obrigações emitidas pelas subsidiárias operacionais. A Goldman Sachs refere que existe subordinação efetiva da dívida da holding face à dívida das subsidiárias se:

- a empresa mãe não tem fluxos de caixa próprios e depende dos fluxos de caixa libertados pelas suas subordinadas, ou unidades operacionais, para liquidar a sua dívida;
- houver dívida das unidades operacionais, que tenha prioridade sobre, a dívida da empresa mãe, no *cash flow* das mesmas.

Assim, num cenário de *default*, o *cash flow* das unidades operacionais, ou subsidiárias, irão servir primeiro os credores dessas unidades, e só o remanescente é que será utilizado para liquidar a dívida dos credores da holding.

“The closer you are to the cash flows the better!”

Goldman Sachs, 2010

2.2.10. Os *covenants* de crédito

Os *covenants*, ou cláusulas contratuais, têm como objetivo principal limitar o endividamento das entidades emissoras. Estas constam na documentação de uma obrigação ou empréstimo e têm o intuito de proteger os credores de uma deterioração significativa da qualidade de crédito. Estes também ajudam a gerir de forma mais cuidada o conflito de interesses entre credores e acionistas.

Os *covenants* focam-se sobretudo: na capacidade de pagamento das atuais obrigações (impedindo que a empresa emita dívida indefinidamente), na subordinação dos instrumentos já emitidos (evitam por exemplo que sejam emitidas, posteriormente, obrigações de subordinação superior, alterando significativamente a posição de um credor no ranking dos credores) e no risco de evento (risco da empresa ser alvo de fusões e aquisições já que estas podem por exemplo alterar significativamente a qualidade de crédito das obrigações).

Emitentes de fraca qualidade de crédito têm normalmente limites mais restritivos; estes são impostos pelos credores no momento da colocação/emissão da dívida. Os *covenants* devem sempre ser analisados tendo em conta o enquadramento legal do país em que a empresa emitente está sediada. De notar que, estes não evitam a falência mas quando violados podem ser importantes chamadas de atenção. Quando um destes limites é violado ou ultrapassado então considera-se que o emitente entrou em falência técnica. Nesse momento, os credores podem exigir o pagamento imediato dos recursos emprestados. Em contrapartida, credores e empresa podem negociar para que as condições do pagamento sejam alteradas para garantir que esta se mune das capacidades necessárias para pagar a dívida de forma integral, sem severo prejuízo para os credores. A negociação até pode acontecer antes dos *covenants* serem violados, quando há já a forte expectativa que tal vai acontecer.

Os *covenants* são ainda mais restritivos nos empréstimos bancários e nos *private placements* (colocações privadas de dívida) embora a renegociação, se necessária, possa ser mais fácil nestes casos.

Há dois tipos de *covenants*:

- *Covenants* afirmativos: impõem ações por parte da empresa (ex.: manter um rácio de Net Debt to EBITDA abaixo de 7x);
- *Covenants* negativos: proíbem a empresa a certas ações (ex.: proíbem a venda de certos ativos).

Podem ainda ter a seguintes classificações:

- *Covenants* de Manutenção: são *covenants* que têm que ser mantidos e testados trimestralmente;
- *Covenants* de Ocorrência: serão apenas testados perante determinados eventos (perante M&A).

Os *covenants* mais comuns são os seguintes:

- *Negative pledge*: impossibilita as empresas emitentes de emitirem dívida com grau de subordinação superior à dívida já existente (podem no entanto emitir a *pari-passu*);

- *Limitation on layering*: impede as empresas de criarem novos níveis de subordinação (ex: emissão de dívida que na estrutura de capital se situe entre as obrigações séniores e as subordinadas, não sendo no entanto pertencente a nenhum dos grupos);
- *Cross default* (dos mais importantes *covenants* de crédito): obriga o emitente a declarar *default* para todas as obrigações vivas caso ocorra o *default* numa única obrigação (ou seja, caso o emitente falhe o pagamento de uma dada responsabilidade financeira) podendo todos os credores exigir o pagamento imediato dos montantes em dívida;
- *Limitation of asset sales and Leaseback*: impede a venda dos ativos que estão dados como garantia do pagamento de certas obrigações. Desta forma, a qualidade e quantidade dos ativos disponíveis para venda, é protegida;
- *Change of Control*: esta cláusula obriga a que, numa situação de M&A, ou de uma alteração significativa da estrutura acionista da empresa, seja necessária a concordância de pelo menos 50% dos credores para a operação acontecer. Para facilitar, normalmente, é dada uma opção de venda dessas obrigações.

3. O GRUPO SEMAPA

3.1. A empresa - Semapa SGPS

A Semapa lidera um grupo industrial com atividades em três ramos distintos de negócio: 1) papel e pasta de papel, 2) cimento e derivados, e por fim 3) ambiente. Cada uma destas áreas é desenvolvida por entidades independentes nas quais a Semapa tem uma participação maioritária:

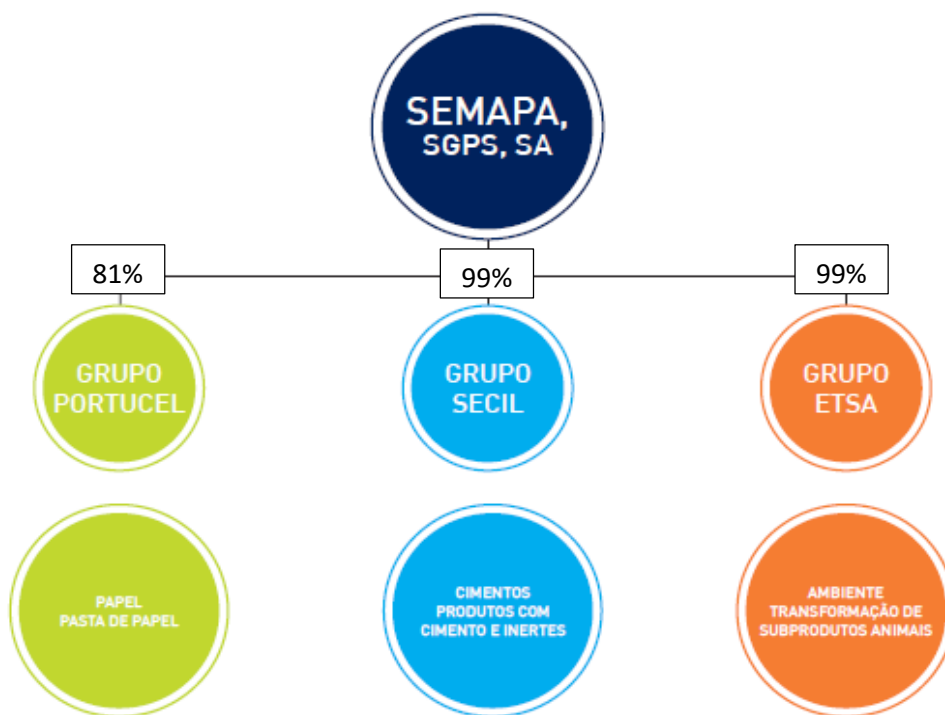
- A atividade de papel e pasta de papel é desenvolvida pela Portucel, empresa que em 2014 era participada pela Semapa em 81.18%
- A atividade cimenteira é desenvolvida pela Secil (participada em 99.99%) e pela Supremo, sociedade brasileira que desenvolve de forma independente a atividade no Brasil e que é detida em 50% pela Semapa desde 2012.
- A atividade do ambiente é desenvolvida pela ETSA onde a participação da Semapa chega a 99.89% do capital social e direitos de voto.

Todas as empresas são consolidada pelo método integral, aquando o encerramento dos períodos contabilísticos.

A Semapa enquanto sociedade gestora de participações sociais (SGPS) desenvolve direta e indiretamente atividades de gestão sobre as suas participadas. Deste modo, o cumprimento das obrigações por si assumidas depende dos *cash flows* libertados por estas empresas. A empresa depende assim da eventual distribuição de dividendos por parte das suas subsidiárias, do pagamento de juros, do reembolso de empréstimos concedidos e de outros *cash flows* gerados por essas sociedades.

À data de 31/12/2014 a estrutura do Grupo apresentava-se da seguinte estrutura:

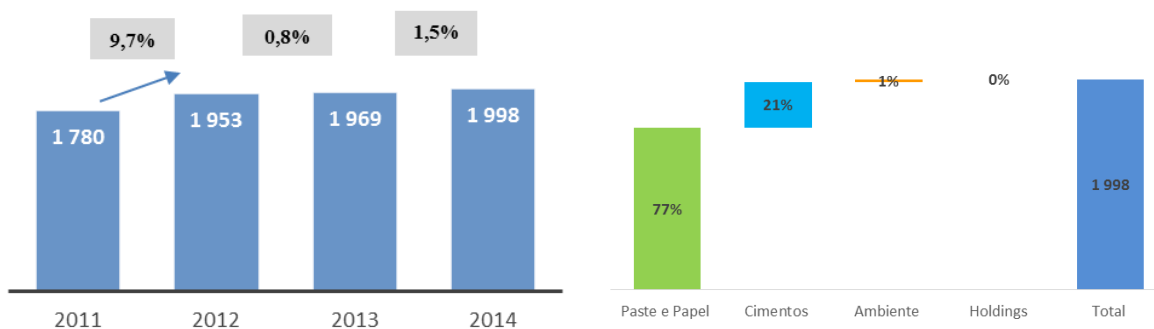
Figura 4 - Estrutura do Grupo Semapa, SGPS



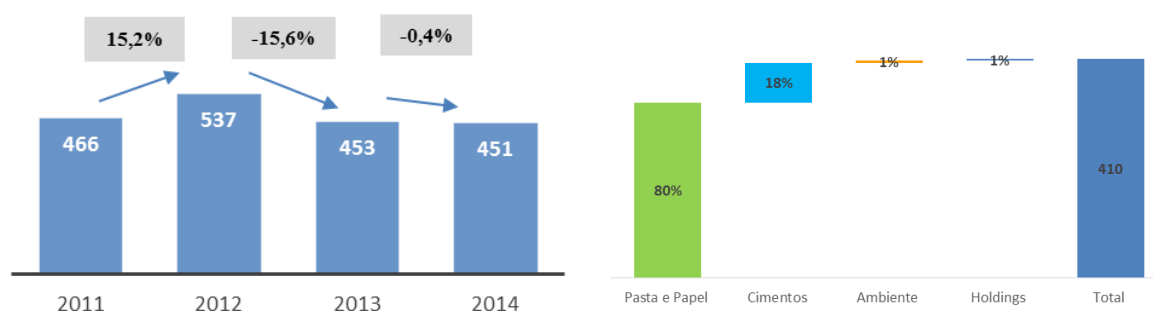
Fonte: Semapa, R&C 2013

De seguida apresentam-se os principais indicadores económico-financeiros da empresa.

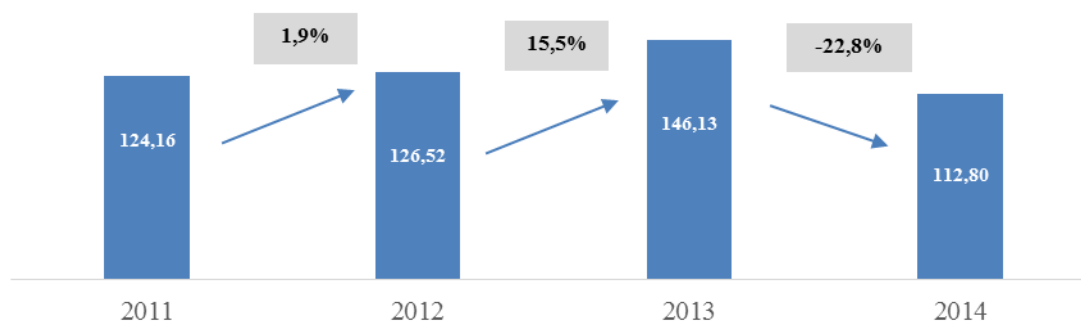
Figura 5 - Volume de Negócios Consolidado



Fonte: R&C 2014 empresa, Elaboração Própria

Figura 6 – EBITDA Consolidado

Fonte: R&C 2014 empresa, Elaboração Própria

Figura 7 - Resultado Líquido Consolidado

Fonte: R&C 2014 empresa, Elaboração Própria

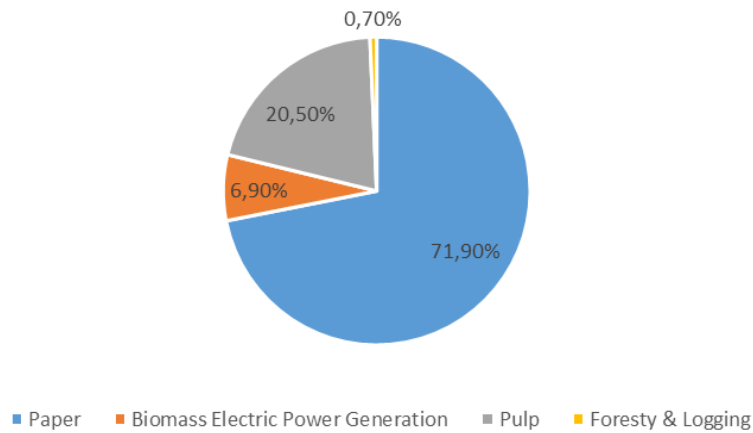
Como se pode verificar nos gráficos acima apresentados, o segmento com maior peso tanto nas Receitas como no EBITDA é o segmento de papel e pasta de papel, seguido pela área de cimentos e por último, com um peso residual, o segmento do ambiente. No final de 2014, as receitas totais da Semapa foram 1.998 mil milhões de euros e o EBITDA total superior a 410 milhões de euros.

3.2. Grupo Portucel Soporcel

Segundo pode ler-se na informação disponível no *site* da empresa, o objetivo principal do Grupo Portucel Soporcel consiste na produção e comercialização de pastas celulósicas e papel. Ocupa-se ainda de algumas atividades complementares como a exploração florestal e a produção e comercialização de energia elétrica e energia térmica.

A empresa está assim estruturada em três unidades de negócios, de acordo com o seguinte gráfico:

Figura 8 - EBITDA Portucel

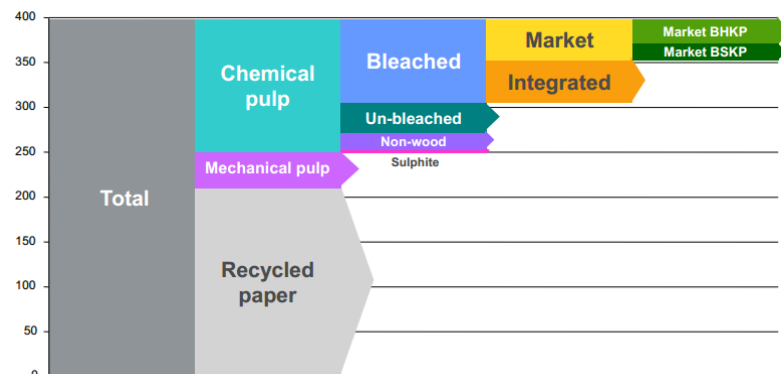


Fonte: R&C 2014, Portucel

A Portucel está entre os principais produtores europeus de papel fino do tipo *Uncoated Woodfree Paper* (UWF), papel de escritório para escrever e imprimir, e da pasta de papel do tipo *Bleached Eucalyptus Kraft Pulp* (BEKP). Esta posição de destaque agrega uma capacidade produtiva de 1,6 milhões de toneladas de papel não revestido (UWF) e de 1,4 milhões de toneladas de pasta branqueada de eucalipto (BEKP). Produz ainda 2,5 TWh/ano de energia elétrica por ano.

A estrutura de mercado onde a Portucel opera no segmento de Pasta de Papel é apresentada no gráfico seguinte: pasta obtida através de métodos químicos, branqueada, inserida no grupo “Market BHKP”, devido à matéria-prima utilizada na produção de pasta, neste caso o eucalipto.

Figura 9 - Mercado de Pasta de Papel



Fonte: Apresentação UPM, 2012

A atual estrutura produtiva do Grupo é composta por um complexo industrial em Cacia, dedicado à produção de pasta de celulose e energia, e dois complexos industriais integrados de produção de pasta de celulose, energia e papel, localizados em Setúbal e Figueira da Foz, que são uma referência a nível internacional pela sua dimensão e sofisticação tecnológica.

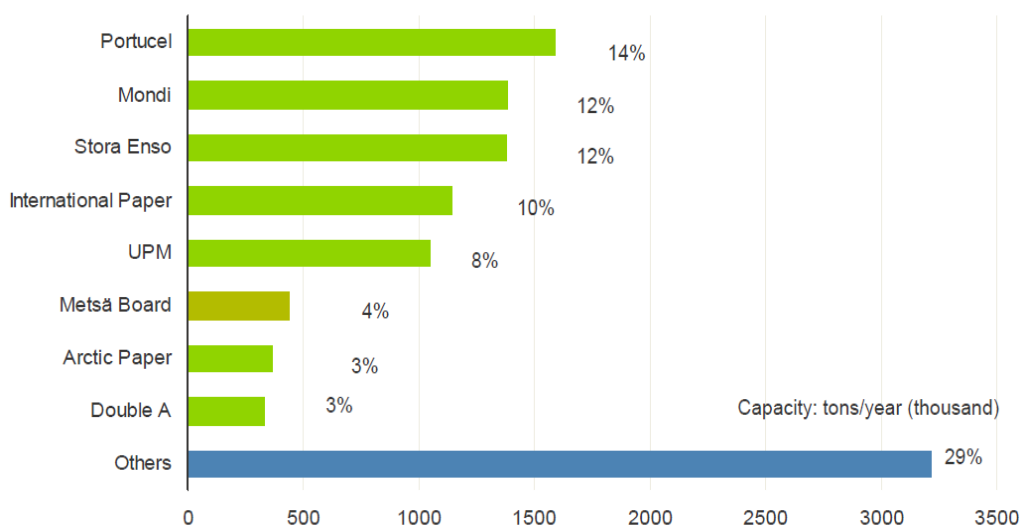
(tons/ano)	Pasta Branqueada de Eucalipto BEKP	Papel de Impressão e Escrita UWF
	Pasta Total	Papel Total
Fabrica de Cacia	300.000	0
Complexo industrial de Setubal	550.000	775.000
Complexo industrial da Figueira da Foz	570.000	790.000
Total	1.420.000	1.565.000

Fonte: Prospeto Semapa 2014

Segundo o INE – Instituto Nacional de Estatística, o Grupo Portucel Soporcel representa cerca de 3% do total das exportações nacionais, à data de 4 de Abril de 2014, *in* Prospeto Semapa 2014.

No início de 2014, e relativamente ao sector de papel do tipo UWF, apresentava a maior quota de mercado europeia, com uma percentagem superior à Mondi e à Stora Enso.

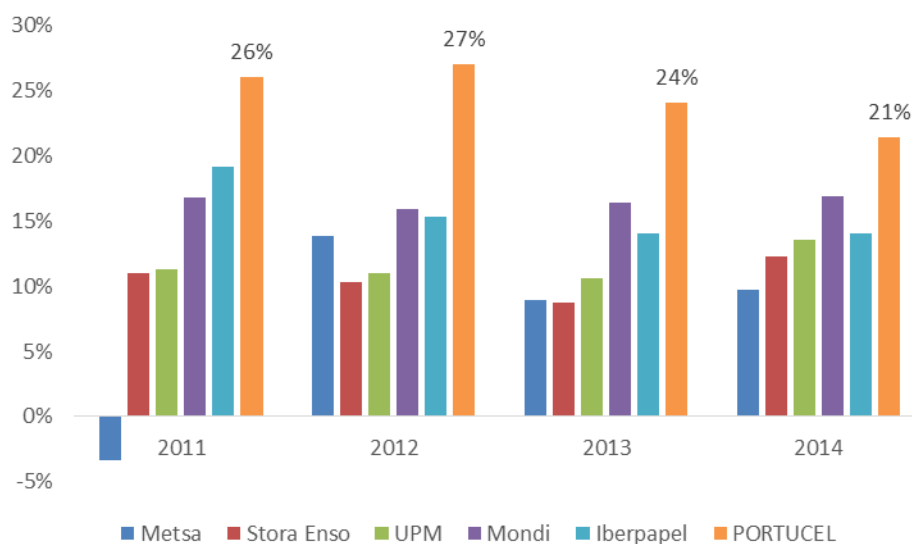
Figura 10 – Uncoated Fine Paper Capacities in Europe



Fonte: Investor Presentation 1Q2014, Metsa Board

Historicamente, a Portucel tem conseguido operar com margens superiores aos seus concorrentes, devendo-se a vários fatores como: especialização da produção num tipo de papel, enfoque na qualidade do papel, *state-of-the art* das fábricas, integração na produção, fidelização das marcas.

Figura 11 - Margens EBITDA Portucel vs Peers



Fonte: Bloomberg, Elaboração Própria

A empresa tem vindo a apostar na integração da produção de Pasta de Papel na produção de Papel Fino para obter eficiências de indústria. Ela considera-se como sendo a mais eficiente na produção de papel utilizando a própria pasta, algo que se manifesta nas suas margens, superiores à da concorrência.

Com um volume de negócios de quase 2 mil milhões de euros, o grupo Portucel atingiu nos últimos dois anos consecutivos novos máximos de volume de produção, e apesar da queda do preço da pasta e do papel, as vendas aumentaram 0,8% em 2014, face ao na anterior. As margens EBITDA registadas em 2014 deterioraram-se face a 2013, traduzindo-se numa quebra de 6,3%. De notar que em 2013 as margens EBITDA já haviam apresentado valores inferior aos verificadas nos anos anteriores. No entanto, a empresa tem sido bem-sucedida a reduzir os custos operacionais pela aplicação de programas de reestruturação operacionais levados a cabo durante os anos de 2012 e 2013, e em 2014 registou uma evolução favorável de alguns custos, em particular dos produtos químicos, da logística e eletricidade. Em Setembro de 2013 a empresa tinha pago à Semapa cerca de 116 milhões de euros em dividendos, amortizando cerca

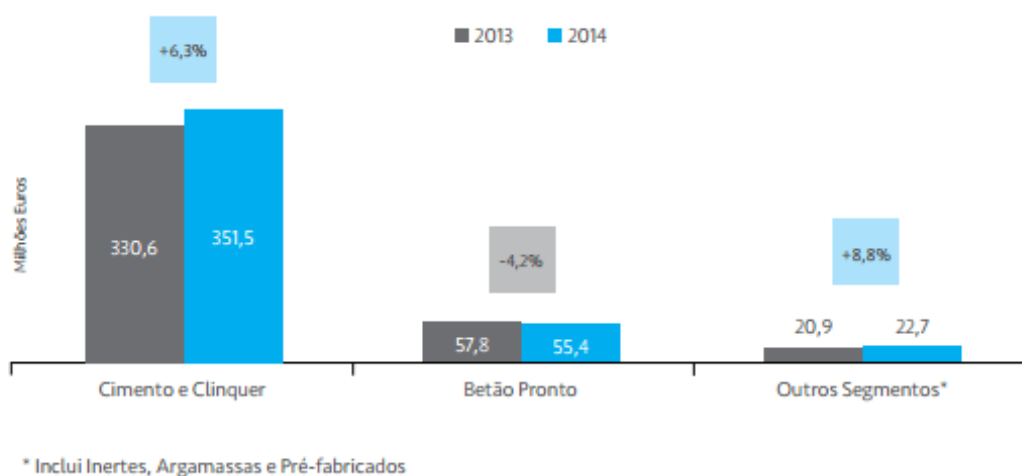
de 100 milhões de euros em dívida e tinha conseguido atingir um rácio de Net Debt to EBITDA de aproximadamente 0.7 vezes.

Em termos de perspetivas de crescimento, a empresa continua a desenvolver o seu projeto de investimento em Moçambique, que consiste no desenvolvimento de uma base florestal e na construção de uma fábrica de pasta para papel. Trata-se de um projeto com um horizonte temporal dilatado, que se encontra ainda numa fase inicial, cujo foco tem consistido na execução de trabalhos de campo para determinação das variedades melhor adaptadas, a validação dos modelos de silvicultura e a análise de processos logísticos. Esta fase deverá prolongar-se ainda nos próximos 3 anos e apenas depois de este período passar vai ser possível afirmar se o projeto tem viabilidade económica.

3.3. Grupo Secil

A Secil é uma das principais empresas produtoras de cimento em Portugal. Com uma produção anual na ordem de 2,2 milhões de toneladas de cimento, assegura mais de 39% das necessidades de cimento em Portugal. Embora o núcleo central da sua atividade seja a produção de cimento, a Secil integra um conjunto de cerca de 40 empresas que opera em áreas complementares como a produção de betão, prefabricados com ele feitos, cal hidráulica, rebocos, revestimentos, fibrocimentos, etc., ou ainda a exploração de pedreiras.

Figura 12 - Distribuição do Volume de Negócios por Segmentos (Secil)



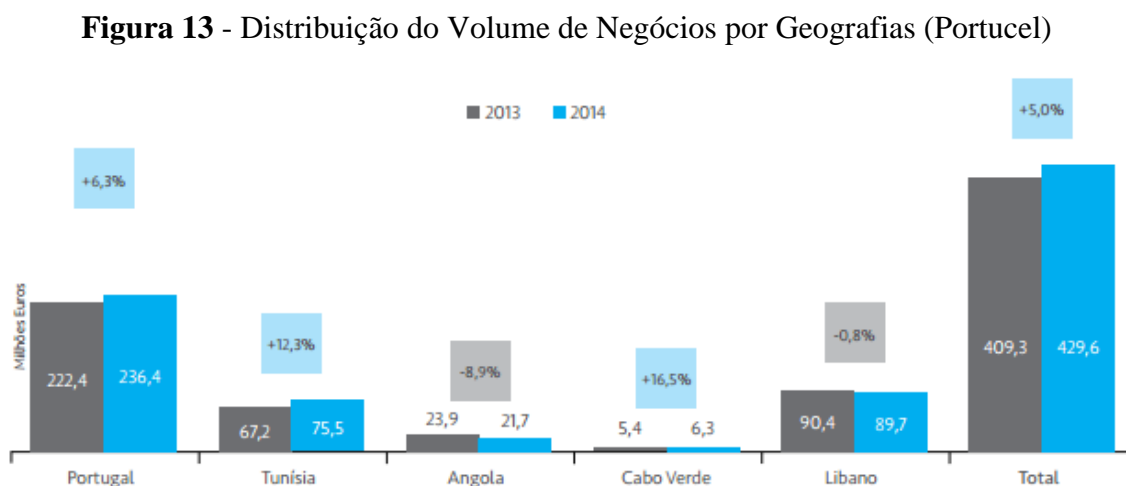
Fonte: R&C 2014, Semapa

A Secil assegura a sua produção destinada ao mercado português através das 3 fábricas (Secil-Outão, Maceira-Liz e Cibra-Pataias). A nível internacional, a Secil está presente na Tunísia, em Angola, em Moçambique e no Líbano. Desde 2012, a empresa integra nas suas contas a Supremo, tendo com isso reforçado as suas operações no Brasil.

Em 2014, devido à boa performance das exportações a partir de Portugal e da unidade da Tunísia, o volume de negócios e o EBITDA aumentaram 5% e 18,4%, respetivamente, traduzindo-se em 429,6 e 74,4 milhões de euros (em 2013 o volume de negócios tinha sido de 430,8 milhões de euros e o EBITDA 64,1 milhões de euros).

De acordo com a empresa, no último exercício, os aumentos anteriormente referidos são o efeito das medidas de gestão que têm vindo a ser implementadas, com o objetivo de redução de custos e maximização da eficiência, provocando um aumento de 2% nas margens EBITDA, face ao observado no exercício anterior, situando-se nos 17,3%.

Em termos de distribuição geográfica, o volume de negócios provém maioritariamente de Portugal, seguido de Líbano e residualmente de Tunísia e Angola, tal como podemos ver no gráfico seguinte.



Fonte: R&C 2014, Semapa

Portugal: As exportações de cimento atingiram em 2014 o maior volume da história da empresa (1 127 mil t).

Líbano: O volume de negócios das atividades no Líbano decresceu cerca de 1% face a 2013, devendo-se esta evolução ao decréscimo de atividade do betão pronto. O volume de negócios do cimento cresceu cerca de 1,5%, tendo as quantidades vendidas aumentado 2%.

Tunísia: Em 2014, especialmente a partir de Junho a procura de cimento no mercado interno sofreu uma retração, em virtude da recessão no sector de obras públicas, assim como no sector da construção na vertente habitacional e comercial, por falta de financiamento. Em virtude da situação política indefinida, a evolução do mercado local de ligantes sofreu um decréscimo de 1,7% tendo sido comercializadas na totalidade 7,55 milhões de toneladas de cimento e cal.

Angola: Decorreu a instalação de um novo circuito de transporte de matérias-primas de alimentação aos moinhos de cimento com impacto substancial no desempenho das moagens de cimento, o que permitiu um aumento da capacidade de moagem em 15% e um aumento da disponibilidade dos equipamentos em 5%.

Cabo Verde: Apesar da conjuntura, as vendas de cimento da Secil Cabo Verde registaram um crescimento significativo, tendo sido vendidas 56 mil toneladas, o que significa um aumento expressivo de 19,1%. Este crescimento, com o mercado em recessão, foi suportado pela fidelização de clientes revendedores que operam nas várias ilhas de Cabo Verde e pela consolidação da estratégia comercial de aumento do número de clientes pequenos revendedores (que permitiu um melhor acesso ao pequeno utilizador).

3.4. Grupo ETSA

As empresas do Grupo ETSA concentram a sua atividade na área do Ambiente, promovendo e reforçando as condições sanitárias e a defesa da saúde pública nas regiões onde operam.

Este grupo, tem um peso muito pequeno nos resultados do Grupo SEMAPA. Em 2014, o volume de negócios e o EBITDA, foram de 26,3 e 3,9 milhões, respetivamente, e tiveram pesos inferiores a 1%, na estrutura do Grupo.

O volume de negócios de 2014 teve, face a 2013, uma quebra de 9,7%, e foi o resultado da redução do preço médio da prestação de serviços contratados, pelo Estado Português e alguns privados, e do decréscimo do volume de negócios associado à venda de produtos de categoria 3, essencialmente decorrente de uma redução dos preços de venda.

3.5. A dívida do grupo Semapa

A 31 de Dezembro de 2014 e 2013, os empréstimos obrigacionistas tinham a seguinte composição:

Tabela 4 - Empréstimos obrigacionistas

Valores em Euros	31-12-2014	31-12-2013
Empréstimos por obrigações		
Portucel 2010 / 2015	60.000.000	100.000.000
Portucel 2010 / 2015 - 2ª emissão	100.000.000	100.000.000
Portucel Senior Notes 2020	350.000.000	350.000.000
Semapa 2006 / 2016	175.000.000	175.000.000
Semapa 2006 / 2016	1.087.000	50.000.000
Semapa 2012 / 2015	299.961.000	300.000.000
Semapa 2014 / 2019	149.300.000	-
Semapa 2014 / 2020	80.000.000	-
SBI 2007 / 2017	40.000.000	40.000.000
Secil 2012 / 2017	60.000.000	60.000.000
Secil 2013 / 2016	40.000.000	40.000.000
Secil 2013 / 2018	40.000.000	40.000.000
NSOSPE	28.409.973	39.323.428
	1.423.757.973	1.294.323.428

Fonte: SEMAPA R&C 2014

Em termos de tipo e origem de empréstimos, a dívida bancária do grupo Semapa apresenta a seguinte composição:

Tabela 5 - Dívida Bancária

Valores em Euros	31-12-2014	31-12-2013	Indexante
Não correntes			
Holdings			
Caixa Geral de Depósitos	-	50.000.000	Euribor 6m
Banco BIC	8.571.429	14.285.715	Euribor 3m
Banco do Brasil	14.500.000	-	Euribor 3m
Segmento - Cimento e Derivados			
Amen Bank	3.454.091	4.246.069	TMM
Novo Banco	-	714.287	Euribor 6m

ANÁLISE DE CRÉDITO OBRIGACIONISTA, GRUPO SEMAPA

Banco Santander Totta	-	32.500.000	Vários
Banque Mediterranee	7.450.252	7.880.347	Vários
UBCI Credit	3.323.699	4.677.205	TMM
Banco BIC	24.250.000	-	Euribor 6m
Outros empréstimos	15.592.384	42.724.129	Vários
Segmento - Pasta e Papel			
BEI	124.940.476	129.642.856	Euribor 6m
Banco Santander Totta	-	125.000.000	Euribor 6m
Banco do Brasil	-	15.000.000	Euribor 6m
Segmento - Ambiente			
Banco BPI	6.433.333	4.000.000	Vários
Banco Espírito Santo	-	1.000.000	Euribor 3m
Banco BIC	3.111.111	-	Euribor 6m
Caixa Económica Montepio Geral	-	125.000	Euribor 6m
Total	211.626.775	431.795.608	

Valores em Euros	31-12-2014	31-12-2013	Indexante
Correntes			
Holdings			
Banco BPI	-	2.500.000	Euribor 1m
NCG Banco	-	8.000.000	Euribor 6m
Caixa Geral de Depósitos	-	50.000.000	Euribor 6m
Caixa Económica Montepio Geral	-	935.000	Euribor 3m
Banco BIC	5.714.286	5.714.285	Euribor 3m
Segmento - Cimento e Derivados			
Novo Banco	29.244.942	3.214.286	Euribor 6m
Banco Santander Totta	2.671.306	32.500.000	Euribor 6m
Banco Popular Portugal	15.000.000	-	Euribor 6m
Banco BIC	1.350.000	-	Euribor 6m
Outros empréstimos	24.767.659	28.696.850	Vários
Segmento - Pasta e Papel			
Banco Santander Totta (Papel Comercial)	125.000.000	-	Euribor 6m
Outros empréstimos	19.735.140	19.702.381	Vários
Segmento - Ambiente			
Banco BBVA	-	1.417.593	Euribor 3m
Banco BPI	1.566.667	6.000.000	Euribor 3m
Novo Banco	-	800.000	Euribor 3m
Banco Santander Totta	-	1.750.000	Euribor 3m
Caixa Económica Montepio Geral	-	250.000	Euribor 3m
Banco BIC	888.889	-	Euribor 3m
Outros empréstimos	-	29.750	Euribor 3m
Total	225.938.889	161.510.145	
	437.565.664	593.305.753	

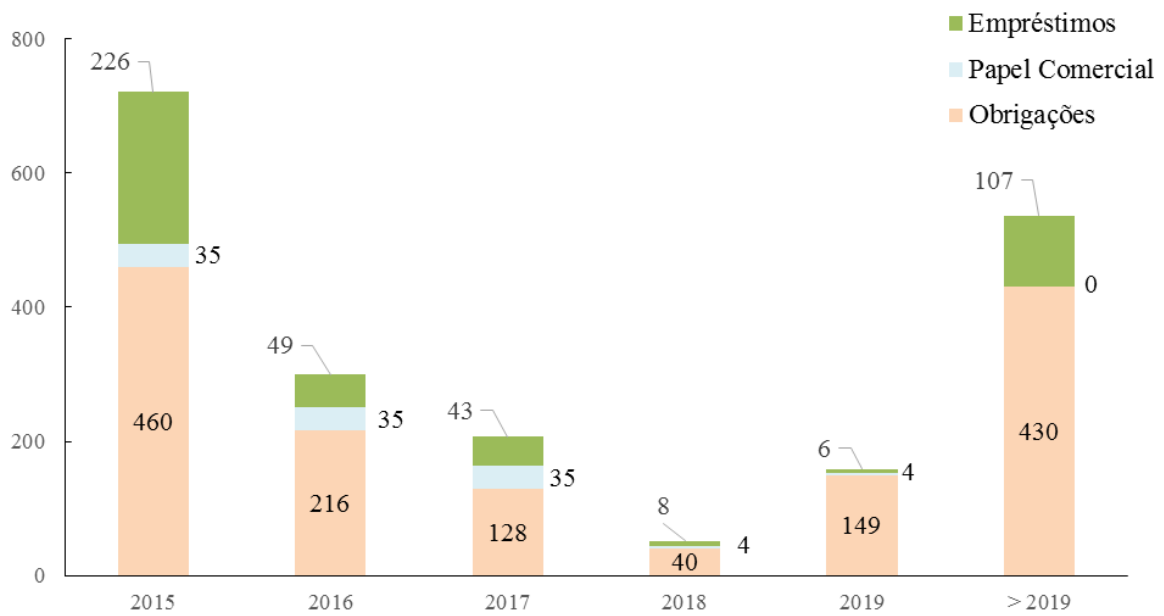
Fonte: SEMAPA R&C 2014

A 31 de Dezembro de 2014, os créditos bancários da Semapa concedidos e não sacados ascendiam a 437 milhões Euros.

O total da dívida do Grupo cifra-se em 1.974.473.637 Euros.

Em termos de reembolsos, a dívida das três empresas tem o seguinte perfil, dividido por empréstimos bancários e obrigações:

Figura 14 - Perfil de Reembolsos da Dívida do Grupo



Fonte: Elaboração Própria, dados SEMAPA R&C 2014

4. Dados e Metodologia

Tendo em conta os princípios de análise definidos pelo CFA Institute e a metodologia defendida pela Goldman Sachs para a prossecução da análises de crédito, propõe-se a seguinte estrutura para o estudo da Semapa SGPS:

Análise do risco de negócio: Num primeiro momento, faremos uma análise aos sectores de atuação do grupo (indústria), ao ambiente macroeconómico em que esta se insere, e ainda uma breve análise a outras características do negócio da empresa tais como dimensão, nível concorrencial, entre outros.

Análise do Risco Financeiro: Num segundo momento iremos proceder ao cálculo do FCFF, compará-la à dívida da empresa e concluir sobre a sua saúde financeira. Iremos ainda complementar este estudo com a análise de importantes rácios de crédito. Este passo inclui a análise dos dados financeiros e económicos que se encontram nos Relatórios e Contas publicados anualmente no sítio institucional da empresa, a projeção das principais variáveis de negócio e o cálculo (projetado) dos fluxos de caixa que serão libertados para os próximos 4 anos de atividade. Desta forma concluir-se-á sobre a capacidade da empresa em dar resposta ao vencimento das emissões obrigacionistas e restantes responsabilidades credoras, cuja informação se encontra nos prospetos das emissões, que se encontram nos mesmos sítios, e também na Bloomberg.

Por fim, analisaremos o *rating* da empresa, calcularemos a *recovery rate*, pressupondo um cenário de *stress* financeiro, iremos comparar os rácios de crédito calculados anteriormente com empresas da mesma indústria (análise dos *peers*), faremos a análise da estrutura de capitais da empresa e por fim a análise dos *covenants*.

5. Análise de Crédito – Semapa SGPS

5.1. Análise do Risco de Negócio

Tal como referimos anteriormente, a Semapa, SGPS, enquanto grupo, engloba as suas atividades principalmente em duas indústrias, o Papel e o Cimento, Portucel e Secil respetivamente. Não iremos considerar o mercado em que se insere a ETSA, uma vez que o seu peso nas contas consolidadas do Grupo é imaterial, quer analisemos o seu Volume de Negócios que o seu EBITDA.

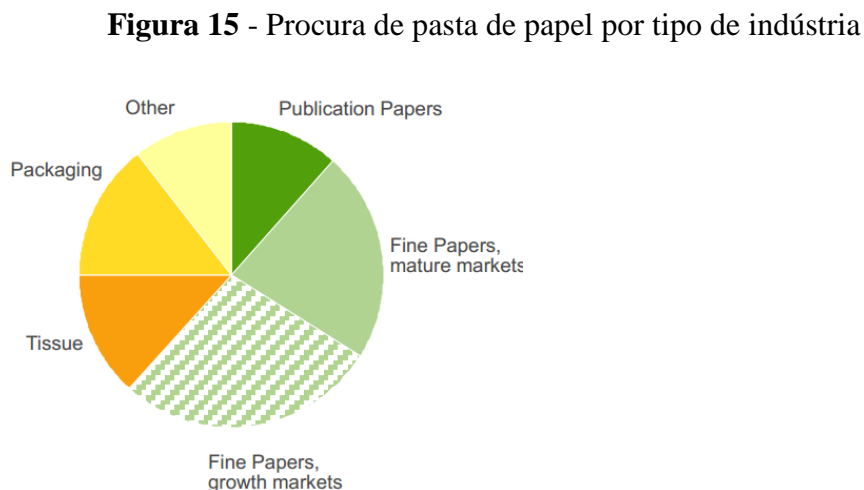
Assim, e tal como a Goldman Sachs refere, tornando-se essencial analisar as indústrias ou mercados em que o grupo se insere, evidenciamos os principais pontos de cada um.

5.1.1. Perspetivas de evolução do mercado de Papel e Pasta de Papel

Recordemos que este segmento representa 80% do EBITDA do grupo e por isso a sua evolução é determinante para o futuro da atividade económica da empresa. Assim sendo faz sentido analisar de que forma o mercado se tem portado e como se espera que se venha a desenvolver.

Perspetivas de evolução do mercado de Pasta de papel:

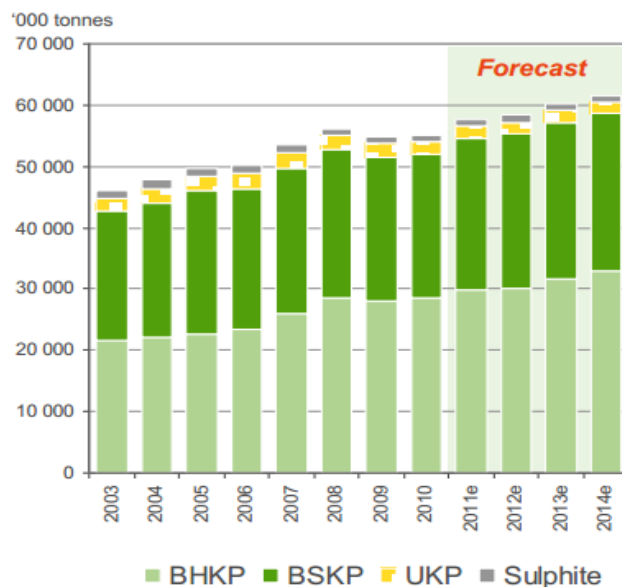
A pasta de papel é integrada na produção de vários produtos, nomeadamente: publicações, *embalagens*, jornais, revistas, conforme a figura seguinte:



Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2015

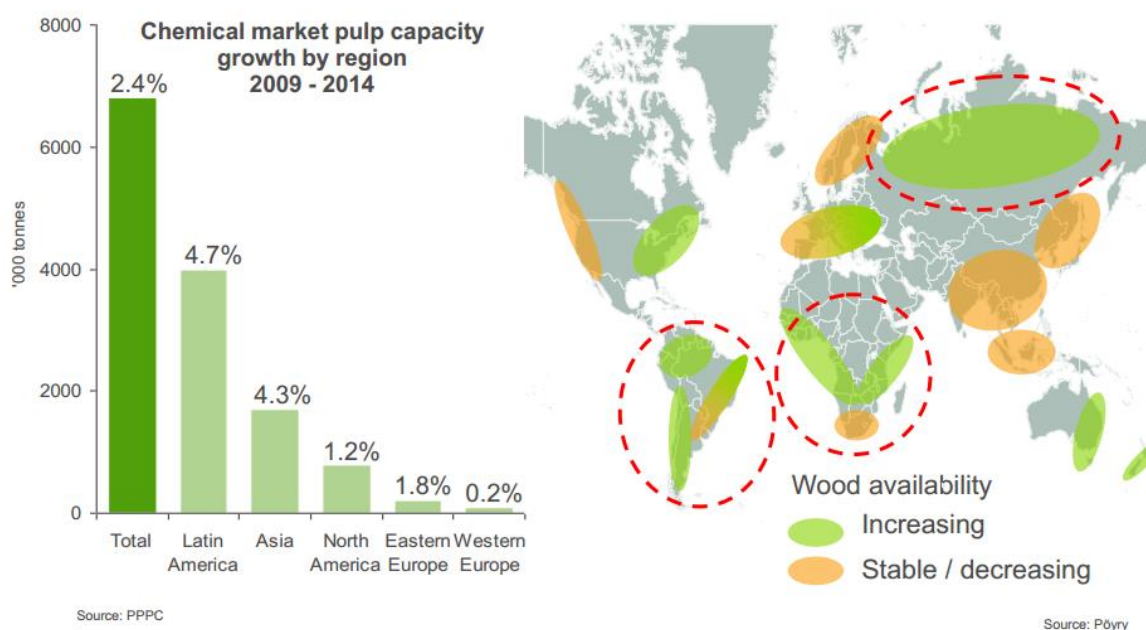
Este mercado cresceu muito nos últimos anos principalmente devido ao aumento de procura oriunda de países emergentes, sobretudo da China. Este movimento fez com que todas as produtoras investissem em fortes aumentos de capacidade, acreditando no crescimento infinito desta procura, capaz de sustentar toda e qualquer oferta de papel e pasta de papel

Figura 16 - Perspectivas de crescimento do mercado de pasta de papel por tipos de pasta



Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2011

Figura 17 - Perspectivas de crescimento por região geográfica

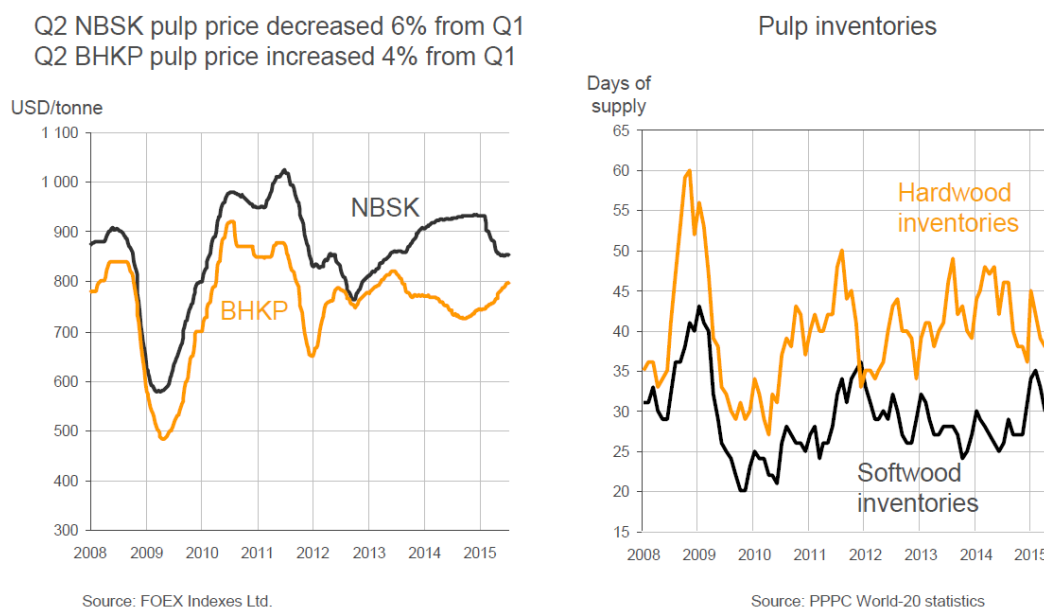


Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2011

Devido às perspetivas do mercado sobre a origem do crescimento – países emergentes – a Portucel envolveu-se em projetos de desenvolvimento em Moçambique, tentando aproveitar assim de uma estrutura de custos inferior à sua nestes países.

Contudo, esses aumentos de capacidade desproporcionados inundaram o mercado de papel e pasta de papel, fazendo pressão sobre os preços nomeadamente a partir de 2011-2012. Por outro lado, com o agravar da crise Europeia nessa altura com a actual recuperação lenta, e com as notícias de que os países emergentes deixarão de crescer ao ritmo prometido no início da década, tornos esses preços muito mais voláteis.

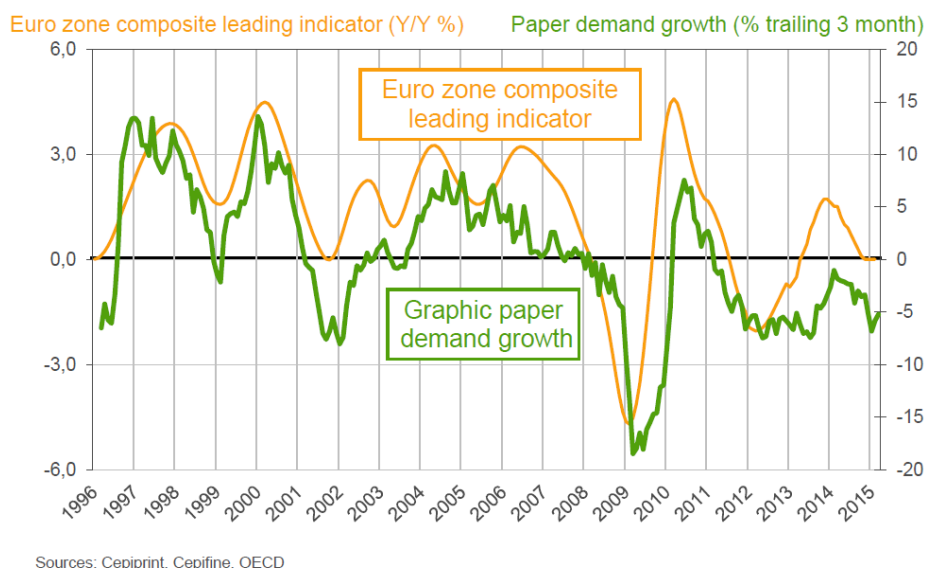
Figura 18 - Evolução do preço da pasta de papel e respetivos inventários



Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2015

O crescimento da Economia Europeia continua fraca. É possível constatar a forte correlação das variáveis de recuperação económica com o crescimento da procura de papel gráfico, conforme a figura abaixo:

Figura 19 - Crescimento económico vs procura de papel

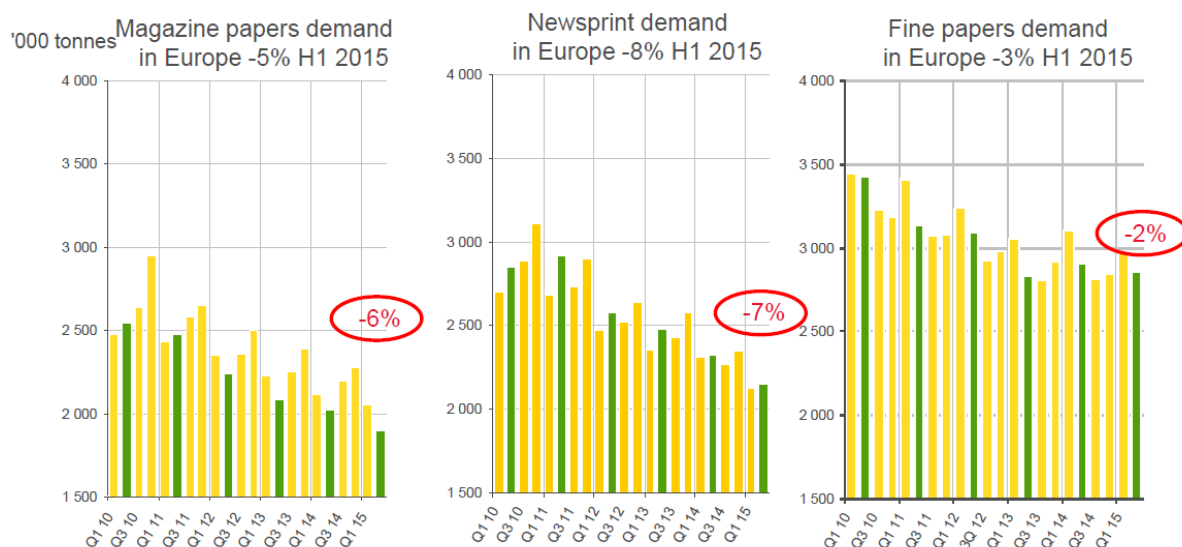


Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2015

Perspetivas de evolução do mercado de Papel Fino:

O excesso de capacidade falado anteriormente também é extensível para o mercado de papel gráfico na Europa.

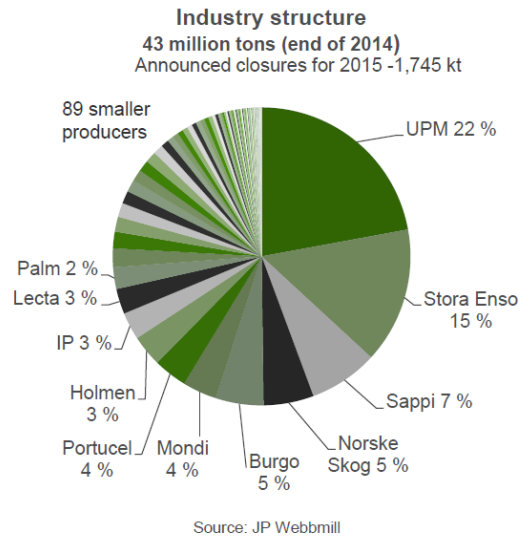
Figura 20 - Queda da procura de papel gráfico na Europa



Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2015

A indústria está hoje muitíssimo fragmentada conforme a figura:

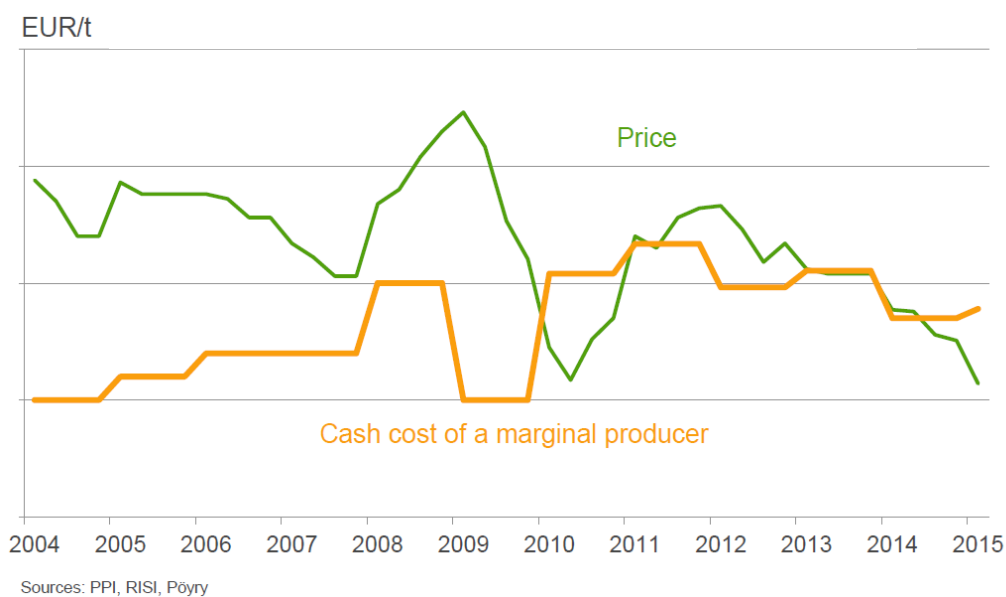
Figura 21 - Produção de papel (Fino e outros) na Europa



Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2015

Este excesso reflete-se numa diminuição do custo unitário de produção (eficiências de escala) mas também numa queda abrupta do preço, tal que o preço dificilmente cobre os custos de produção.

Figura 22 - Custos de produção por unidade de papel vs. Preço

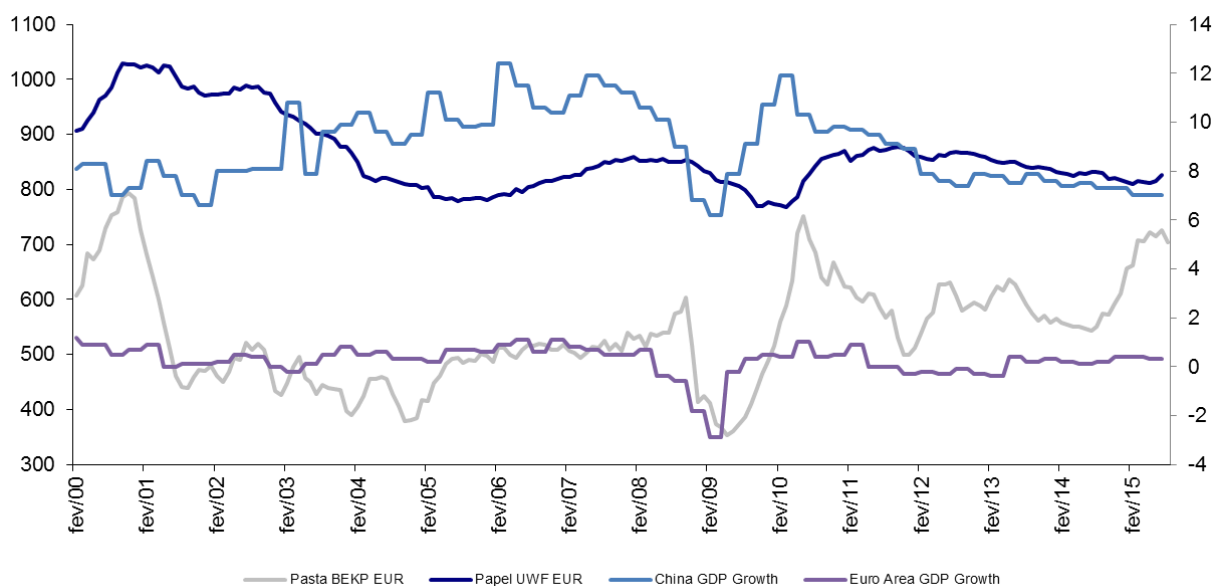


Fonte: UPM Kymmene OYJ, 2015

Com a conclusão de desenvolvimento da melhoria das fábricas de pasta e papel da Portucel e com a diminuição da procura, houve receios relativamente ao excedente de capacidade instalada criado pela Portucel. O impacto desta nova capacidade foi nulo, devido ao encerramento de uma fábrica e redução de capacidade instalada de outras empresas nomeadamente da Stora Enso.

No gráfico abaixo podemos ver a correlação existente entre o preço das matérias-primas da Semapa com o crescimento da Zona Euro e da China. Isto é sobretudo verdade para o preço da Pasta de Papel.

Figura 23 - Preços matérias-primas vs Crescimento na Zona Euro e China



Fonte: Bloomberg, Elaboração Própria

Nota: Os índices apresentados no gráfico (FOEXBHKP Index e FOEXA44BC Index) são os índices de referência utilizados pela Portucel para definirem os seus preços de venda.

5.1.2. Perspetivas de evolução do mercado de Cimento e Materiais de Construção

Este segmento de negócio pesa 18% do EBITDA do grupo e é representado pelo Grupo Secil. Também a produção de cimento é considerada uma indústria cíclica, mas muito mais ligada ao crescimento económico do que a indústria de papel (onde estão presentes outros drivers mais específicos como o consumo da economia chinesa e o excesso de capacidade produtiva).

A crise internacional, que surgiu inicialmente associada à crise do *sub-prime* nos Estados Unidos da América, rapidamente degenerou numa crise de crédito global, com a paralisação do funcionamento do mercado e na desvalorização geral dos ativos financeiros e imobiliários. Esta recessão económica repercutiu-se de imediato na indústria da construção, provocada pela incerteza dos bancos, empresas e famílias a adiar as suas intenções de investimento e consumo. Este declínio provocou uma diminuição muito gravosa na procura de materiais de construção civil, entre eles o cimento e os seus derivados.

Por outro lado, as economias emergentes, vistas como economias de salvação para o crescimento das empresas sediadas em países core, tiveram, contra a o esperado, problemas de natureza política que provocaram bastante instabilidade e puseram em causa o crescimento.

Os últimos anos foram no geral anos difíceis para empresas como a Secil. Como podemos ver nas tabelas abaixo, a procura de cimento caiu 10% em 2012 e 3.5% em 2016, na Europa Ocidental; 2014 já apresentou algum crescimento nomeadamente no primeiro semestre. Países emergentes como África, apresentaram quedas mais modestas no mesmo período mas uma forte recuperação já em 2014.

A tendência de queda dos preços começou na Europa Ocidental já em 2010 e continuava a tendência negativa no primeiro semestre de 2014. As restantes regiões do mundo apresentaram crescimento modesto dos preços, muito embora o continente Africano tenha apresentado queda ligeira já em 2014.

Tabela 6 - Evolução anual dos volumes e preços do Cimento por regiões geográficas

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	H1-2014
Western Europe	0.4%	4.8%	0.2%	-5.6%	-19.2%	-2.3%	2.1%	-10.1%	-3.5%	2.2%
Eastern Europe	8.8%	13.4%	9.0%	1.7%	-25.4%	-2.3%	11.2%	-1.8%	-1.5%	6.1%
North America	2.6%	-0.7%	-6.6%	-12.4%	-25.3%	1.7%	2.8%	6.6%	2.3%	5.8%
Latin America	11.7%	13.1%	9.4%	4.2%	-3.6%	2.3%	8.8%	5.7%	-2.9%	-0.7%
Asia	3.1%	4.7%	5.8%	0.7%	2.8%	2.3%	5.6%	7.0%	2.2%	5.4%
Africa	4.3%	6.9%	7.0%	2.9%	-2.0%	1.5%	0.2%	-1.5%	-4.0%	9.1%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates. 1. Average cement volumes change for European cement companies (Data available for Buzzi, Heidelberg, Holcim, Italcementi and Lafarge)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	H1-2014
Western Europe	5.7%	5.5%	5.8%	4.5%	1.6%	-3.8%	-0.1%	-0.5%	-2.4%	-3.3%
Eastern Europe	8.2%	9.0%	21.8%	15.8%	-4.0%	-4.4%	3.5%	2.7%	-1.2%	0.9%
North America	10.2%	11.1%	5.3%	1.2%	0.9%	-4.3%	-3.5%	2.9%	4.7%	2.3%
Latin America	-3.6%	2.6%	7.8%	11.7%	6.2%	1.8%	4.2%	4.9%	2.8%	5.1%
Asia	5.6%	8.6%	5.5%	12.5%	4.4%	0.5%	3.5%	7.4%	1.1%	2.0%
Africa	10.9%	8.0%	8.7%	11.0%	1.2%	0.4%	0.3%	2.6%	1.7%	-0.9%

Source: Company reports and J.P. Morgan estimates. 1. Average cement price change for European cement companies (Data available for Holcim and Lafarge)

Fonte: JPMorgan, 2014

Desde 2010 que em Portugal se tem sentido uma queda acentuada do sector da construção, provocado pela contínua queda da atividade económica. Porém, de acordo com a FEPICOP⁶, observou-se um abrandamento da crise neste sector. Assim, espera-se que em 2015 o contexto económico português melhore e haja uma recuperação da procura interna e do investimento, capaz de dar início à tão esperada inversão da tendência, até agora particularmente negativa.

Em 2015 as atividades do Grupo em Portugal vão então permanecer influenciadas pela conjuntura do sector da construção.

Relativamente aos outros países onde a Secil atua:

Tunísia: De acordo com as estimativas mais recentes do FMI é expectável que esta economia cresça 3,7%, em 2015, dada a maior estabilidade política e de importantes melhorias sociais e económicas. Espera-se por isso que uma recuperação do sector da construção e do cimento. Segundo a empresa, o nível concorrencial deverá manter-se forte, sendo expectável um aumento da pressão sobre os preços de venda.

Líbano: Não se esperam grandes alterações no panorama industrial deste país. A instabilidade macroeconómica e os problemas sociais que caracterizam o país tornam mais lenta a recuperação dos sectores de construção e derivados.

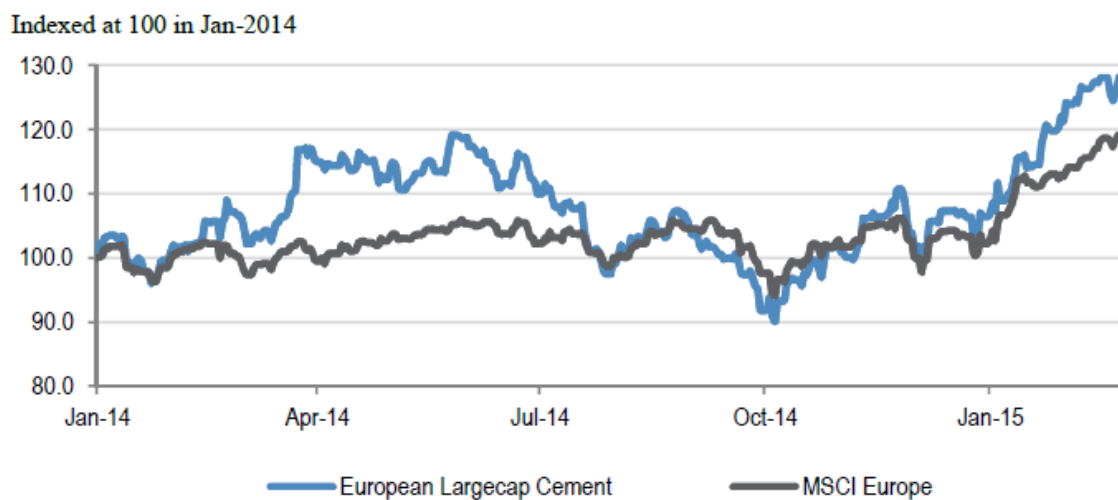
Angola: as perspetivas para a economia angolana são positivas se não tivermos em conta o que o continuar da tendência da queda do petróleo pode provocar alterações ao Orçamento de Estado e com isso as obras públicas, já que o petróleo representa uma grande fatia das receitas do Estado.

Brasil: O FMI espera que a economia angolana cresça mais 0.3% que o verificado em 2014. Além disso entrou já em produção a nova fábrica de cimento algo que fez aumentar a capacidade produtiva, pelo que se espera um desempenho positivo, superior ao alcançado em 2014.

⁶ Federação Portuguesa da Indústria da Construção e Obras Públicas

Nos gráficos abaixo podemos ver que o sector de Materiais de Construção teve um desempenho moderado, próximo de zero (ganhos nulos), e que este foi muito correlacionado com a atividade económica no global. Estas conclusões são também verdade para o início do ano de 2015.

Figura 24 - Performance das empresas europeias de cimento vs performance global



Fonte: JPMorgan, 2015

Apesar da recuperação económica que se espera no futuro próximo, as taxas de utilização da indústria permanecem baixas, especialmente na Europa. Isto quer dizer que atualmente as empresas estão longe de utilizar a totalidade da sua capacidade produtiva. Isto justificou as quedas acentuadas no preço. Assim, o percurso de recuperação do sector será lento pois só depois de suprida o atual excesso de capacidade é que os preços recuperarão para os níveis esperados, e os volumes de venda ultrapassarão os registados nos tempos pré-crise.

5.2. Análise do Risco Financeiro – CÁLCULO DO FCFF

5.2.1. Pressupostos e cálculo do FCFF

A Análise de Crédito *per se* começa pela projeção das grandes variáveis financeiras que permitem o apuramento do Free Cash Flow.

Neste capítulo iremos justificar as diferentes taxas de crescimento assumidas nessas projeções.

- 1) Receitas: esta variável foi projetada tendo em conta as expectativas do FMI⁷ relativas à taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e à evolução da inflação dos países onde a Semapa atua/exporta e foi utilizada a seguinte fórmula:

$$\text{Tx crescimento das receitas} = \text{tx. Crescimento PIB} + \text{tx. Crescimento inflação} + (\text{tx. Crescimento PIB} * \text{tx. Crescimento inflação}) \quad (26)$$

Tabela 7 - PIB e Inflação (estimativas FMI)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rest of Europe	PIB	2,05%	1,80%	-0,41%	0,12%	1,40%	1,85%	1,95%	1,91%	1,88%	1,88%
	Inflação	1,99%	3,11%	2,64%	1,53%	0,53%	0,03%	1,19%	1,45%	1,62%	1,75%
Portugal	PIB	1,90%	-1,83%	-4,03%	-1,61%	0,90%	1,60%	1,54%	1,40%	1,25%	1,16%
	Inflação	1,39%	3,56%	2,78%	0,44%	-0,16%	0,63%	1,30%	1,54%	1,60%	1,71%
Africa	PIB	5,06%	4,51%	4,88%	2,26%	2,44%	2,75%	3,70%	4,39%	3,94%	4,08%
	Inflação	6,18%	8,67%	9,72%	9,33%	6,51%	6,24%	6,40%	6,28%	6,17%	5,86%
The Americas	PIB	6,07%	4,89%	3,11%	2,92%	1,30%	0,86%	2,01%	2,67%	2,81%	2,91%
	Inflação	6,16%	6,81%	6,10%	7,11%	6,55%	6,64%	6,60%	6,73%	6,63%	6,65%
Asia	PIB	9,56%	7,71%	6,78%	7,04%	6,80%	1,75%	6,42%	6,31%	6,41%	6,55%
	Inflação	5,16%	6,52%	4,70%	4,81%	3,53%	2,99%	3,12%	3,31%	3,51%	3,73%
Rest of the World	Constante	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: FMI, Abril 2015

Podemos ver a evolução do peso das receitas desde o ano base, 2014, até ao último ano projetado, 2019.

⁷ Fonte: World Economic Outlook Database, FMI (Abril 2015)

Tabela 8 - Evolução das vendas por geografias

Sales	2014	2019
Rest of Europe	48,53%	43,76%
Portugal	19,67%	17,43%
Africa	14,62%	18,36%
The Americas	10,59%	12,62%
Asia	6,59%	7,83%
Rest of the World	0,01%	0,00%

Fonte: Elaboração própria

- 2) Margem EBITDA: Na falta de mais informação assumimos que as margens operacionais se iriam manter sensivelmente constantes no curto prazo, acompanhando a recuperação económica da ainda frágil economia Europeia (representa quase 70% das receitas). No médio prazo assumimos uma melhoria das margens, nomeadamente ao nível dos países emergentes, onde a empresa tem feito grandes apostas em termos de eficiência operacional.
- 3) D&A: como a empresa não discrimina que parte do CAPEX é CAPEX de manutenção (aquele que vai financiar o D&A), então assumimos que a percentagem dos ativos não correntes depreciáveis se irá manter constante (calculou-se a média dos últimos 5 anos).
- 4) CAPEX: a empresa não anunciou aumentos ao nível do CAPEX. Esta é das variáveis mais divulgada aos analistas, sobretudo quando há alterações. Assim sendo assumiu-se que a relação CAPEX / Vendas se manteria constante em relação aos anos anteriores. Esta é uma medida comumente utilizada entre analistas de crédito.
- 5) Taxa de imposto: a empresa divulga no seu R&C de 2014 que a taxa de imposto de 2015 será de 21%.
- 6) Variação de Working Capital: esta rubrica foi projetada em relação às vendas, isto é considerando o rácio Var. Working Capital / vendas. Uma vez que em 2012 houve desinvestimento em Working Capital, algo que será pouco provável no futuro dado o claro investimento da empresa em atividades nos países emergentes, decidimos fazer a média dos últimos dois anos e assumir essa taxa daí em diante.

- 7) Juros a pagar: os juros foram calculados tendo em conta todas as responsabilidades financeiras da empresa, nomeadamente obrigações, empréstimos bancários, entre outros, entrando-se em consideração com o método de reembolso e as taxas remuneratórias. No caso das taxas de juro *floaters* utilizámos as taxas *spot* e *forward* dos diferentes prazos para estimarmos a taxa *floater* calcularmos o montante a pagar em cada momento.
- 8) No que se refere à distribuição de dividendos, a SEMAPA SGPS explica no seu R&C 2014 que a empresa tem seguido a política de distribuir um montante tal que não seja necessário recorrer a endividamento adicional significativo e que não ponha em causa a sua solidez financeira, fator que é bastante positivo do ponto de vista do crédito. Ainda refere que na Assembleia Geral de 2014 da Semapa foi deliberada a distribuição de dividendos, tendo sido pagos 33,2centmos por ação, num total de EUR 37.5 milhões. O relatório também refere a distribuição de um dividendo por parte da Portucel de 28 cêntimos por ação, num total de EUR 200.8 milhões. Uma vez que estamos a analisar as contas consolidadas devemos considerar que a Secil detém a Portucel em 81,18% o que significa que dos EUR 200.8 mio referidos, cerca de EUR 163 milhões vão ser recebidos pela Semapa e por isso não entrarão como Dividendos a pagar pelo grupo.

A Bloomberg reúne as expectativas dos analistas sobre quanto será o *dividend-per share* dos próximos anos. Assim, espera-se que os dividendos por ação seja conforme a tabela abaixo.

Tabela 9 – Dividendos por ação da Semapa

Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao (SEM PL) - Per Share								
In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2010 12/31/2010	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	Last 12M 03/31/2015	FY 2015 Est 12/31/2015	FY 2016 Est 12/31/2016
Basic Shares Outstanding	118,3	118,3	118,3	118,3	118,3	118,3		
Per Share Data Items								
Dividends	0,255	0,255	0,254	0,255	0,332		0,323	0,363

Source: Bloomberg

Fonte: Bloomberg

Não se assume a distribuição de dividendos extraordinários como aconteceu no ano de 2014.

Uma vez que o *dividend per share* não tem assumido um crescimento estável, e uma vez que um corte no mesmo poderia dar um sinal muito negativo ao mercado (de instabilidade /

incapacidade financeira), assumimos que seriam distribuídos 26.3 cêntimos por ação de 2016 em diante.

Estes pressupostos são bastante conservadores e correspondem a cenários pessimistas.

5.2.2. Cálculo do FCFF

Considerando os pressupostos anteriormente apresentados, chegámos ao valor do Free Cash Flow para os anos de 2015 em diante, e até 2019.

Tabela 10 - Cálculo do Free Cash Flow (I)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sales	1 998 155 894	2 073 996 342	2 182 975 542	2 306 791 900	2 439 486 971	2 584 161 295
	1,48%	3,80%	5,25%	5,67%	5,75%	5,93%
Rest of Europe	969 745 361	987 942 971	1 019 133 275	1 053 637 771	1 090 771 692	1 130 725 610
Portugal	392 952 114	401 758 392	413 265 047	425 487 375	437 703 170	450 338 789
Africa	292 056 129	318 803 622	351 764 498	390 278 562	430 655 737	474 469 914
The Americas	211 511 988	227 511 464	247 397 530	271 095 261	297 198 398	326 185 291
Asia	131 667 245	137 979 894	151 415 191	166 292 931	183 157 974	202 441 691
Rest of the World	223 057	0	0	0	0	0
D&A	-172 287 575	-192 298 157	-200 080 361	-210 829 660	-218 097 609	-233 116 736
EBITDA	451 460 567	473 053 112	523 520 989	561 735 346	594 048 409	642 445 394
Margem EBITDA	22,59%	22,81%	23,98%	24,35%	24,35%	24,86%
EBIT	226 035 095	225 178 348	265 313 389	290 110 756	312 365 749	342 825 435
Δ Working Capital	25 191 192	31 912 515	33 589 374	35 494 532	37 536 307	39 762 406
	1,26%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%	1,54%
Capital Expenditures:		-41 226 068	-42 507 198	-43 828 140	-45 190 130	-46 594 446
EBIT	226 035 095	225 178 348	265 313 389	290 110 756	312 365 749	342 825 435
T	23%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT*(1-T)	174 047 023	120 449 679	173 258 846	195 542 722	217 403 818	241 997 809
+DA	172 287 575	192 298 157	200 080 361	210 829 660	218 097 609	233 116 736
-CAPEX	38 545 317	41 226 068	42 507 198	43 828 140	45 190 130	46 594 446
-Change in WC	25 191 192	31 912 515	33 589 374	35 494 532	37 536 307	39 762 406
FCFF	282 598 089	239 609 253	297 242 635	327 049 711	352 774 990	388 757 694
Dívida Total Amortizar		720 949 889	299 821 563	206 497 381	51 581 410	158 831 990
Juros a Amortizar		72 710 400	45 998 395	42 588 323	37 171 043	36 499 094
Dividendos a pagar		38 221	42 955	42 955	42 955	42 955
Caixa e equivalentes no final do ano		604 085 825	49 996 569	1 376 292	79 297 343	343 276 926
Cash flow no final do ano		49 996 569	1 376 292	79 297 343	343 276 926	536 660 583

Fonte: Elaboração própria

Podemos concluir que a Semapa não terá dificuldades em dar resposta aos seus compromissos de médio e longo prazo. Apesar do cenário pessimista (foram assumidos pressupostos conservadores), é lícito concluir que se houver alguma grande variação de uma das principais variáveis, o Cash Flow do ano de 2016 poderá rapidamente passar a negativo. O consumo

violento desse cash tem a ver com o facto de grande parte da dívida vencer nos próximos dois anos (2015 e 2016).

5.2.3. Análise da Liquidez

Além do cash existente em balanço, há que considerar outros instrumentos de crédito que a empresa tem disponíveis, ainda por utilizar. A existirem, a empresa pode ter mais liquidez que a que aparenta, algo que contribui positivamente para o perfil de crédito da mesma. Aqui são considerados instrumentos como: Programas de Papel Comercial, linhas de crédito autorizadas, Contas Caucionadas, entre outros.

No caso da Semapa SGPS conhece-se a existência de dois Programas de Papel Comercial num total de EUR 275 milhões dos quais estão a ser utilizados apenas cerca de EUR 113 milhões (já incluídos no computo da dívida total). Isto significa que podemos adicionar esta diferença ao cash em balanço.

Tabela 11 - Linhas de Papel Comercial

Papel Comercial	Montante Contratado	Montante em utilização
31 de Dez 2006/2016	175 000 000	93 150 000
31 de Dez 2013/2020	100 000 000	20 000 000
	275 000 000	113 150 000

Fonte: R&C 2014

Refazendo os cálculos do FCF chegamos à conclusão que a empresa tem ainda mais capacidade para dar resposta às suas responsabilidades de curto e médio prazo, já que dispõe de mais EUR 161,85 milhões.

Refazendo os cálculos, obtemos o seguinte:

Tabela 12 - Cálculo do Free Cash Flow (II)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FCFF	282 598 089	239 609 253	297 242 635	327 049 711	352 774 990	388 757 694
Dívida Total Amortizar		720 949 889	299 821 563	206 497 381	51 581 410	158 831 990
Juros a Amortizar		72 710 400	45 998 395	42 588 323	37 171 043	36 499 094
Dividendos a pagar		38 221	42 955	42 955	42 955	42 955
Nº de ações Semapa		118 332	118 332	118 332	118 332	118 332
Dividend per share		0,323	0,363	0,363	0,363	0,363
Caixa e equivalentes no final do ano		604 085 825	211 846 569	163 226 292	241 147 343	505 126 926
Papel Comercial por utilizar		161 850 000				
Pap. Com 2016		81 850 000				
Pap. Com 2020		80 000 000				
Liquidez		765 935 825				
Cash flow no final do ano		211 846 569	163 226 292	241 147 343	505 126 926	698 510 583

Fonte: Elaboração própria

Se assumirmos que as linhas de crédito serão renovadas, então provavelmente a Semapa terá capacidade para pagar totalmente a dívida e restantes responsabilidades financeiras do ano de 2016 sem ter que emitir novas obrigações ou fazer aumentos de capital.

5.3. Análise do Rating

Segundo a Goldman Sachs (2010), a qualidade do crédito de uma empresa ou obrigação é usualmente expressa com uma notação de rating, atribuída pelas conhecidas agências de rating como a Moody's, Fitch e S&P.

“It is a proxy for the probability of an entity to default on its financial commitments”, Goldman Sachs (2010)

Este tipo de classificação é também utilizada pelas instituições financeiras para atribuição de um “scoring” interno, que tem exatamente o mesmo objetivo do *rating*.

Tal como o CFA Institute (2014) refere, a grande vantagem das agências de *rating* tem a ver com os seguintes fatores:

- Avaliação independente do risco de crédito
- Facilidade na comparação entre emitentes, emissões e segmentos de mercado

Estes são especialmente importantes se tivermos em consideração a recente expansão do mercado de dívida, e o crescimento das áreas de negócio relacionadas com a gestão de investimentos financeiros e gestão de carteiras.

As três maiores agências de *rating* (Moody's, S&P, e Fitch), utilizam notas de *rating* semelhantes que são medidas do risco de *default* de um emitente/obrigação.

Tabela 13 - Notações de *Rating* pelas diferentes agências

		Moody's	S&P	Fitch
Investment Grade	High-Quality Grade	Aaa	AAA	AAA
		Aa1	AA+	AA+
		Aa2	AA	AA
		Aa3	AA-	AA-
	Upper-Medium Grade	A1	A+	A+
		A2	A	A
		A3	A-	A-
	Low-Medium Grade	Baa1	BBB+	BBB+
		Baa2	BBB	BBB
		Baa3	BBB-	BBB-
Non-Investment Grade, "Junk" or "High Yield"	Low Grade or Speculative Grade	Ba1	BB+	BB+
		Ba2	BB	BB
		Ba3	BB-	BB-
		B1	B+	B+
		B2	B	B
		B3	B-	B-
		Caa1	CCC+	CCC+
		Caa2	CCC	CCC
		Caa3	CCC-	CCC-
		Ca	CC	CC
	C	C	C	
Default	C	D	D	

Fonte: CFA Institute 2014

Uma vez que a Semapa não tem *rating*, procedeu-se ao cálculo do *rating* implícito, utilizando a metodologia de cálculo da Moody's, *Global Investment Holding Companies (2007)*, disponível no site da empresa. Para tornar o nosso estudo ainda mais completo, repetimos o mesmo processo para a Portucel e Secil, utilizando as metodologias dos respetivos sectores:

Global Paper and Forest Products Industry (2013) e Building Materials Industry (2014), respectivamente.

As metodologias são bastante explícitas, contudo os *ratings* induzidos pela metodologia quantitativa diferem por norma do *rating* final (real, quando presente) pelo fator qualitativo que a agência aplica e que não é completamente transparente.

Tabela 14 - Cálculo do *rating* induzido da Portucel S.A.

		Portucel	Implied Rating	
Factor 1: Scale	5%			
Total Annual Revenues (USD*)	5%	\$1,5 to \$3,5	1,8	Ba
Factor 2: Business Profile	25%			
Product Line Diversification	5%	2 product segments	2	Ba
Geographic Diversification	5%	1 mill with above average efficiency	1	B
Cyclical & Volatility	5%	Industry is cyclical; Products mostly compete on prices; frequent oversupply and shortage conditions; may be vulnerable to imports	✓	B
Fragmentation & Market Position	5%	Fragmented industry with lack of dominant companies; low barriers to entry; weak market position in most product lines	✓	B
Growth Potential	5%	Negative growth rates for most products; high substitution risk; secular decline in demand for some products	✓	B
Factor 3: Profitability and Operational Efficiency	20%			
EBITDA Margin	10%	23% - 30%	21%	Baa
Fiber Access and Cost	5%	Good access to fiber; fiber supply primarily through long-term contracts; fiber source close to mills; low cost fiber or ability to pass through a significant portion of cost increases	✓	Baa
Energy Flexibility and Cost	5%	Energy self sufficient; total energy costs below market rates; flexibility to switch between several energy sources	✓	A
Factor 4: Financial Policy	15%			
Financial Policy	15%	Expected to have: financial policies that favor shareholders over creditors; high financial risk resulting from shareholder distributions, acquisitions or other significant capital structure changes	✓	B
Factor 5: Leverage and Coverage	35%			
RCF / Debt	10%	20% - 30%	29%	Baa
(RCF - CAPEX) / Debt	5%	20% - 30%	26%	A
Debt / EBITDA	10%	1,75x - 3x	3,10x	Baa
EBITDA / Interest Expense	10%	10,5x - 13,5x	13x	Aa
TOTAL	100%			Baa3/Ba1

*EUR/USD:1.1214 (20/08/2015)

Fonte: Elaboração Própria

Considerando apenas fatores quantitativos, o *rating* da Portucel está na fronteira entre um Ba1 e um Baa3, classificação que corresponde ao *rating* implícito calculado pela Moody's (a Portucel é a única empresa do grupo Semapa que tem *rating*). Contudo, uma análise qualitativa feita por esta empresa *rating*, e cuja metodologia não é divulgada, faz baixar este *rating* para Ba3.

Tabela 15 - Cálculo do *rating* induzido da Secil

		Secil	Implied Rating	
Factor 1: Scale	5%			
Total Annual Revenues (USD*)	5%	\$0,25 - \$1,25	0,48	B
Factor 2: Business Profile	15%			
Business Profile	15%	Sound geographic diversity in emerging and developed countries preferably on two or more continents and with good market shares (Top 4). Operations include at least three independent business lines that vary in profitability with a focus on specific parts of the product spectrum of the industry.	✓	Baa
Factor 3: Profitability and Operational Efficiency	30%			
Operating Margin	10%	2.5% - 7.5%	7%	B
Operating Margin Volatility	10%	≥ 50%	109%	Ca
EBIT / Average Assets	10%	4% - 7%	6%	Ba
Factor 4: Leverage and Coverage	40%			
Debt / Book Capitalization	10%	65% - 80%	68%	B
Debt / EBITDA	10%	2.5x - 3.5x	2,84x	Baa
EBIT / Interest Expense	10%	1x - 2x	1,52x	B
RCF / Net Debt	10%	50% - 70%	65%	Aa
Factor 5: Financial Policy	10%			
Financial Policy	10%	Expected to have financial policies that tend to favor shareholders over creditors; above average financial risk resulting from shareholder distributions, acquisitions or other significant capital structure changes	✓	Ba
TOTAL	100%			Ba2

*EUR/USD:1.1214 (20/08/2015)

Fonte: Elaboração Própria

Considerando a metodologia aplicável ao negócio da Secil, apurámos um *rating* Ba2, abaixo do *rating* da Economia Portuguesa (Ba1, a 23/08/2015).

Considerando as notas apuradas para os negócios da Portucel e Secil respetivamente, e dado que os fluxos da Semapa dependem inteiramente e maioritariamente dos negócios destas duas subsidiárias, é natural que o *rating* desta se aproxime dos calculados anteriormente.

Tabela 16 - Cálculo do *rating* induzido da Semapa

		Semapa	Implied Rating
Factor 1: Asset Quality	30%		
Asset Concentration	10%	Very High	80-90% B
Geographic Diversity	10%	Weak; Core assets cover selected countries in region	✓ Ba
Business Diversity	10%	2 - 3	3 B
Factor 2: Management and Group Transparency	10%		8 Ba
Dividend Payout Policy	Mapping of Sum of Rating Factor		1
Public Transparency of Financial Policy	Points of 3 Sub-Factors to Rating Scale		1
Group Complexity			6
Factor 3: Market Value-Based Leverage	20%		
Portfolio Asset Market Value Leverage	20%	>60%	69% Caa
Factor 4: Cash Coverage	10%		
Interest Cover	10%	4x - 5x	4,47x A
Factor 5: Liquidity	15%		
Degree of influence over dividends	5%	Strong	60-80% A
Adjusted Liquidity Ratio	10%	Very strong	<6x - >5x Aa
Factor 6: Portfolio Risk	15%		
Portfolio Volatility Adjusted Leverage	15%	matriz	- Baa
TOTAL	100%		Ba2

Fonte: Elaboração Própria

Segundo a metodologia aplicável ao negócio da Semapa, conclui-se que, caso esta tivesse um *rating* oficial atribuído pelas agências, este aproximar-se-ia de um Ba2, de acordo com a mais recente metodologia da Moody's aplicável às empresas gestoras de participações, como é o caso da Semapa SGPS.

5.4. Análise do *Spread*

Com base no *rating* apurado para a Semapa, procedeu-se à identificação de emitentes semelhantes em termos de negócio e *rating*, e também em termos das características das obrigações, de forma a conseguirmos apurar qual o *spread* justo a que esta obrigação deve transacionar. Ao apurarmos a *spread*, apuramos o preço e a *Yield to Maturity* (isto é, a taxa interna de rentabilidade do investimento nesta obrigação⁸).

⁸ Segundo o CFA Institute (2014), a taxa interna de rentabilidade (yield to maturity) só se verifica se se verificarem as seguintes condições:

Tabela 17 - Emissões comparativas

	ISIN	Cupão	É Floater?	Maturidade	Rating	País de Risco	Montante Remanescente
Semapa 2016	PTSEMCOE0006	s/a euribor +135bps	Y (Yes)	2016-04-20	Ba2	Portugal	175MM
Metsa Board	FI4000085550	4,000%	N (No)	2019-03-13	Ba2	Finland	225MM
Stora Enso	XS0754290459	5,500%	N	2019-03-07	Ba2	Finland	500MM
Semapa 2019	PTSEMFOE0003	s/a euribor +325bps	Y (Yes)	2019-04-17	Ba2	Portugal	150MM
Portucel	PTPTIHOT0014	5,375%	N	2020-05-15	Ba3	Portugal	350MM

	ISIN	OAS*	Preço	Yield to Maturity
Semapa 2016	PTSEMCOE0006	199,37	99,911	2,06
Metsa Board	FI4000085550	217,58	107,00	2,11
Stora Enso	XS0754290459	230,93	111,57	2,24
Semapa 2019	PTSEMFOE0003	263,20	102,25	2,65
Portucel	PTPTIHOT0014	288,40	105,80	2,93

Fonte: Elaboração Própria

A Metsa Board e a Stora Enso são empresas de *High Yield*, domiciliadas num país do *core* europeu (Finlândia) e cujas obrigações transacionam com bastante liquidez no mercado. Esta evidência decorre do facto de estas duas empresas serem muito maiores em dimensão e terem um *portfolio* mais diversificado de participações financeiras comparativamente à Semapa, mas também por se tratarem de emissões com elevado montante remanescente (EUR 225 milhões e EUR 500 milhões contra EUR 150 milhões). A emissão da Semapa 2019 é por sua vez uma emissão de retalho, de pequena dimensão, e por isso, com muito pouco liquidez de mercado (a liquidez de mercado é comumente medida pelo número de casas a cotar no mercado, isto é, a atribuir um preço à obrigação em causa). À data de 31/08/2015 apenas o Banco BPI cotava um preço (*bid*) de 102.25, a que corresponde uma *Yield to Maturity* de 2.647% e um *spread* de 263.3. Este preço pode no entanto desviar-se do preço justo já que, sendo a única casa a cotar, pode estar demasiado caro para o risco que o seu investimento comporta. Faz assim sentido decompor o *spread* da obrigação.

$$\text{Spread Semapa 2019} = \text{Spread Semapa 2016} + (\text{Spread PGB 2019} - 2016) + \text{Prémio Retalho vs Institucional}$$

- O investidor detém a obrigação até ao seu vencimento
- Os cupões são reinvestidos a uma taxa idêntica à própria YTM.

*OAS (Option Adjusted Spread)

Tabela 18 - Calculo *spread* Semapa 2019

	ISIN	Cupão	É Floater?	Maturidade	Rating	País de Risco	Montante Remanescente
Semapa 2016	PTSEMCOE0006	S/A EURIBOR Y (Yes)		2016-04-20	Ba2	PT	175MM
Semapa 2019	PTSEMFOE0003	S/A EURIBOR Y		2019-04-17	Ba2	PT	150MM
PGB 2016	PTOTEPOE0016	6,400%	N	2016-02-15	Ba1	PT	2.186MMM
PGB 2019	PTOTEMOE0027	4,750%	N	2019-06-14	Ba1	PT	10.915MMM
EDP (institucional)	XS1057345651	2,625%	N	2019-04-15	Baa3	PT	650MM
EDP (retalho)	XS0223447227	4,125%	N	2019-06-29	Baa3	PT	500MM

	ISIN	OAS*	Preço	Yield to Maturity
Semapa 2016	PTSEMCOE0006	199,37	99,91	2,06
Semapa 2019	PTSEMFOE0003	?	?	?
PGB 2016	PTOTEPOE0016	15,79	102,95	0,10
PGB 2019	PTOTEMOE0027	100,19	113,80	1,02
EDP (institucional)	XS1057345651	166,02	103,64	1,67
EDP (retalho)	XS0223447227	180,80	110,17	1,98

Fonte: Elaboração Própria

Assim, partindo do *spread* médio da Semapa de 2016 e adicionando o *spread* da curva portuguesa entre 2016 e 2019, então o *spread* desta emissão da Semapa deverá ser pelo menos de 277.27bps. Se tivermos em consideração a pequena dimensão da emissão da Semapa, devemos adicionar um prémio pela iliquidez que isso representa. Pegando em duas emissões da EDP, uma de natureza institucional e outra que foi vendida ao retalho, podem retirar um prémio de 16bps. Apesar das emissões utilizadas terem *ratings* e maturidades diferente da emissão que pretendemos avaliar, isso não constitui um problema já que este método comparativo nos permite avaliar o risco específico que queremos apurar.

Assim, como base nestes *spreads*, calculou-se o *spread* justo e o YTM implícito da obrigação da Semapa, tendo em consideração *spreads* adicionais devido a:

- Iliquidez superior: é uma emissão de pequena dimensão
- Base de investidores (retalho vs institucionais): é uma emissão de retalho

Tabela 19 - Spreads adicionais, bps

	<u>OAS</u>
semapa 2016	199,37
pgb 2016	17,82
pgb 2019	95,72
edp 2020 retalho	186,69
edp 2020 inst.	170,62
	293,34

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 20 - Cálculo spread Semapa 2019

ISIN	OAS*	Preço	Yield to Maturity	
Semapa 2019	293,34	101,21	2,94	Elaboração própria
	263,30	102,25	2,64	Banco BPI (ALLQ)

Fonte: Elaboração Própria

5.5. Cálculo da *Recovery Rate*

A *Recovery Rate* expressa a probabilidade de um investidor recuperar o seu dinheiro quando uma entidade entra em *default*. Uma *Recovery Rate* de 62% significa que um investidor conseguirá recuperar cerca de 62% do seu investimento inicial.

As *Recovery Rates* são particularmente importantes para análise de “*distressed debt*” pois permitem apurar se compensa comprar uma obrigação com um preço demasiado deprimido, já que a taxa de recuperação (potencial de ganho) é superior a esse preço. Por outro lado a *Recovery Rate* permite-nos testar alguns cenários de choque, como por exemplo o que aconteceria à Semapa SGPS se, por algum motivo, as linhas de papel comercial, que à data de 31 de Dezembro estavam a ser em parte utilizadas, ficassem indisponíveis.

Para efeitos deste estudo, a empresa entra em *default* quando falha um pagamento (o principal ou o juro) de uma dada responsabilidade, por um momento que seja. Se esse incumprimento for considerado um evento de *default* pelas entidades competentes (neste caso, a ISDA - International Swaps and Derivatives Association, inc) então todos os *triggers* associados à dívida empresa serão acionados, nomeadamente os *covenantes* previstos nos empréstimos bancários e/ou obrigacionistas, e nos CDS' s (Credit Default Swaps). Nesse momento a empresa terá que proceder à liquidação financeira dos seus ativos. Como nestas alturas a empresa tem urgência em liquidar os ativos, não consegue obter dessas vendas o valor que seria justo pela venda dos mesmos. Este processo é por isso de perda de valor para a empresa. Os detentores de dívida sénior são, em teoria, os primeiros a serem ressarcidos. Contudo, devido ao explicado anteriormente, os investidores podem não vir a receber tudo o que já investiram.

O CFA Institute refere os seguintes aspetos relativos ao cálculo da *Recovery Rate*:

- As *Recovery Rates* podem variar muito de indústria para indústria (uma indústria pode estar a assistir a quebras estruturais do negócio (como a indústria de papel e pasta de papel), enquanto que outras estão a sofrer uma queda cíclica do negócio dada a maior correlação nesse negócio com o ciclo económico (como a indústria do cobre).
- As taxas de recuperação também variam muito dependendo da altura em que estamos no ciclo económico (em alturas de crescimento da economia, as taxas de recuperação não são tão deprimidas como em alturas de recessão económica).

O CFA Institute (2014) disponibiliza a média das taxas de recuperação dos últimos anos, por senioridade da dívida (algo que abordaremos adiante, relativamente à Semapa, SGPS).

Tabela 21 – Média das *Recovery Rates*, por senioridade da dívida

Seniority Ranking	Emergence Year*			Default Year		
	2010	2009	1987-2010	2010	2009	1987-2010
Senior Secured	64,4%	59,0%	63,5%	56,3%	65,6%	63,5%
Senior Unsecured	51,0%	48,3%	49,2%	26,5%	51,6%	49,2%
Senior Subordinated	20,5%	26,2%	29,4%	21,0%	28,0%	29,4%
Subordinated	53,4%	34,3%	29,3%	0,0%	58,3%	29,3%
Junior Subordinated	NA	0,5%	18,4%	NA	0,0%	18,4%

* Emergency year is typically the year the defaulted company emerges from bankruptcy

Fonte: CFA, 2010

Assumindo que as linhas de papel comercial ficavam indisponíveis no final de 2015 (devido a uma eventual crise financeira da banca portuguesa), e que, não só o montante contratado deixava de estar disponível, como o montante em utilização teria que ser pago no imediato, a empresa ficaria com um saldo final credor de aproximadamente EUR 10 milhões.

Considerando os ativos fixos tangíveis disponíveis para venda de aproximadamente EUR 2 mil milhões e assumindo que um processo de liquidação acelerado poderia fazer desvalorizar os ativos da empresa em cerca de 50%, então o *Recovery Rate* (1) dos obrigacionistas seria de 79%, o que significaria que os credores financeiros apenas iriam recuperar 79% do capital investido.

Tabela 22 - Cálculo da *Recovery Rate*

(+) Cash (início de 2015)	604 085 825
(+) FCF gerado em 2015	257 267 868
(-) Dívida + juros que amortizam em 2015	793 660 289
(-) Paga/o do Pap. Com que se venciam após 2015	78 100 000
(=) Cash (final 2015)	-10 406 596
Activos não correntes disponíveis para venda	2 123 709 561
Taxa de desconto por venda forçada	50%
Dívida por amortizar	1 331 623 748
Recovery Rate (1)	79%
Taxa de desconto por venda forçada	37%
Recovery Rate (2)	100%

Fonte: Elaboração Própria

Por outro lado, fazendo o exercício inverso, podemos constatar que a empresa não vender os seus ativos com um desconto superior a 37% sob pena de não conseguir liquidar todos estes créditos financeiros.

O cenário descrito não deve ser considerado como cenário base, mas antes como um *worst case scenario* dadas as suas características extremas. De notar que, para simplificar o nosso exercício, foram ignoradas todas as obrigações que a empresa possa ter para com outros credores operacionais e Estado, no momento da liquidação da Empresa.

5.6. Análise dos Peers (Análise da Concorrência)

Tal como na análise acionista, faz sentido comparar algumas métricas financeiras e de liquidez com as empresas do mesmo sector. Esta análise é complementar ao cálculo do Free Cash Flow, permitindo por isso tirar conclusões adicionais.

Tabela 23 - Rácios de Crédito (comparação com a concorrência)

	EBITDA Margin	EBITDA / Interest Expense	(FFO + Interest Expense)/Net Interest	Total Debt / Equity	Net Debt / EBITDA
Metsa	10%	5,3x	140x	81%	0,4x
Stora Enso	12%	5,6x	945x	90%	2,7x
UPM	14%	9,1x	1171x	46%	0,4x
Mondi	17%	12,2x	895x	60%	1,5x
Semapa	20%	4,3x	264x	161%	3,5x

	FFO/Total Debt	Total Debt/ EBITDA	FCF / Total Debt	RCF / Net Debt	Rating (Moody's)
Metsa	20,4x	3,5x	27%	2,7x	Ba2
Stora Enso	20,0x	3,7x	10%	0,3x	Ba2
UPM	33,7x	2,5x	24%	1,5x	Ba1
Mondi	51,3x	1,6x	14%	0,4x	Baa2
Semapa	0,1x	5,0x	13%	0,2x	#N/A N/A

Fonte: Bloomberg, dados de 31/12/2014

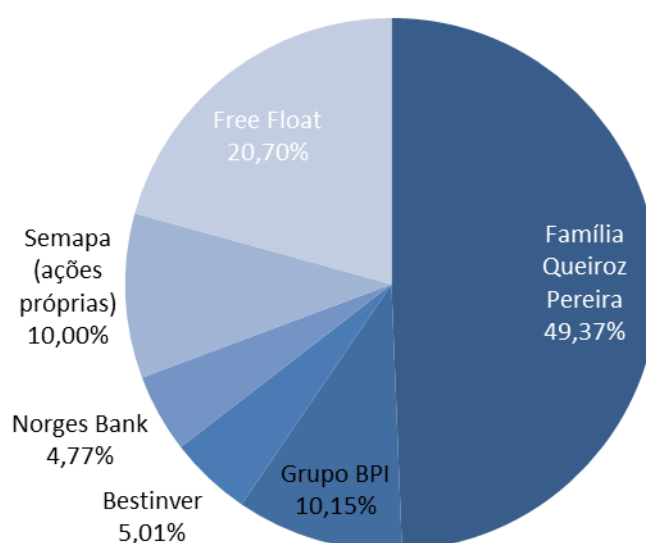
Positivamente verificamos que, em termos operacionais a Semapa é a empresa que tem melhores margens, possuindo superiores margens EBITDA. Por outro lado, é, a par das empresas com que concorre, a que tem mais liquidez em balanço dado o diferencial entre o Total Debt / EBITDA e o Net Debt / EBITDA. No entanto, em tudo o que diga respeito à geração de Cash Flow (medidas pelas métricas que incluem o FFO, o FCF e o RCF), é sempre a que apresenta piores rácios, a par da Stora Enso. É também a empresa mais alavancada do universo considerado, com um Net Debt / EBITDA de 3.5x.

De notar que estes dados foram retirados da Bloomberg, de forma a garantir igualdade no tratamento dos dados recolhidos para cada uma das empresas aqui apresentadas. É por isso normal que os dados apresentados nesta tabela não coincidam com dados eventualmente apresentados ao longo da tese, já que esses são retirados dos R&C da empresa, e poderão sofrer algum tipo de ajustamento, devidamente justificado em cada momento ao longo desta dissertação.

5.7. A estrutura de capitais da empresa, senioridade da dívida e covenants

A 31 de dezembro de 2014 a Semapa tinha um capital social de 118.332.445 Euros, representado por um total de 118.332.445 ações, com o valor nominal de um euro cada. A estrutura acionista era composta da seguinte forma:

Figura 25 - Estrutura Acionista da Semapa, SGPS



Fonte: R&C, Dez 2014

Do ponto de vista do crédito, mais importante que a estrutura acionista é analisar a estrutura da dívida. Esta análise permite-nos perceber se a obrigação que temos em carteira é prioritária face a outras na eventualidade da empresa entrar em *default* e ter que ressarcir os respetivos obrigacionistas. Por outro lado permite perceber se estamos a ser convenientemente remunerados pelo risco que estamos a correr já que, “mais risco exige maior retorno” ou seja uma obrigação júnior deverá ter uma remuneração superior que uma obrigação sénior, tal como explicado no ponto 2.2.6. - A análise da estrutura de capital.

O Grupo Semapa tem as seguintes obrigações:

- Semapa 2014 / 2019 (ISIN PTSEMGOE0003) - *senior unsecured*; EUR 150 milhões;
- Semapa 2006 / 2016 (ISIN: PTSEMDOE0005) - *senior unsecured*; EUR 175 milhões
- Portucel 2010 / 2015 (ISIN: PTPTIEOE0014) - *senior unsecured*, EUR 100 milhões;

- Portucel Sênior Notes 2020: (ISIN: PTPTIHOT0014) - *senior unsecured*, EUR 350 milhões,
- Secil 2013 / 2016 (ISIN: PTGSCCOE0006) - *senior unsecured*, EUR 40 milhões;
- Secil 2013 / 2018 (ISIN: PTGSCDOE0005) - *senior unsecured*, EUR 40 milhões;
- SBI 2007 / 2017 (ISIN: PTSBIAOE0007) – *unsecured*, EUR 40 milhões.

Apesar do foco da nossa análise ser a Semapa SGPS, consideramos sempre a totalidade da dívida do grupo (a análise do FCF foi também realizada nessa perspetiva) já que sendo a Semapa uma SGPS (Sociedade Gestora de Participações) e o lucro desta depender diretamente das suas subsidiárias, assume-se que há apoio da empresa holding (a Semapa) no caso de as subsidiárias não terem capacidade para o fazer, nomeadamente a Portucel e a Secil.

A obrigação Semapa 2019 é uma obrigação de retalho e por isso informações específicas sobre esta emissão não estão disponíveis aos utilizadores da Bloomberg. Contudo é possível consultar o prospeto desta obrigação onde diz:

“As Obrigações constituem obrigações comuns da Emitente, a que corresponderá um tratamento *pari passu* com as restantes obrigações pecuniárias e futuras não condicionais, não subordinadas e não garantidas da Emitente, sem prejuízo dos privilégios que resultem da lei”.

“Não existem garantias especiais associadas às Obrigações, respondendo as receitas e o património da Emitente pelo cumprimento de todas as obrigações que, para a Emitente, resultam e/ou venham a resultar da Emissão nos termos da lei.”

Daqui retiramos que esta obrigação terá a mesma senioridade que a obrigação que se vence em 2016, e que, por ser uma obrigação institucional, é obrigada ao *disclosure* de mais informação, nomeadamente dos *covenants* que lhes estão associados, como é possível ver no painel seguido, retirado da Bloomberg a 20/08/2015.

Figura 26 - Covenants SEMPL Float 04/20/2016

SEMPLE Float 04/20/16 Corp		Page 3/11	Description: Bond
94 Notes(Avail)		95 Buy	96 Sell
97 Settings			
21) Bond Description	22) Issuer Description		
Pages	Covenants		
1) Bond Info	Negative Pledge	Yes	
2) Addtl. Info	Change of Control	No	
3) Covenants	Fundamental Change	No	
4) Guarantors	Limit of Indebtedness	No	
5) Bond Ratings	Cross Default	Yes	
6) Identifiers	Negative Covenant	Yes	
7) Exchanges	Certain Sales of Assets	No	
8) Inv Parties	Restriction on Activities	Yes	
9) Fees, Restrict	Debt Service Coverage Ratio	No	
10) Schedules	Free Cash Flow To Debt Service Ratio	No	
11) Coupons	Restrictive Covenant	Yes	
Quick Links	Merger Restrictions	No	
32) ALLQ Pricing	Limitation on Sale-and-Leaseback	No	
33) QRD Quote Reqa	Limitation on Subsidiary Debt	No	
34) TDH Trade Hist	Restricted Payments	No	
35) CAC Corp Action	Ratings Trigger	No	
36) CF Prospectus	Collective Action Clause	No	
37) CN Sec News	Material Adverse Change Clause	No	
38) HDS Holders	Force Majeure	Yes	
39) VPR Underly Info			
66) Send Bond			
<small>Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2015 Bloomberg Finance L.P. SN 767504 H718-4807-0 03-Aug-15 15:44:19 BST GMT+1:00</small>			

Fonte: Bloomberg

Esta obrigação apresenta os seguintes *covenants* / cláusulas:

- *Negative Pledge*: é uma cláusula negativa que impede a empresa de vender ativos caso resulte dessa venda uma situação menos segura para os obrigacionistas.
- *Cross Default* (já explicado anteriormente)
- *Negative Covenant / Restriction on Activities*: são cláusulas que impedem a empresa de exercer determinados atos e /ou atividades, a não ser que obtenha o acordo dos obrigacionistas.
- *Restrictive Covenant*: clausula que perante determina situação obriga que o emitente tome ou se abstenha de uma determinada ação. Consultado o prospeto desta obrigação é possível ler-se que a empresa se compromete a pagar antecipadamente a obrigação se:
 - Houver mora no pagamento de capital e/ou de juros do empréstimo obrigacionista não remediada no prazo de 3 (três) “dias úteis *Target*”;
 - Mora no pagamento de quaisquer outras obrigações resultantes de empréstimos, outras facilidades de crédito ou outros compromissos com incidência financeira, contraídos junto do sistema financeiro português ou estrangeiro ou ainda no pagamento de obrigações decorrentes de valores monetários ou mobiliários de

qualquer natureza desde que os respectivos credores solicitem o reembolso antecipado de obrigações pecuniárias da Emitente num montante total superior a 15% (quinze por cento) dos seus Capitais Próprios (tal como publicado nas últimas contas individuais auditadas);

- se a Emitente requerer a declaração de insolvência, ou se a declaração de insolvência for requerida por qualquer terceiro e desde que não seja contestada em boa-fé pela Emitente pelos meios legais apropriados, e/ou a Emitente cessar pagamentos;
- se a Emitente deixar de cumprir qualquer uma das suas obrigações fiscais e para com a Segurança Social exceto se contestado em boa fé pela Emitente, considerando-se “contestado em boa fé” qualquer processo em que a Emitente apresente reclamação, impugnação, contestação, recurso ou oposição e preste garantia idónea à suspensão do processo em curso;
- *Force Majeure*: esta cláusula é incluída nos contratos para anular os direitos / deveres de cada uma das contrapartes caso ocorra um desastre natural que impeça a empresa de dar continuidade ao natural curso da sua atividade e a torne incapaz de dar resposta aos seus compromissos financeiros.

Dado que todas as obrigações descritas são *Senior Unsecured* então elas estão todas no mesmo patamar em termos senioridade, e terão, em princípio, os mesmos *covenants* / cláusulas contratuais. Como não temos acesso aos prospets da maioria delas, não podemos verificar com certeza esta situação.

Por sua vez, a obrigação SBI⁹ é *Unsecured* o que significa que é mais júnior que as restantes (que são *Senior Unsecured*). Dado tratar-se de um *Private Placemete* (colocação privada de dívida), não é possível saber qual o juro a que os obrigacionistas em questão estão a ser remunerados. Mas espera-se que seja superior ao das obrigações ordinárias.

⁹ Não nos foi possível saber qual o significado desta sigla, nem tão pouco a que entidade subsidiária ela diz respeito.

6. Conclusão

6.1. Principais Resultados

Este estudo teve como objetivo apresentar algumas das metodologias utilizadas para analisar as empresas do ponto de vista dos obrigacionistas e dos demais credores. Partindo do conceito base presente nos modelos de avaliação de ações, e realizados os devidos ajustamentos para o adequarmos à natureza do estudo que se pretendia, chegámos ao cálculo apurado do Free Cash Flow. Neste contexto concluímos que é importante compreender a origem dos *cash-in flows*, o destino dos *cash-out flows*, e avaliar se existe capacidade dos primeiros se sobreporem aos segundos. A acrescentar, explorámos a necessidade de conhecer o ambiente em que a empresa opera, bem como a sua estratégia financeira. Ainda, de a comparar à concorrência, momento em que os rácios financeiros ganham bastante utilidade. Por fim, concluímos sobre a adequação do binómio risco/retorno obtido pela análise dos *spreads* das emissões obrigacionistas.

Em termos práticos analisámos o perfil financeiro da Semapa SGPS e atestámos a sua qualidade creditícia. Concluímos que apesar de esta ser uma das empresas mais alavancadas do sector, o seu negócio gera, juntamente com o *cash* em balanço, recursos suficientes para dar resposta aos seus compromissos de curto e médio prazo (até 2019, último ano estimado). O futuro do negócio depende essencialmente da capacidade de recuperação da economia Europeia, a qual se apresenta ainda muito fraca, mas também da evolução futura dos sectores de papel que nos últimos anos apresentaram quedas estruturais. Pela positiva a Portucel é das maiores produtoras de UWP na Europa e é bastante eficiente em comparação com os seus concorrentes. A Secil tem grande exposição ao mercado português de construção mas, por outro lado, também está presente em mercados emergentes onde este sector tem perspectivas de crescimento.

As obrigações da Semapa que maturam em 2019 podem gerar valor, se o preço de compra for inferior aos 102,25 propostos pelo Banco BPI à data de 31-08-2015.

6.2. Principais Limitações do Estudo

Na realização deste estudo encontramos algumas dificuldades relacionadas com a incompletude da informação financeira e contabilística da empresa. Por não termos acesso a um conhecimento aprofundado do negócio, não nos foi possível projetar com exatidão o futuro do mesmo. Como já é recorrente, a equipa de gestão não divulga informações relativas à expectativa de evolução de rubricas essenciais, como a evolução do CAPEX e do Working Capital, essenciais para a realização de uma análise mais precisa.

6.3. Sugestões para estudos Futuros

No futuro poderá ser interessante aplicar a análise de crédito a cada um dos *peers* da Semapa. Ainda, realizar uma análise *sum-of-the-parts* ao Grupo Semapa, em que cada negócio do grupo é analisado de forma independente. Por fim, analisar com maior profundidade as perspetivas de crescimento, algo que depende de um acesso detalhado à informação contabilística da empresa.

7. Bibliografía

CFA Program Curriculum (2011): *Equity, Volume 4 Level II*, CFA Institute, Pearson Learning Solutions.

CFA Program Curriculum (2014): *Equity and Fixed Income, Volume 4 Level II*, CFA Institute, Pearson Learning Solutions.

Damodaran, A. 2012. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Fernández, P. 2007. *Company valuation methods. The most common errors in valuations*. IESE Business School – University of Navarra. Retrieved December 10, 2013, from <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf>

Frykman, D., Tollyer, J. 2003. *Corporate Valuation: An easy guide to measuring value*. Great Britain: Pearson Education Limited.

Goldman Sachs, 10 November 2010, *Introduction to Credit Analysis*, AdkinsMatchett&Toy.

Goldman Sachs, 11 November 2010, *Intermediate Credit Analysis*, AdkinsMatchett&Toy.

Koller T., Goedhart, M. and Wessels D. 2010. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5th ed.). Ed. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons.

Moody's Investor Service, October 10, 2013. *Rating Methodology - Global Paper and Forest Products Industry*.

Moody's Investor Service, September 26, 2014. *Rating Methodology – Building Materials Industry*.

Moody's Investor Service, October, 2007. *Rating Methodology – Global Investment Holding Companies*.

Sítios da Internet:

- <http://www.semapa.pt/pt-pt/home>
- <http://www.portucelsoporcel.com/pt/>
- www.bloomberg.com
- <http://www.metsaboard.com/Pages/Default.aspx>
- <http://www.upm.com/EN/INVESTORS/Pages/default.aspx>
- <http://www.etsa.pt/>
- www.secil.pt
- www.standardandpoors.com
- www.moodys.com
- http://www.semapa.pt/sites/default/files/pdf_pb/prospecto_semapa2014_2.pdf
- www.fitchratings.com
- <http://www.fepicop.pt/>
- <https://markets.jpmorgan.com/>

Bloomberg:

- CSDR: Sovereign Ratings
- CRPR: Issuer credit ratings
- RATC: Rating Changes
- GCDS: CDA pricing for issuers buy industries
- FA: Financial Analysis

Bases de Dados:

- World Economic Outlook Database, April 2015, FMI, in <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>