

**AVALIAÇÃO FINANCEIRA DA
THE NAVIGATOR COMPANY, S.A.**

José Francisco Ramos Alves da Silva

Projeto submetido como requisito parcial para obtenção do
grau de Mestre em Finanças

Orientador:
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

junho 2017

RESUMO

A The Navigator Company, S.A. é uma empresa portuguesa que se dedica à produção de papel e pasta de papel. A sua importância na economia e no mercado de capitais portugueses, bem como a sua relevância no mercado europeu de papel e pasta de papel, justificam a realização de um projeto em finanças sobre esta empresa, com o objetivo de estimar o seu valor e emitir uma recomendação relativa ao investimento na ação representativa do seu capital.

Para atingir estes objetivos foram estudadas diversas metodologias de avaliação financeira de empresas propostas por vários autores, a que se seguiu uma análise dos mercados de papel e pasta de papel e das suas principais tendências. Foram também analisadas as áreas de negócio da The Navigator Company, S.A. e a estratégia da equipa de gestão, bem como a performance financeira histórica da empresa. Por fim, foram elaboradas projeções com base em pressupostos decorrentes da análise da empresa e do mercado e foi estimado o Valor da Empresa e o Valor dos Capitais Próprios a partir das metodologias *Discounted Cash Flow*, *Economic Value Added/ Market Value Added* e Avaliação Relativa.

A partir da avaliação dos capitais próprios da empresa, foi estimado um preço-alvo por ação de 3,87 Euros que resulta numa recomendação neutral, considerando a cotação atual da ação na Euronext Lisbon, que ascende a 3,95 Euros (5 de maio de 2017).

Palavras-chave: Avaliação de empresas, *Discounted Cash Flow*, *Economic Value Added/ Market Value Added*, Avaliação Relativa

JEL Classification System: G. Financial Economics/ G3. Corporate Finance and Governance/ G30. General, G32. Value of Firms

ABSTRACT

The Navigator Company, S.A. is a Portuguese company that produces paper and pulp. Its importance in the Portuguese economy and capital markets together with its relevance in the European paper and pulp industry justify a finance paper about this company aiming to estimate its value and to issue an investment recommendation on its stock.

To achieve these objectives, several company valuation methodologies proposed by various authors were studied, followed by an analysis on the paper and pulp markets and their main trends. The business segments of The Navigator Company, S.A. and the strategy of the management team were also analysed, as well as the historical financial performance of the company. Additionally, financial projections were prepared based on the assumptions resulting from the company and market analysis. Finally, the Enterprise Value and Equity Value of the company were estimated through the Discounted Cash Flow, Economic Value Added/ Market Value Added and Relative Valuation methods.

The equity valuation of the company resulted in a price target of 3.87 Euros per share and in a neutral recommendation, considering the current value of the stock on Euronext Lisbon, which amounts to 3.95 Euros (5th of May of 2017).

Key words: Company valuation, Discounted Cash Flow, Economic Value Added/ Market Value Added, Relative Valuation

JEL Classification System: G. Financial Economics/ G3. Corporate Finance and Governance/ G30. General, G32. Value of Firms

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Doutor Pedro Leite Inácio pela orientação no desenvolvimento do projeto.

Aos professores do ISCTE e da Faculdade de Economia do Porto com quem tive oportunidade de aprender ao longo do meu percurso académico.

À Paula Redondo Pereira pela inspiração e pelo apoio permanentes e pela revisão do documento.

Aos meus pais pela presença e disponibilidade constantes.

Aos profissionais da área de *corporate finance* com quem tenho trabalhado ao longo do meu percurso profissional.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DA LITERATURA	3
2.1. DISCOUNTED CASH FLOW	3
2.1.1. FREE CASH FLOW TO FIRM.....	4
2.1.2. FREE CASH FLOW TO EQUITY.....	8
2.2. AVALIAÇÃO RELATIVA	9
2.2.1. MÚLTIPLOS DE RESULTADOS	10
2.2.2. MÚLTIPLOS DE VENDAS	11
2.2.3. MÚLTIPLO DE VALOR CONTABILÍSTICO	12
2.3. OPÇÕES REAIS	12
2.4. ECONOMIC VALUE ADDED/ MARKET VALUE ADDED	13
3. O SETOR DO PAPEL E DA PASTA DE PAPEL.....	15
3.1. CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO	15
3.2. PREÇOS.....	20
3.3. PRINCIPAIS TENDÊNCIAS	21
4. A THE NAVIGATOR COMPANY.....	23
4.1. PERFIL.....	23
4.2. ÁREAS DE NEGÓCIO.....	25
4.2.1. PAPEL UWF	26
4.2.2. PASTA DE PAPEL.....	27
4.2.3. PAPEL TISSUE	28
4.2.4. ENERGIA	29
4.2.5. OUTRAS ATIVIDADES.....	29
4.3. ESTRATÉGIA	30
5. ANÁLISE FINANCEIRA HISTÓRICA.....	33
5.1. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS.....	33
5.2. BALANÇO.....	40
5.3. CASH FLOW	44

6. PLANO DE NEGÓCIOS.....	46
6.1. RESUMO DOS PRESSUPOSTOS	46
6.2. PROJEÇÕES	49
6.2.1. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PREVISIONAL.....	49
6.2.2. BALANÇO PREVISIONAL.....	52
6.2.3. CASH FLOW PREVISIONAL	54
7. AVALIAÇÃO	55
7.1. METODOLOGIAS UTILIZADAS.....	55
7.1.1. DISCOUNTED CASH FLOW.....	56
7.1.2. ECONOMIC VALUE ADDED/ MARKET VALUE ADDED	59
7.1.3. AVALIAÇÃO RELATIVA	60
7.1.4. PREÇO-ALVO	63
8. RECOMENDAÇÃO DE INVESTIMENTO	64
9. BIBLIOGRAFIA	66
10. ANEXOS	68
10.1. PRESSUPOSTOS MACROECONÓMICOS	68
10.2. DETALHE DA AVALIAÇÃO RELATIVA.....	68

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – Produção mundial de pasta e de papel	15
Figura 2 – Principais agregados financeiros do setor na Europa (mil milhões de Euros).....	16
Figura 3 – Número de empresas e instalações produtivas na Europa	17
Figura 4 – Produção de pasta de papel na Europa (milhões de toneladas)	17
Figura 5 – Produção de papel e cartão na Europa (milhões de toneladas).....	18
Figura 6 – Consumo de papel e cartão por utilização na Europa (2015)	19
Figura 7 – Quotas de capacidade de produção de papel e cartão na Europa (2016).....	19
Figura 8 – Evolução do preço da pasta de papel (EUR e USD por tonelada).....	20
Figura 9 – Evolução do preço do papel UWF (EUR por tonelada)	21
Figura 10 – Principais acionistas da Empresa	23
Figura 11 – Volume de negócios por geografia (milhões de Euros).....	24
Figura 12 – Principais indicadores financeiros (milhões de Euros).....	25
Figura 13 – Peso de cada atividade no volume de negócios	26
Figura 14 – Capacidade de produção e vendas de pasta de papel (milhares de toneladas)	27
Figura 15 – Capacidade de produção de papel tissue (milhares de toneladas)	28
Figura 16 – Avaliação por múltiplos (valor por ação)	63
Figura 17 – Evolução da ação da The Navigator Company.....	64
Figura 18 – Evolução da ação da The Navigator Company vs. PSI 20 (índice base 100).....	65

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Demonstração de resultados	34
Tabela 2 – Volume de negócios	36
Tabela 3 – Inventários consumidos e vendidos e variação da produção.....	37
Tabela 4 – Materiais e serviços consumidos	38
Tabela 5 – Gastos com pessoal	39
Tabela 6 – Outros gastos e perdas operacionais.....	39
Tabela 7 – Outros rendimentos e ganhos operacionais	40
Tabela 8 – Balanço.....	41
Tabela 9 – Fundo de maneo necessário.....	42
Tabela 10 – Investimento em ativos fixos.....	43

Tabela 11 – Dívida líquida	44
Tabela 12 – Free Cash Flow to Firm.....	45
Tabela 13 – Demonstração de resultados previsional	49
Tabela 14 – Volume de negócios previsional	51
Tabela 15 – Custos e outros proveitos operacionais previsionais.....	52
Tabela 16 – Fundo de maneo necessário previsional.....	53
Tabela 17 – Investimento em ativos fixos previsional.....	54
Tabela 18 – Free Cash Flow to Firm previsional.....	54
Tabela 19 – Custo Médio Ponderado do Capital (WACC).....	57
Tabela 20 – Avaliação por Discounted Cash Flow	58
Tabela 21 – Análise de sensibilidade ao WACC e à taxa de crescimento na perpetuidade.....	58
Tabela 22 – Análise de sensibilidade ao preço do papel UWF e à margem bruta.....	59
Tabela 23 – Avaliação por Economic Value Added/ Market Value Added	60
Tabela 24 – Empresas comparáveis (milhões, 2016).....	61
Tabela 25 – Valor das empresas comparáveis	61
Tabela 26 – Múltiplos de empresas comparáveis.....	62

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1 – Pressupostos macroeconómicos	68
Anexo 2 – Avaliação através do múltiplo Valor da Empresa / Volume de negócios	68
Anexo 3 – Avaliação através do múltiplo Valor de Mercado dos Capitais Próprios / Volume de negócios.....	69
Anexo 4 – Avaliação através do múltiplo Valor da Empresa / EBITDA	69
Anexo 5 – Avaliação através do múltiplo Price to Earnings.....	70
Anexo 6 – Avaliação através do múltiplo Price to Book	70

GLOSSÁRIO

BRL	Real Brasileiro
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Capex	<i>Capital Expenditure</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CELPA	Associação da Indústria Papeleira
CEPI	<i>Confederation of European Paper Industries</i>
CF	<i>Cash Flow</i>
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
E	Estimado
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortisations</i>
Empresa	The Navigator Company, S.A.
EUA	Estados Unidos da América
EUR/ €	Euro
EVA	<i>Economic Value Added</i>
FCFE	<i>Free Cash Flow to Equity</i>
FCFF	<i>Free Cash Flow to Firm</i>
I&D	Investigação e Desenvolvimento
IRC	Imposto sobre o Rendimento Coletivo
LT	Lucro Tributável
MVA	<i>Market Value Added</i>
NOPLAT	<i>Net Operating Profit Less Adjusted Taxes</i>
P	Projeção

Papel tissue	Papel de baixa gramagem para uso doméstico e não doméstico (ex.: papel higiénico, papel de cozinha, lenços de papel, guardanapos)
Papel UWF	<i>Uncoated Woodfree Printing and Writing Paper</i>
Pellets	Combustível sólido de granulado de resíduos de madeira prensado proveniente de desperdícios de madeira
PIB	Produto Interno Bruto
PSI 20	<i>Portuguese Stock Index</i>
SEK	Coroa Sueca
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats</i>
The Navigator Company	The Navigator Company, S.A.
Ton	Toneladas
UE	União Europeia
USD/ \$	Dólar Norte-Americano
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

1. INTRODUÇÃO

Estabelecida em 1953, a The Navigator Company, S.A. (“The Navigator Company” ou “Empresa”), denominada de Portucel, S.A. até fevereiro de 2016, é uma empresa portuguesa reconhecida internacionalmente como uma referência no mercado de papel e pasta de papel. Complementarmente, a Empresa está presente nos negócios de produção de energia, agro-florestal e investigação e desenvolvimento.

A Empresa opera quatro unidades fabris de produção de papel *UWF*, papel *tissue* e pasta de papel em Portugal (Cacia, Figueira da Foz, Setúbal e Vila Velha de Ródão) e uma fábrica de *pellets* nos EUA e desenvolve um projeto agro-florestal em Moçambique. Está ainda presente através de representações comerciais em Espanha, França, Itália, Alemanha, Bélgica, Holanda, Áustria, Polónia, Turquia e EUA.

A elaboração do projeto em finanças sobre a The Navigator Company justifica-se pela importância que esta Empresa tem na economia portuguesa e que se traduz, entre outros, nos seguintes aspetos¹:

- Volume de negócios de 1,6 mil milhões de Euros, representando quase 1% do PIB nacional;
- Exportações de 1,3 mil milhões de Euros, correspondentes a cerca de 3% das exportações portuguesas de bens;
- Peso de 7% no total da carga contentorizada e de 6% no total desta carga e da carga convencional exportada pelos portos nacionais;
- Emprego direto superior a 3.100 colaboradores e indireto de 31 mil pessoas, mobilizando mais de 6 mil fornecedores nacionais;
- Produtora de 50% do total de energia produzida em Portugal a partir de biomassa, sendo o maior produtor nacional.

Para além da importância da The Navigator Company na economia portuguesa, merece destaque o seu peso no mercado de capitais nacional, uma vez que, em termos de capitalização bolsista, representa 4,9% do PSI 20, sendo a sexta maior empresa e a maior das

¹ Relatório & Contas de 2016 da Empresa.

quatro empresas de cariz industrial que integram o índice principal da Euronext Lisbon². Adicionalmente, a Empresa atrai um conjunto significativo de investidores institucionais estrangeiros, sendo de destacar os originários dos EUA, Noruega, Reino Unido e Alemanha.

Os objetivos do projeto são estimar o valor dos capitais próprios da The Navigator Company e o respetivo valor por ação e produzir uma recomendação de investimento, tendo em consideração a cotação da ação e a expectativa de valorização ou desvalorização.

Para alcançar estes objetivos, é importante dominar as metodologias internacionalmente aceites, tanto no meio académico como no meio dos profissionais de investimento, e que assentam na teoria financeira explorada pelos mais diversos autores. Adicionalmente, é importante compreender as dinâmicas e as perspetivas de evolução de mercado em que a empresa opera, que em conjunto com a estratégia da equipa de gestão, suportam a elaboração do plano negócios com base no qual é realizada a avaliação financeira da Empresa.

Neste sentido, este projeto inicia-se com a revisão de literatura, na qual se analisam as diversas metodologias de avaliação financeira de empresas propostas por vários autores. Segue-se uma análise do mercado de papel e de pasta de papel e das suas principais tendências, bem como uma descrição das várias áreas de negócio da Empresa e da respetiva estratégia da equipa de gestão. Posteriormente, é realizada uma análise da performance financeira da Empresa nos últimos três anos por forma a compreender os *drivers* de valor e são apresentadas as projeções financeiras até 2022, bem como os pressupostos subjacentes. Por fim, é apresentada a avaliação financeira da The Navigator Company estimada a partir de várias metodologias e é estimado um preço-alvo para a ação, no qual se baseia a recomendação de investimento tendo em consideração a expectativa de valorização ou desvalorização da ação face à sua cotação atual na Euronext Lisbon.

² Com base nas cotações do dia 10 de maio de 2017.

2. REVISÃO DA LITERATURA

De acordo com Damodaran (2012), existem três tipos de abordagem para avaliar ativos: i) *Discounted Cash Flow* (DCF), ii) Avaliação Relativa e iii) Opções Reais. A primeira, *Discounted Cash Flow*, associa o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros gerados por esse ativo. Por seu lado, a Avaliação Relativa estima o valor de um ativo através da análise do valor de ativos comparáveis aplicado a variáveis comuns como resultados, volume de negócios ou valor contabilístico. Por último, o método de avaliação por Opções Reais relaciona o valor do ativo com determinadas contingências como, por exemplo, a ocorrência ou não ocorrência de um determinado evento.

Existe ainda uma metodologia adicional, *Economic Value Added* (EVA)/ *Market Value Added* (MVA), explorada por Stewart (2013), segundo a qual o valor de uma empresa equivale ao valor do capital investido acrescido de um prémio ou de um desconto que traduz a qualidade da gestão dos ativos alocados ao negócio.

Nas próximas secções, abordar-se-á cada uma das metodologias.

2.1. DISCOUNTED CASH FLOW

Esta metodologia assenta no princípio segundo o qual o valor de um ativo equivale ao valor presente dos fluxos de caixa futuros gerados por este, o que pode ser traduzido pela seguinte fórmula:

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

em que n = vida útil do ativo;

CF_t = *Cash Flow* gerado pelo ativo no período t ; e

r = taxa de desconto que reflete o risco dos *Cash Flows* estimados.

Através desta metodologia pretende-se estimar o valor intrínseco de um ativo com base nos seus fundamentais. Por valor intrínseco deve entender-se o valor atribuído a um ativo por um analista imparcial, que não só estima corretamente os fluxos de caixa gerados pelo ativo

considerando a informação disponível, como utiliza a taxa de desconto correta para atualizar esses fluxos de caixa para o momento presente (Damodaran, 2012).

A metodologia *Discounted Cash Flow* pode ser aplicada de diversas formas, diferenciando-se entre si pela tipologia de *Cash Flow* utilizada, bem como pela taxa de desconto.

De acordo com Modigliani & Miller (1958), o valor dos ativos de uma empresa equivale ao valor do capital aplicado nessa empresa, isto é, capital próprio e capital alheio. Deste modo, para avaliar os capitais próprios de uma empresa é recomendado por Koller et al. (2005) avaliar a empresa através da atualização para o presente, ao Custo Médio Ponderado do Capital (WACC), dos fluxos de caixa operacionais futuros (*Free Cash Flow to Firm*) e, seguidamente, subtrair o valor das responsabilidades financeiras não operacionais (ex.: dívida bancária) e adicionar o valor dos ativos não operacionais (ex.: depósitos bancários e caixa). Alternativamente, o valor dos capitais próprios pode ser estimado diretamente através do método que consiste na atualização para o presente, ao Custo do Capital Próprio, dos fluxos de caixa futuros atribuíveis aos acionistas (*Free Cash Flow to Equity*), isto é, após considerar o serviço da dívida líquido.

2.1.1. *Free Cash Flow to Firm*

O cálculo do valor de uma empresa através da metodologia *Free Cash Flow to Firm* ou *Firm Value* consiste no somatório dos *Cash Flows* operacionais futuros gerados pela empresa atualizados para o momento presente ao WACC:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (2)$$

em que: $FCFF_t$ = *Free Cash Flow to Firm* no ano t ; e

WACC = Custo Médio Ponderado do Capital.

Contrariamente a um projeto de investimento ou a um equipamento que, por regra, têm uma vida útil finita, uma empresa tem atividade ao longo de um período de tempo indeterminado, não sendo exequível elaborar projeções anuais para um período infinito. Deste modo, a fórmula (2) poderá ser decomposta da seguinte forma:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)}}{(1+WACC)^n} \quad (3)$$

em que: $FCFF_t = \text{Free Cash Flow to Firm}$ no ano t ;

WACC = Custo Médio Ponderado do Capital;

n = Último ano de projeção; e

g = Taxa de crescimento do FCFF na perpetuidade.

A fórmula (3) representa o Valor da Empresa enquanto a soma do valor atual dos *Free Cash Flows to Firm* gerados durante o período explícito de projeção com o valor terminal da empresa, ou seja, o valor atual dos *Free Cash Flows to Firm* gerados em perpetuidade, assumindo uma taxa de crescimento constante.

O *Free Cash Flow to Firm* corresponde aos fluxos de caixa disponíveis para os credores financeiros da empresa (ex.: obrigacionistas, entidades financeiras) e para os acionistas. A forma mais simples para estimar o *Free Cash Flow to Firm* é somar os fluxos de caixa gerados pela empresa antes de remunerar ou reembolsar credores financeiros e acionistas, ou seja, os fluxos de caixa gerados pela operação. Desta forma, ao resultado da empresa antes de juros e impostos (EBIT) líquido de impostos operacionais (NOPLAT) são somadas as amortizações, uma vez que esta rubrica de custo não representa um fluxo de caixa, e subtraído o investimento (variação bruta do capital investido) quer em ativos fixos quer em fundo de maneiio:

$$\begin{aligned} FCFF_t &= EBIT_t \times (1 - T) + \text{Amortizações}_t - \text{Capex}_t - \text{Variação do Fundo de Maneio}_t \Leftrightarrow \\ FCFF_t &= \text{NOPLAT}_t + \text{Amortizações}_t - \text{Capex}_t - \text{Variação do Fundo de Maneio}_t \end{aligned} \quad (4)$$

em que: $FCFF_t = \text{Free Cash Flow to Firm}$ no ano t ;

$EBIT_t = \text{Earnings Before Interest and Taxes}$ no ano t ;

T = Taxa de imposto;

Capex = Investimento em ativo fixo; e

$\text{NOPLAT}_t = \text{Net Operating Profit Less Adjusted Taxes}$ no ano t .

Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

Na metodologia *Free Cash Flow to Firm*, a taxa de desconto à qual são atualizados para o presente os fluxos de caixa operacionais futuros corresponde ao Custo Médio Ponderado do Capital (WACC). O WACC representa o custo de oportunidade que os investidores enfrentam quando investem o seu capital num determinado ativo em detrimento de outros com o mesmo nível de risco (Koller et al., 2005) e equivale ao custo do capital próprio e ao custo do capital alheio líquido de impostos, ponderados pelo respetivo peso na estrutura de capital:

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times k_e + \frac{D}{D+E} \times k_d \times (1 - T) \quad (5)$$

em que: WACC = Custo Médio Ponderado do Capital;

$\frac{E}{D+E}$ = Peso do capital próprio na estrutura de capital;

k_e = Custo do capital próprio;

$\frac{D}{D+E}$ = Peso do capital alheio na estrutura de capital;

k_d = Custo do capital alheio; e

T = Taxa de imposto.

Os ponderadores do custo do capital próprio e do custo do capital alheio correspondem à estrutura de capital que a empresa pretende assumir no futuro e não, necessariamente, à estrutura de capital que a empresa apresenta atualmente, que poderá estar sujeita a flutuações de curto-prazo. Adicionalmente, os ponderadores devem refletir os valores de mercado do capital próprio e da dívida e não os valores contabilísticos. Isto justifica-se pelo facto do WACC representar o retorno esperado de um investimento alternativo com risco idêntico, pelo que se os acionistas e obrigacionistas alienassem os seus títulos para investir noutros ativos, a venda seria realizada a preços de mercado e não ao valor contabilístico.

Custo do Capital Próprio

O método mais utilizado para estimar o custo do capital próprio denomina-se *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Koller et al., 2005). Este modelo estima o retorno esperado de um determinado ativo através do seu risco, utilizando, como indicador, a sensibilidade do preço do ativo face ao mercado. Neste sentido, o CAPM postula que o retorno esperado de uma

determinada ação equivale à soma do retorno de um ativo sem risco com o prémio de risco de mercado multiplicado pela correlação da ação com o mercado:

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (6)$$

em que: k_e = Custo do capital próprio;

r_f = Taxa de retorno de um ativo sem risco;

β = Risco sistemático do ativo; e

r_m = Retorno esperado de uma carteira de mercado.

Neste modelo, a taxa de retorno de um ativo sem risco e o prémio de risco de mercado, que equivale à diferença entre o retorno esperado de uma carteira de mercado e a taxa de retorno de um ativo sem risco, são iguais para todas as empresas. O parâmetro que diferencia o custo do capital próprio para cada empresa é o *beta*, que representa o risco incremental de uma determinada ação face a um portfolio de mercado diversificado, medindo a variação dessa ação face a variações de mercado. Neste sentido, um *beta* superior a 1 significa que o ativo é mais volátil que o mercado e, portanto, mais arriscado. Contrariamente, um *beta* inferior a 1 representa um ativo menos volátil que o mercado e, como tal, com risco inferior.

Valor dos Capitais Próprios

Após estimar o Valor da Empresa a partir da atualização ao WACC dos *Free Cash Flows to Firm* futuros, o Valor dos Capitais Próprios é obtido a partir da seguinte fórmula:

$$\begin{aligned} \text{Valor dos Capitais Próprios} = & \text{Valor da Empresa} + \text{Ativos não operacionais} - \\ & - \text{Dívida financeira} - \text{Outras responsabilidades não operacionais} \end{aligned} \quad (7)$$

Nos ativos não operacionais incluem-se rubricas como depósitos bancários e caixa, ativos financeiros com liquidez (ex.: ações e obrigações transacionáveis em mercado), subsidiárias não consolidadas, entre outros. No que respeita às responsabilidades financeiras da empresa, para além da dívida com taxa de juro fixa e taxa de juro variável, são subtraídas ao Valor da Empresa todas as responsabilidades que não resultam da sua atividade operacional, tais como responsabilidades com fundos de pensões, ações preferenciais, entre outras.

O valor por ação é obtido através da divisão do Valor dos Capitais Próprios pelo número de ações representativas do capital social da empresa:

$$\text{Valor por Ação} = \frac{\text{Valor dos Capitais Próprios}}{\text{Número de ações}} \quad (8)$$

2.1.2. *Free Cash Flow to Equity*

O modelo de *Free Cash Flow to Equity* determina o Valor dos Capitais Próprios diretamente através da atualização ao custo do capital próprio dos fluxos de caixa atribuíveis aos acionistas durante o período de projeção explícito e na perpetuidade:

$$\text{Valor dos Capitais Próprios} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(1+k_e)^n} \quad (9)$$

em que: $FCFE_t$ = *Free Cash Flow to Equity* no ano t ;

k_e = Custo do capital próprio;

n = Último ano de projeção; e

g = Taxa de crescimento do FCFE na perpetuidade.

O *Free Cash Flow to Equity* representa os fluxos de caixa gerados pela empresa após remunerar os credores financeiros e reembolsar a dívida ou emitir nova dívida e pode ser determinado a partir do *Free Cash Flow to Firm*:

$$FCFE_t = FCFF_t - \text{Custos financeiros líquidos}_t - (\text{Dívida reembolsada}_t - \text{Dívida emitida}_t) \quad (10)$$

O detalhe respeitante ao cálculo do custo do capital próprio (k_e) poderá ser consultado na secção anterior.

2.2. AVALIAÇÃO RELATIVA

A metodologia de Avaliação Relativa, comumente denominada Avaliação por Múltiplos, consiste na avaliação de ativos a partir da comparação com ativos semelhantes e da forma como estes são avaliados pelo mercado.

De acordo com Koller et al. (2005), não obstante a avaliação por *Discounted Cash Flow* ser reconhecida pelos especialistas como a metodologia mais rigorosa, a comparação de uma empresa com os seus pares é muito útil para testar a consistência das projeções, explicar diferenças entre a performance de uma empresa e as suas concorrentes e compreender os *drivers* de geração de valor de um negócio.

A Avaliação Relativa, além de se afirmar enquanto um *reality check* à metodologia de *Discounted Cash Flow*, apresenta, de acordo com Damodaran (2012), vantagens face a esta. Em primeiro lugar, pela sua simplicidade, é de aplicação rápida e recorre a poucos pressupostos. Segundo, é de fácil compreensão para pessoas exteriores ao meio financeiro. Por último, tende a refletir de uma forma mais consistente o sentimento do mercado, uma vez que mede o valor relativo e não o valor intrínseco.

Por outro lado, na ótica do mesmo autor, esta metodologia pode produzir conclusões incorretas caso não sejam consideradas as limitações que apresenta. Em primeiro lugar, uma seleção defeituosa das empresas comparáveis levará a que variáveis como risco, crescimento ou *Cash Flow* potencial sejam ignoradas. Adicionalmente, o reflexo do sentimento do mercado apresenta o reverso da medalha que é o de replicar um erro no caso do mercado se encontrar a sobreavaliar ou subavaliar determinadas empresas. Em terceiro lugar, a falta de transparência sobre os pressupostos subjacentes à análise pode levar a enviesamentos em que, por exemplo, um analista seleciona os múltiplos a apresentar em função de um determinado interesse.

Para efetuar uma avaliação por múltiplos é necessário recorrer a um conjunto de indicadores que sejam comparáveis entre várias empresas. Neste sentido, Koller et al. (2005) e Damodaran (2009) defendem a utilização de múltiplos de resultados, múltiplos de vendas e múltiplos de valor contabilístico.

2.2.1. Múltiplos de Resultados

Múltiplo *Enterprise Value to EBITDA*

O múltiplo *Enterprise Value to EBITDA* relaciona o valor total de mercado da empresa com os seus Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações (EBITDA):

$$\text{Múltiplo } Enterprise Value to EBITDA = \frac{\text{Val. Mercado Cap. Próprios} + \text{Dív. Financeira} - \text{Ativos Não Operacionais}}{\text{EBITDA}} \quad (11)$$

Na ótica de Damodaran (2012), nos últimos anos este múltiplo tem ganho bastantes adeptos uma vez que a utilização do EBITDA como indicador de referência mitiga riscos de falta de comparabilidade das empresas por razões relacionadas com a utilização de diferentes critérios de amortização de ativos. Adicionalmente, o número de empresas com EBITDA negativo é muito menor que o número de empresas com Resultado Líquido negativo, o que impossibilita a sua utilização para efeitos de avaliação. Por último, este múltiplo permite comparar empresas com diferentes estruturas de capital, uma vez que o EBITDA é um indicador que não considera os custos da dívida.

Múltiplo *Price to Earnings*

O múltiplo *Price to Earnings* mede o valor da ação de uma empresa em função do Resultado Líquido por ação:

$$\text{Múltiplo } Price to Earnings = \frac{\text{Preço de mercado da ação}}{\text{Resultado Líquido por ação}} \quad (12)$$

Este rácio também poderá ser obtido considerando o valor total dos capitais próprios, bastando para tal multiplicar o numerador e o denominador pelo número total de ações ordinárias emitidas pela empresa:

$$\text{Múltiplo } Price to Earnings = \frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios}}{\text{Resultado Líquido}} \quad (13)$$

A principal vantagem deste múltiplo é a sua simplicidade, uma vez que o numerador e o denominador são facilmente extraíveis de bases de dados de mercado e da Demonstração de

Resultados, respetivamente. Por outro lado, as suas principais desvantagens são precisamente as vantagens do múltiplo *Enterprise Value to EBITDA*, ou seja, fatores que limitam a comparabilidade entre empresas, como a exposição a diferentes critérios contabilísticos e a consideração da estrutura de capital.

2.2.2. Múltiplos de Vendas

Damodaran (2012) apresenta um conjunto de razões que justificam a crescente atratividade dos múltiplos de Vendas por parte dos analistas financeiros. Primeiro, contrariamente ao que por vezes acontece com o EBITDA ou o Resultado Líquido, as Vendas nunca apresentam valores negativos. Segundo, as Vendas estão menos expostas a critérios contabilísticos do que os resultados, sendo o seu critério de registo mais uniforme entre empresas e geografias. Por último, as Vendas, por regra, não apresentam variações anuais tão significativas como os resultados, estando menos sujeitas a oscilações materiais.

Por outro lado, o múltiplo de Vendas apresenta como grande desvantagem o risco de se atribuir valor a uma empresa que regista um elevado volume de negócios ou um crescimento significativo do mesmo, encontrando-se, no entanto, a gerar *Cash Flows* reduzidos ou até negativos via redução de margem, imparidades nos recebimentos dos clientes ou imparidades nos inventários.

Múltiplo *Enterprise Value to Sales*

O múltiplo *Enterprise Value to Sales* relaciona o Valor da Empresa com as Vendas que esta gera:

$$\text{Múltiplo } Enterprise Value to Sales = \frac{\text{Val. Mercado Cap. Próprios} + \text{Dív. Financeira} - \text{Ativos Não Operacionais}}{\text{Vendas}} \quad (14)$$

Múltiplo *Equity Value to Sales*

De forma semelhante, o múltiplo *Equity Value to Sales* relaciona o Valor dos Capitais Próprios de uma empresa com as vendas que esta gera:

$$\text{Múltiplo } \textit{Equity Value to Sales} = \frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios}}{\text{Vendas}} \quad (15)$$

Este múltiplo apresenta uma limitação face ao múltiplo *Enterprise Value to Sales*, que reside no facto de atribuir menor valor a empresas com um maior nível de endividamento, o que pode levar a resultados inconsistentes quando são comparadas empresas com estruturas de capital significativamente diferentes.

2.2.3. Múltiplo de Valor Contabilístico

O principal múltiplo de Valor Contabilístico é o múltiplo *Price to Book*, que relaciona o valor de mercado dos capitais próprios com o seu valor contabilístico:

$$\text{Múltiplo } \textit{Price to Book} = \frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios}}{\text{Valor Contabilístico dos Capitais Próprios}} \quad (16)$$

Entre as razões para a popularidade deste múltiplo entre os analistas destacam-se o facto de comparar o mesmo indicador obtido a partir de diferentes fontes, permitir comparar diferentes empresas desde que os critérios contabilísticos sejam os mesmos e poder ser aplicado à maioria significativa das empresas, uma vez que, contrariamente ao que acontece com os resultados, o valor contabilístico dos capitais próprios é, normalmente, positivo (Damodaran, 2012).

No entanto, de acordo com o mesmo autor, este múltiplo apresenta como principais fragilidades o facto de estar dependente de critérios contabilísticos, o que afeta a comparabilidade, e de apresentar reduzida leitura para empresas com uma base de ativos reduzida (ex.: empresas tecnológicas ou de serviços).

2.3. OPÇÕES REAIS

A avaliação pela metodologia de Opções Reais assenta no pressuposto de que o valor de um ativo pode, em determinadas circunstâncias, ser superior ao valor atual dos *Cash Flows* futuros no caso de estes serem contingentes à ocorrência ou não ocorrência de um determinado evento (Damodaran, 2012).

Esta metodologia tem ainda por base a existência de flexibilidade no que respeita às decisões que as equipas de gestão podem tomar em resposta a eventos futuros, bem como o impacto que estas decisões têm ao nível da geração futura de *Cash Flow* (Koller et al., 2005).

Tipicamente, as opções que se colocam no que respeita a ativos reais estão relacionadas com adiamento de investimentos, abandono de projetos, expansão de capacidade, paragem da produção, entre outras.

Uma opção financeira confere ao seu detentor o direito de comprar (*call option*) ou de vender (*put option*) um ativo subjacente a um determinado preço de exercício, num determinado período. Analogicamente, uma opção real é o direito de adotar uma ação relativa a um ativo real, a um custo pré-determinado, durante um período de tempo estabelecido à partida. Neste sentido, as opções reais são avaliadas da mesma forma que as opções financeiras, isto é, através dos métodos Binomial ou Black & Scholes (Soares et al., 2007).

2.4. ***ECONOMIC VALUE ADDED/ MARKET VALUE ADDED***

Stewart (2013) define *Economic Value Added* (EVA) como a diferença entre o volume de negócios, os custos operacionais e o custo dos ativos como se estes fossem alugados. Este conceito pretende consolidar num único indicador eficiência e qualidade da gestão dos ativos alocados a um negócio.

$$\begin{aligned} \text{EVA}_t &= \text{Volume de negócios}_t - \text{Custos operacionais}_t - \text{Custo do capital}_t \Leftrightarrow \\ \text{EVA}_t &= \text{EBIT}_t \times (1 - T) - \text{WACC} \times \text{Capital investido}_t \Leftrightarrow \\ \text{EVA}_t &= \text{NOPLAT}_t - \text{WACC} \times \text{Capital investido}_t \end{aligned} \quad (17)$$

em que: $\text{EVA}_t = \text{Economic Value Added}$ no ano t ;

$\text{EBIT}_t = \text{Earnings Before Interest and Taxes}$ no ano t ;

$T = \text{Taxa de imposto}$;

$\text{WACC} = \text{Custo Médio Ponderado do Capital}$; e

$\text{NOPLAT}_t = \text{Net Operating Profit Less Adjusted Taxes}$ no ano t .

Contrariamente a medidas de performance como o EBITDA ou o EBIT, que desconsideram o custo de capital, o EVA, para Stewart (2013), traduz de forma mais rigorosa o desempenho de uma empresa, uma vez que, independentemente da performance operacional, apenas cobrindo o custo com o capital próprio e com o capital alheio a empresa gera valor.

A estimativa do valor de uma empresa através do EVA assenta no princípio fundamental da criação de valor segundo o qual o valor atual do *Economic Value Added* futuro é igual ao valor presente dos *Cash Flows* futuros, ou seja, o *Market Value Added* (MVA). Por sua vez, o MVA representa a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido:

$$\text{MVA} = \text{Valor de mercado da empresa} - \text{Capital investido} \quad (18)$$

Reorganizando a equação (18), depreende-se que o valor de mercado de uma empresa é igual ao valor contabilístico do capital investido no momento presente acrescido de um prémio ou subtraído de um desconto, refletindo a qualidade de gestão do capital (Stewart, 2013):

$$\begin{aligned} \text{Valor de mercado da empresa} &= \text{Capital investido} + \text{MVA} \Leftrightarrow \\ \text{Valor de mercado da empresa} &= \text{Capital investido} + \text{Valor atual do EVA} \quad (19) \end{aligned}$$

O valor de uma empresa calculado a partir desta metodologia será idêntico ao valor de uma empresa estimado a partir do método *Free Cash Flow to Firm* apresentado anteriormente.

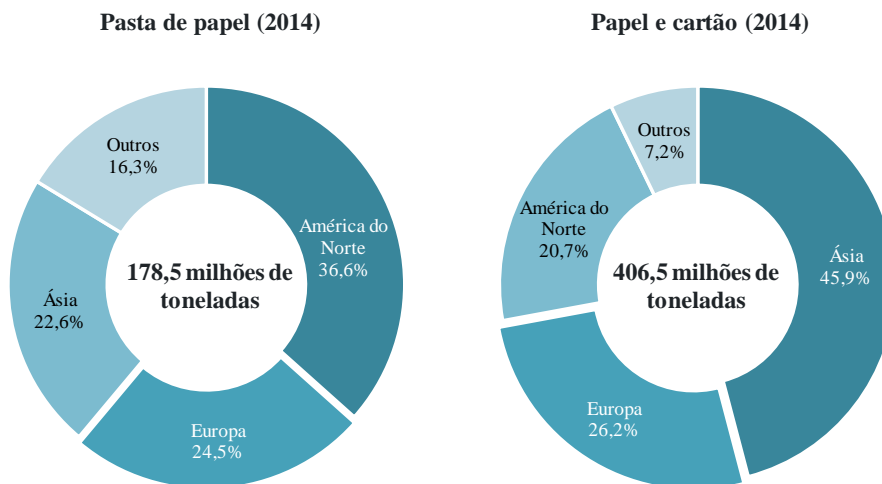
3. O SETOR DO PAPEL E DA PASTA DE PAPEL

3.1. CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO

De acordo com a CELPA – Associação da Indústria Papeleira (CELPA), o setor do papel e da pasta de papel, também designado por indústria papeleira, engloba o conjunto de entidades relacionadas com a produção de pasta para papel e de diferentes tipos de papel. A atividade principal desta indústria está relacionada com as várias etapas do processo produtivo do papel, iniciando-se na produção de madeira, a sua exploração e transformação em pasta para papel, e a transformação de pasta em diferentes tipos de papel.

A produção mundial da pasta de papel em 2014 ascendeu a 178,5 milhões de toneladas, sendo a região da América do Norte a principal produtora, representando 36,6% da quantidade produzida. Por sua vez, a Europa representa 24,5% da produção e a região asiática é responsável por 22,6%. No que respeita ao papel, a produção em 2014 foi de 406,5 milhões de toneladas, das quais 45,9% foram produzidas na Ásia, 26,2% na Europa e 20,7% na América do Norte.

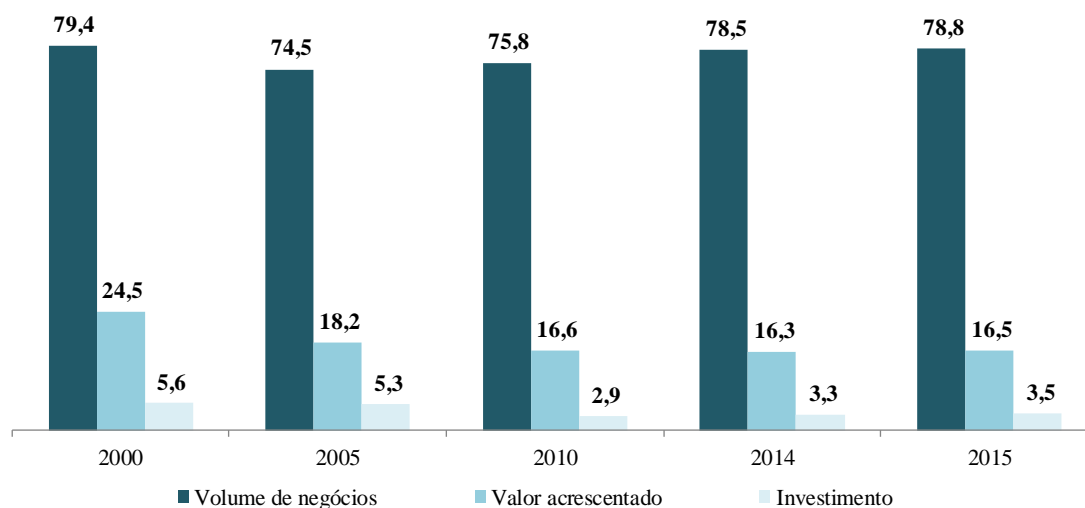
Figura 1 – Produção mundial de pasta e de papel



Fonte: CEPI – Key Statistics 2015

Em termos económicos, a indústria papelreira representa aproximadamente 80 mil milhões de Euros de volume de negócios na Europa³, sendo este valor relativamente estável desde o ano 2000. No que concerne ao valor acrescentado, no ano 2000, o setor representava 24,5 mil milhões de Euros, observando um decréscimo médio anual superior a 15% até 2010, tendo, entretanto, estabilizado em cerca de 16,5 mil milhões de Euros. De forma semelhante, o investimento também registou uma diminuição significativa entre 2000 e 2010, passando de 5,6 mil milhões de Euros para 2,9 mil milhões de Euros (CAGR de -20%), recuperando para 3,5 mil milhões de Euros em 2015.

Figura 2 – Principais agregados financeiros do setor na Europa (mil milhões de Euros)



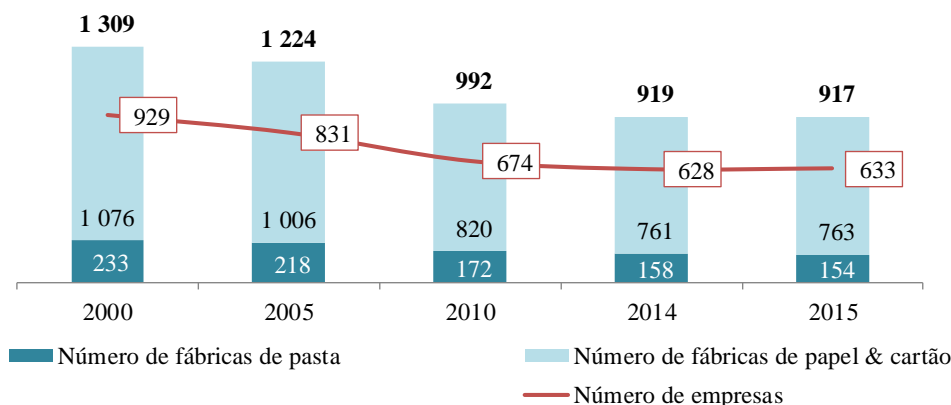
Fonte: CEPI – Key Statistics 2015

A performance negativa do setor tem explicações conjunturais e estruturais. O impacto conjuntural é observado, principalmente, no ano de 2010 que é afetado pela crise económica internacional que se iniciou nos EUA com a crise do *subprime* em 2007. O impacto estrutural está relacionado com a crescente desmaterialização documental que, necessariamente, implica um menor consumo de papel de impressão. Por outro lado, esta tendência é compensada pelo incremento no consumo de papel *tissue* (papel higiénico, papel de cozinha, guardanapos, lenços de papel, entre outros papéis de uso familiar), em particular nas economias emergentes onde determinados hábitos de consumo se têm vindo a massificar.

³ Inclui os 18 países associados da CEPI – *Confederation of European Paper Industries*: Áustria, Bélgica, República Checa, Finlândia, França, Alemanha, Hungria, Itália, Holanda, Noruega, Polónia, Portugal, Roménia, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Suécia e Reino Unido.

Nos últimos quinze anos, o número de empresas a operar no setor registou um decréscimo de 38,7% e o número de instalações produtivas diminuiu 41,6%, o que evidencia uma tendência crescente de concentração nesta indústria.

Figura 3 – Número de empresas e instalações produtivas na Europa

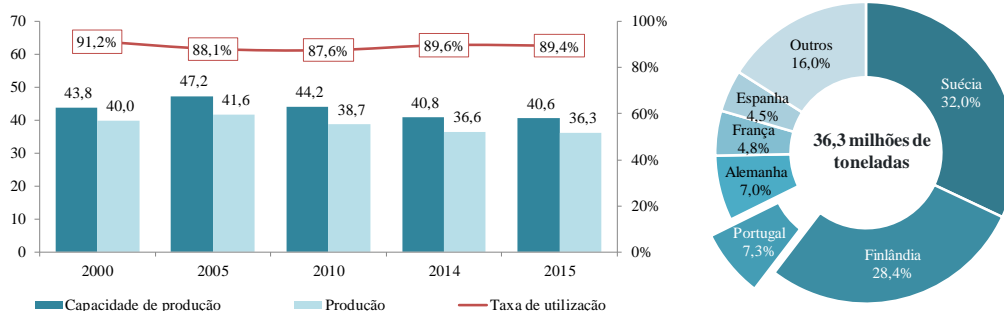


Fonte: CEPI – Key Statistics 2015

A produção de pasta de papel na Europa ascendeu a 36,3 milhões de toneladas em 2015, o que compara com 40,0 milhões de toneladas no ano 2000. Estes valores correspondem a uma taxa de utilização da capacidade instalada que historicamente tem registado valores na ordem dos 90%.

Os países escandinavos, em particular a Suécia e a Finlândia, destacam-se claramente como os produtores mais significativos, representando 32,0% e 28,4%, respetivamente, seguidos por Portugal com um valor de 7,3%.

Figura 4 – Produção de pasta de papel na Europa (milhões de toneladas)

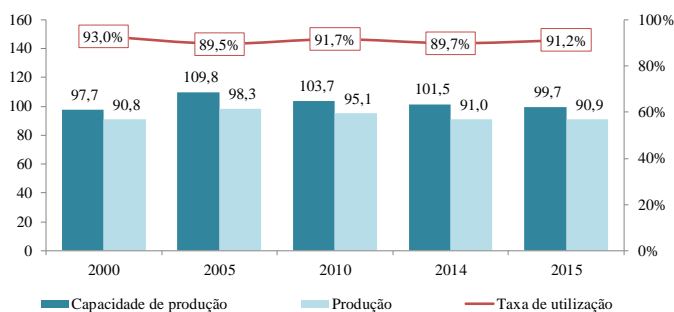


Fonte: CEPI – Key Statistics 2015

No que respeita ao papel e cartão, a produção foi de 90,9 milhões de toneladas em 2015, valor que é equivalente ao verificado no ano 2000, mas que se encontra abaixo dos picos registados em 2005 e 2010, onde a produção ascendeu a 98,3 e 95,1 milhões de toneladas, respetivamente.

Contrariamente ao que acontece com a pasta de papel, no que concerne à produção de papel na Europa, o *ranking* é liderado pela Alemanha, que representa 24,9% da produção, seguida pela Finlândia e pela Suécia, países que representam aproximadamente 11% cada um.

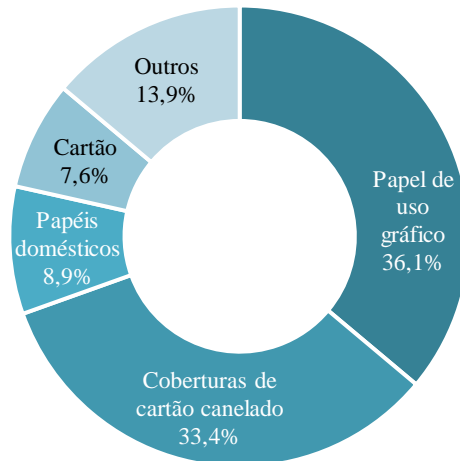
Figura 5 – Produção de papel e cartão na Europa (milhões de toneladas)



Fonte: CEPI – Key Statistics 2015

Embora o consumo de papel para fins gráficos verifique uma tendência de decréscimo, este ainda continua a ser o principal mercado, com um peso de 36,1% em 2015. A utilização de papel para coberturas de cartão canelado também ocupa uma posição importante, representando 33,4%, seguido pelo papel de uso doméstico (*tissue*) e pelo cartão, com um peso relativo 8,9% e 7,6%, respetivamente.

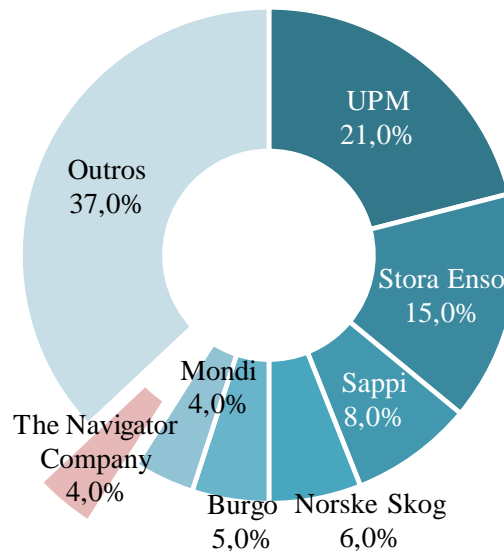
Figura 6 – Consumo de papel e cartão por utilização na Europa (2015)



Fonte: CEPI – Key Statistics 2015

O mercado de produção de papel na Europa encontra-se bastante fragmentado, com as empresas finlandesas UPM e Stora Enso a representarem 21,0% e 15,0% da capacidade produtiva, respetivamente. A The Navigator Company ocupa a sétima posição, com uma quota de 4,0% da capacidade de produção instalada.

Figura 7 – Quotas de capacidade de produção de papel e cartão na Europa (2016)



Fonte: ESN Forestry & Paper Update, January 2017

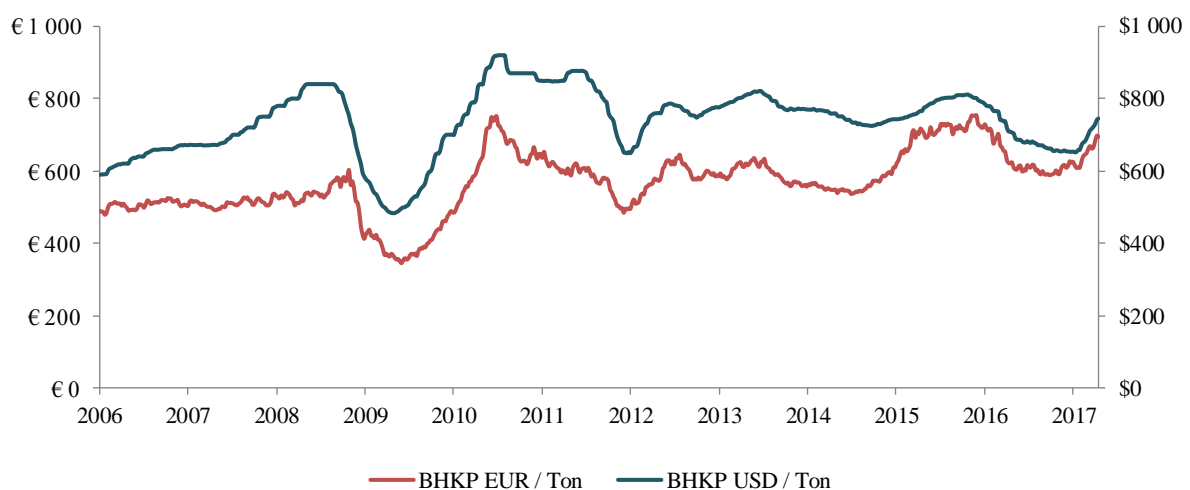
3.2. PREÇOS

O ano de 2016 ficou marcado pela descida acentuada do preço da pasta de papel, uma tendência que começou no último trimestre de 2015 e que se prolongou ao longo no ano seguinte. O índice de referência para a pasta *hardwood* (PIX – BHKP) registou uma descida de 11,3% e de 11,2% em USD e em EUR, respetivamente. A redução de preço é explicada pela desaceleração das encomendas dos compradores chineses devido ao abrandamento da economia.

Por sua vez, em 2017, o preço da pasta de papel tem registado uma tendência positiva, que se deve ao corte de capacidade não rentável efetuado na China, o que levou a uma diminuição da oferta neste mercado. Adicionalmente, a oferta proveniente do Brasil também sofreu uma quebra porque algumas fábricas importantes foram sujeitas a intervenções de manutenção e algumas linhas de produção, cuja entrada em operação era esperada, sofreram atrasos na sua finalização.

Sendo a pasta de papel negociada em USD, a taxa de câmbio USD/ EUR é uma variável crítica para as empresas a operar no mercado europeu e que efetuam trocas comerciais com empresas localizadas fora do espaço da Zona Euro.

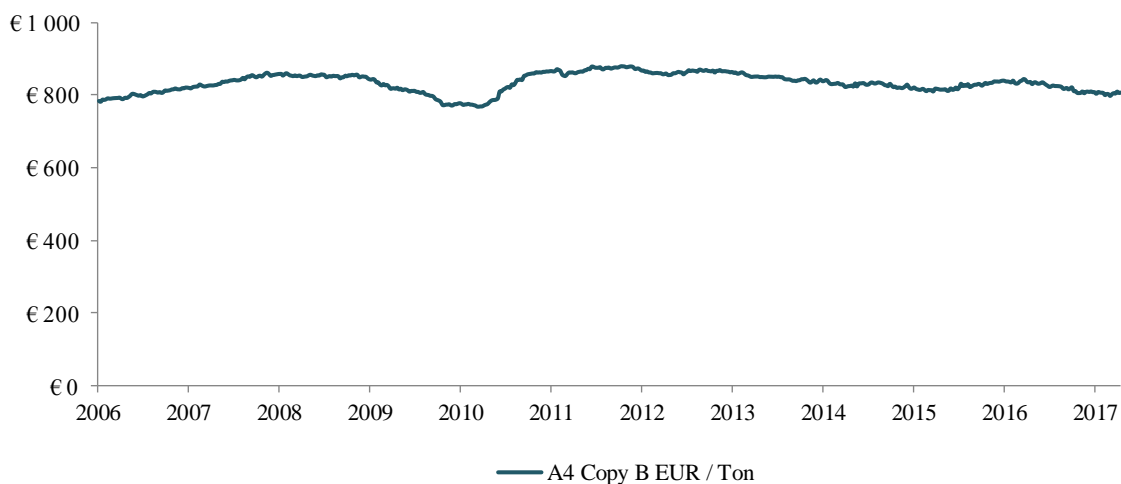
Figura 8 – Evolução do preço da pasta de papel (EUR e USD por tonelada)



Fonte: Bloomberg

No que respeita ao papel, ao longo de 2016, o principal índice de referência do papel *UWF* (*PIX A4 – Copy B*) manteve-se em linha com o registado no ano anterior. No entanto, no final do ano, as encomendas começaram a evidenciar um alívio de pressão dos produtores asiáticos, que se deve, em parte, à subida do preço do transporte marítimo que mais do que triplicou nos últimos anos e ao aumento da procura de papel na Ásia, o que levou a que alguns produtores direcionassem as suas vendas para o mercado doméstico.

Figura 9 – Evolução do preço do papel *UWF* (EUR por tonelada)



Fonte: Bloomberg

3.3. PRINCIPAIS TENDÊNCIAS

A indústria de papel e pasta de papel é uma indústria madura em que os principais operadores são empresas estabelecidas e com forte capacidade financeira, sendo que a evolução destas empresas passa em grande parte pela inovação ao nível dos processos produtivos e pela entrada em novos setores complementares à produção de papel.

É expectável que o crescimento do consumo de papel para embalagem e para uso doméstico (*tissue*), em particular em economias emergentes, onde determinados hábitos de consumo se têm massificado, se continue a verificar, compensando o efeito da desmaterialização que tem provocado um decréscimo de 2% a 3% ao ano no consumo de papel de impressão na Europa.

No que respeita ao comércio internacional, as exportações para fora da União Europeia têm registado um aumento, que, no entanto, pode ser posto em causa por políticas protecionistas estabelecidas pelos países de destino.

Em termos de matérias-primas, a indústria papeleira deve intensificar as suas políticas de Investigação & Desenvolvimento no sentido de otimizar os processos produtivos para aumentar a capacidade extrativa da madeira, desenvolver novas aplicações e reduzir o impacto ambiental. Esta tendência é reforçada pela pressão que pode vir a ser colocada no preço da madeira, uma vez que a procura por outras indústrias, como por exemplo a bioenergia, se tem intensificado.

No que respeita, igualmente, à matéria-prima, é também expectável que estas empresas apostem no desenvolvimento de novos sistemas de recolha e separação de resíduos com vista a aumentar as taxas de reciclagem de papel, que na Europa já se encontram em valores consideráveis.

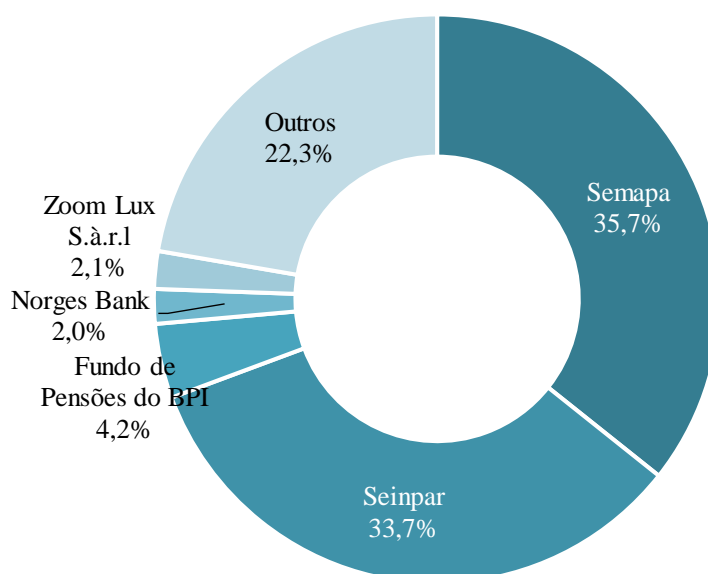
4. A THE NAVIGATOR COMPANY

4.1. PERFIL

Estabelecida em 1953, a The Navigator Company é uma empresa portuguesa reconhecida internacionalmente como uma referência no mercado de papel e pasta de papel. Complementarmente, a Empresa está presente nos negócios de produção de energia, agro-florestal e investigação e desenvolvimento.

A The Navigator Company, S.A. é uma sociedade aberta, com sede social em Setúbal, cujas ações representativas do capital são transacionadas na Euronext Lisbon, sendo que cerca de 77,7% do capital é detido através de participações qualificadas, encontrando-se o restante capital disperso. As *holdings* Semapa e Seinpar, que em conjunto controlam 69,4% da Empresa, pertencem, maioritariamente, à sua família fundadora.

Figura 10 – Principais acionistas da Empresa⁴



Fonte: Website da Empresa

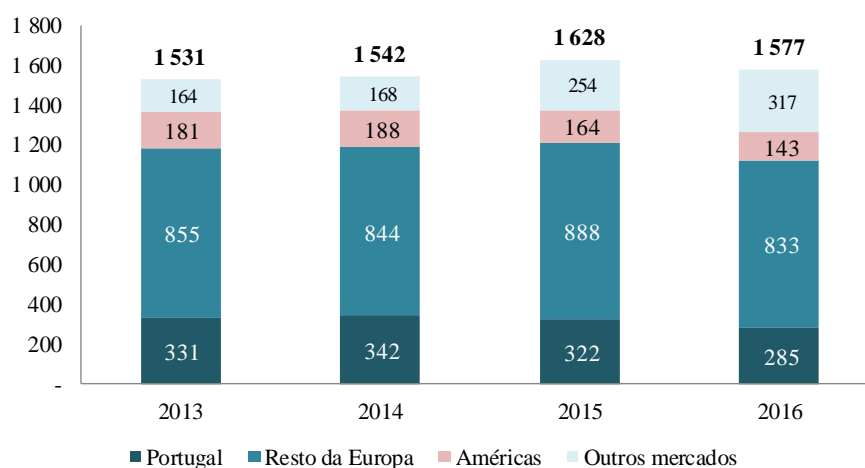
A Empresa opera quatro unidades fabris de produção de papel *UWF*, papel *tissue* e pasta de papel em Portugal (Cacia, Figueira da Foz, Setúbal e Vila Velha de Ródão), uma fábrica de *pellets* nos EUA e desenvolve um projeto agro-florestal em Moçambique. Está ainda presente

⁴ Informação a 17 de janeiro de 2017.

através de representações comerciais em Espanha, França, Itália, Alemanha, Bélgica, Holanda, Áustria, Polónia, Turquia e EUA.

A Empresa exporta os seus produtos para cerca de 130 países dos cinco continentes, conta com mais de 3.100 colaboradores diretos em 15 países e assegura cerca de 31 mil empregos indiretos e induzidos em Portugal, ao mesmo tempo que mobiliza quase 6 mil fornecedores nacionais. É, ainda, a terceira maior empresa exportadora do país, responsável por 3% das exportações nacionais de bens, sendo aquela que gera o maior valor acrescentado nacional. Adicionalmente, representa aproximadamente 1% do PIB nacional e cerca de 7% do total da carga contentorizada e de 6% do total desta carga e da carga convencional exportada pelos portos nacionais⁵.

Figura 11 – Volume de negócios por geografia (milhões de Euros)⁶



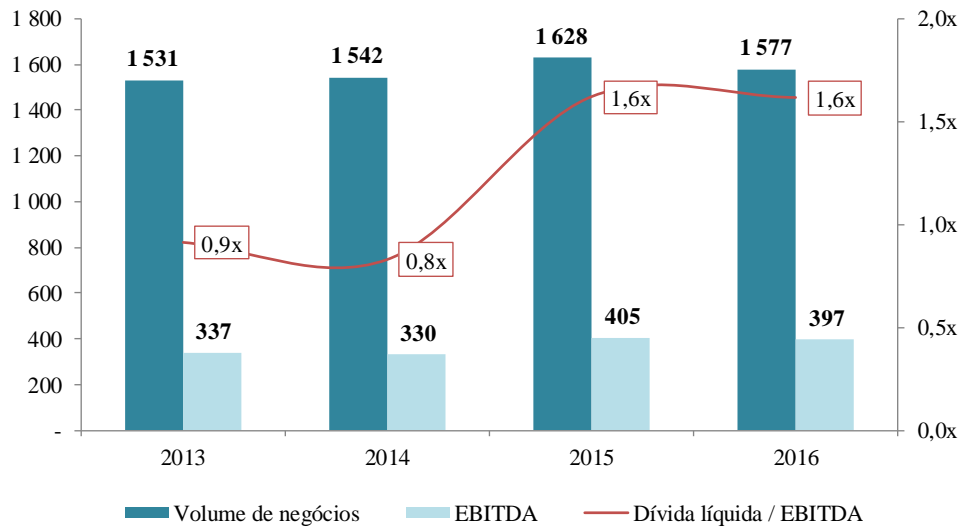
Fonte: Relatórios & Contas

A Empresa apresenta uma performance financeira robusta com um volume de negócios de 1,6 mil milhões de Euros, um EBITDA de 397,0 milhões de Euros e um resultado líquido de 217,5 milhões de Euros. A sua posição financeira também é bastante sólida com um volume de endividamento reduzido que representa 1,6x EBITDA.

⁵ Relatório & Contas de 2016 da Empresa.

⁶ Volume de negócios gerado em Portugal estimado para 2013 e 2014, uma vez que até 2014 a Empresa não desagregava as vendas em Portugal do segmento Europa.

Figura 12 – Principais indicadores financeiros (milhões de Euros)



Fonte: Relatórios & Contas

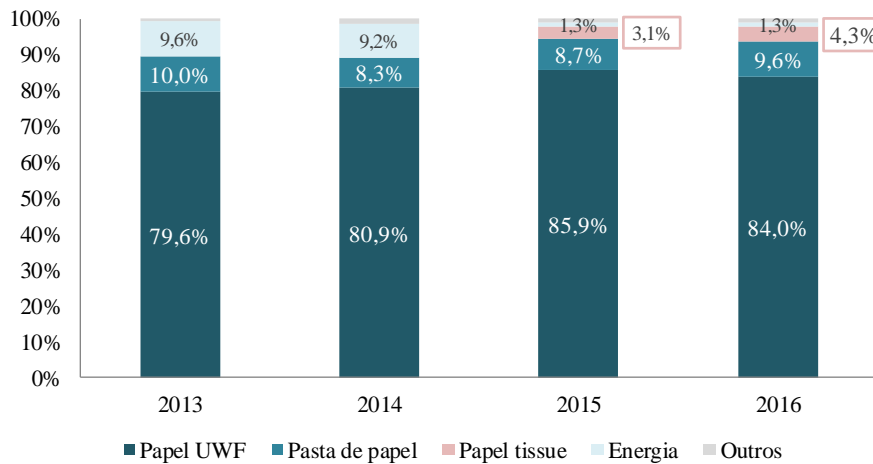
4.2. ÁREAS DE NEGÓCIO

A The Navigator Company está presente, essencialmente, nas seguintes áreas de negócio:

- Produção e comercialização de papel *UWF*;
- Produção e comercialização de pasta de papel;
- Produção e comercialização de papel *tissue*;
- Energia;
- Outras.

A produção e comercialização de papel *UWF* e de pasta de papel são as principais atividades da Empresa, com um peso no volume de negócios em 2016 de 84,0% e 9,6%, respetivamente. Embora com um peso menor, as restantes atividades, em particular a produção de papel *tissue*, têm aumentado a sua importância no portfolio, ocupando um papel central na estratégia de Empresa.

Figura 13 – Peso de cada atividade no volume de negócios⁷



4.2.1. Papel *UWF*

O segmento de papel *UWF* diz respeito ao papel não revestido de impressão e escrita, sendo a The Navigator Company a maior produtora de papel não revestido na Europa. A Empresa produz e vende papel *UWF* através de uma estratégia comercial que disponibiliza um portfolio de marcas com propostas de valor distintas para diversos segmentos de consumo, designadamente marcas de papel de escritório e marcas para a indústria gráfica. A principal marca é a Navigator, que é a marca de papel de escritório *premium* mais vendida a nível mundial.

A diversidade de opções de papel *UWF* ocorre igualmente ao nível das gamas e gramagens, uma vez que, de acordo com a informação prestada pela Empresa, a The Navigator Company consegue, através da especificidade das matérias-primas e da tecnologia utilizada, fabricar papéis com gramagens de 75 g/m² e de 70 g/m² de qualidade igual ou superior a papéis de 80 g/m² concorrentes, com vantagens económicas, ambientais e de performance.

O papel *UWF* é produzido nas unidades da Figueira da Foz e Setúbal, que contam com uma capacidade de produção de 1,6 milhões de toneladas por ano.

⁷ Os anos de 2013 e 2014 não são diretamente comparáveis com os seguintes devido a alteração no relato por segmentos.

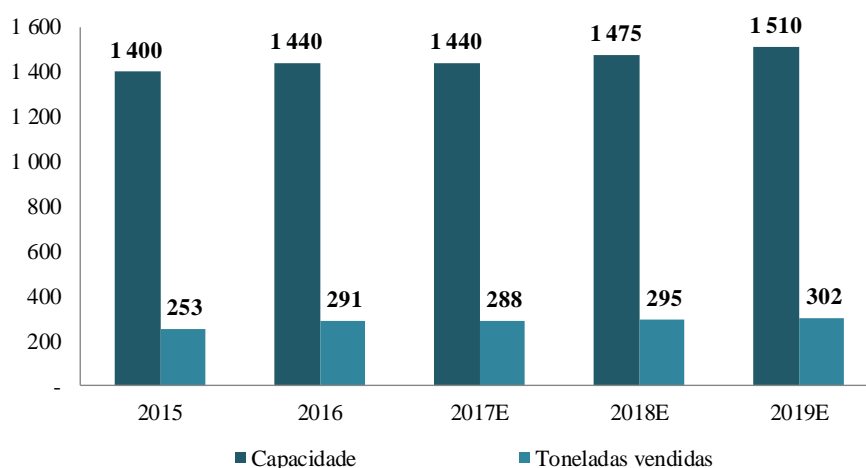
4.2.2. Pasta de papel

A The Navigator Company é a líder europeia na produção de pasta de celulose de eucalipto e 5.^a empresa a nível mundial. As pastas produzidas pela The Navigator Company estão especialmente vocacionadas para o fabrico de papel nos segmentos de impressão e escrita, *decor*, *tissue* e papéis especiais.

Produzir pasta de papel faz da The Navigator Company um produtor integrado, fornecendo a maior parte da matéria-prima necessária para a produção de papel *UWF* e *tissue*. No entanto, a The Navigator Company vende cerca de 20% da pasta produzida em mercado, o que lhe concede uma vantagem competitiva em relação aos seus concorrentes e fornecedores, pois a estratégia de vender alguma pasta em mercado pode aumentar os custos de produção, uma vez que é obrigada a adquirir mais pasta de papel em mercado, mas deixa-a em melhor posição de negociação face aos seus fornecedores de pasta de papel.

A Empresa conta com uma capacidade instalada de 1,44 milhões de toneladas nas suas unidades industriais de Cacia, Figueira da Foz e Setúbal. Adicionalmente, encontra-se a desenvolver um projeto para aumento de capacidade de 70 mil toneladas na fábrica da Figueira da Foz, com um investimento que ascende a 85 milhões Euros.

Figura 14 – Capacidade de produção e vendas de pasta de papel (milhares de toneladas)



Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

4.2.3. Papel *tissue*

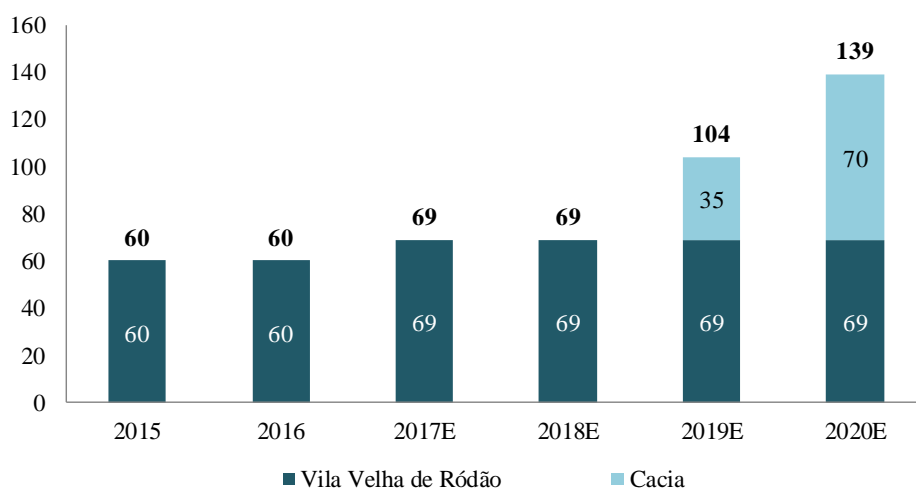
Em 2015, a The Navigator Company entrou no negócio de papel *tissue* com a aquisição por 41,0 milhões de Euros da AMS-BR Star Paper, S.A., empresa familiar portuguesa com unidade produtiva em Vila Velha de Ródão.

O papel *tissue* diz respeito a produtos como papel higiénico, papel de cozinha, guardanapos, lenços de papel, entre outros papéis de uso familiar. Nesta área, a The Navigator Company atua nos segmentos doméstico (*at home*) e profissional (*away from home*).

Para além dos 41,0 milhões de Euros destinados a adquirir o capital da AMS-BR Star Paper, S.A., que contava com uma capacidade de produção anual de 30 mil toneladas, a The Navigator Company investiu, em 2015, 36,0 milhões de Euros para duplicar a capacidade da unidade produtiva. Adicionalmente, encontra-se em curso um investimento de 5,0 milhões de Euros para acrescentar 9 mil toneladas de capacidade produtiva à unidade de Vila Velha de Ródão.

Ainda neste segmento de negócio, a Empresa encontra-se a desenvolver uma linha de *tissue* na fábrica de Cacia que corresponde a um investimento global de 121,0 milhões de Euros. Este projeto deverá estar concluído em 2019 e aportará uma capacidade adicional de produção de papel *tissue* de 70 mil toneladas. No final deste período de investimento, a capacidade total de produção nesta área de negócio será de 139 mil toneladas.

Figura 15 – Capacidade de produção de papel *tissue* (milhares de toneladas)



4.2.4. Energia

O processo produtivo da The Navigator Company é dependente do abastecimento constante de energia elétrica e vapor. Neste sentido, a Empresa dispõe de diversas unidades de cogeração nos complexos industriais de Cacia, Figueira da Foz e Setúbal, que asseguram este abastecimento, sendo a parte excedentária da produção face ao consumo vendida no mercado a tarifas reguladas. A energia é gerada através das centrais de cogeração a biomassa e a gás natural, que produzem simultaneamente energia elétrica e térmica, sendo esta totalmente utilizada nos processos de fabrico de pasta e papel, e nas centrais termoelétricas a biomassa, que produzem exclusivamente energia elétrica que é injetada na rede nacional.

A biomassa utilizada na produção de energia elétrica nos complexos industriais da Empresa resulta de subprodutos e resíduos da matéria-prima utilizada no processo produtivo, nomeadamente dos resíduos provenientes das operações de descasque da matéria-prima e florestais, serradura e crivagem das aparas de madeira, e de licor negro, subproduto resultante do cozimento da madeira. Para além desta biomassa, a Empresa também adquire no mercado biomassa florestal residual, principalmente para as duas centrais termoelétricas a biomassa nos complexos industriais de Cacia e Setúbal, de forma a complementar a totalidade das necessidades de biomassa.

Inclui-se ainda nesta área de negócio a produção de *pellets* na fábrica sediada em Greenwood, Carolina do Sul, EUA, que entrou em laboração contínua no último trimestre de 2016, representando um investimento de 81,6 milhões de Euros. Os *pellets* são um combustível sólido de granulado de resíduos de madeira prensado proveniente de desperdícios de madeira. A Empresa tem vendas asseguradas por 10 anos correspondentes a 40% da capacidade instalada da nova fábrica, que ascende a 500 mil toneladas/ ano e que representa 5% da capacidade mundial para consumidores industriais.

4.2.5. Outras atividades

A The Navigator Company explora ainda uma área de negócio agro-florestal, que diz essencialmente respeito ao desenvolvimento do maior projeto florestal integrado de produção de pasta de papel, de plantas, através da instalação de viveiros, e de energia em Moçambique,

num investimento esperado que supera os 2,3 mil milhões de dólares. Este projeto consiste na exploração de Direitos de Uso e Aproveitamento de Terra de 173 mil hectares na província da Zambézia e de 183 mil hectares na província de Manica, onde se pretende plantar, de forma progressiva, dois terços da área total, evitando o deslocamento físico e económico das populações residentes e permitindo a preservação de valores culturais e ambientais relevantes. Está, adicionalmente, planeada a construção de uma fábrica para o processamento de eucalipto em pasta de papel. Fruto da recente instabilidade política e económica em Moçambique, a Empresa encontra-se a reavaliar o plano de investimentos, tendo decidido reduzir o ritmo de implementação.

Adicionalmente, a Empresa está presente na atividade de investigação através do RAIZ, Instituto de Investigação da Floresta e Papel, que se foca nas áreas florestal e industrial, apoiando-se no trabalho em rede com as Universidades e outros institutos de I&D. O RAIZ é um organismo privado, sem fins lucrativos, que tem como objetivo reforçar a competitividade dos setores florestal e papelero através da investigação, do apoio tecnológico e da formação especializada. São sócios do RAIZ a The Navigator Company, a Universidade de Coimbra, a Universidade de Aveiro e o Instituto Superior de Agronomia.

Na atividade de I&D, destaca-se ainda o trabalho desenvolvido pela subsidiária Viveiros Aliança, S.A. que detém um dos maiores e mais modernos viveiros de produção de plantas florestais certificadas da Europa, posicionando-se como uma referência mundial em eficiência e inovação tecnológica. Nestes viveiros, capazes de produzir seis milhões de plantas clonais por ano, são alcançadas as maiores taxas de sucesso, a nível mundial, na produção clonal de *eucalyptus globulus*.

4.3. ESTRATÉGIA

A estratégia de desenvolvimento da The Navigator Company assenta na consolidação dos negócios tradicionais da Empresa e no desenvolvimento de novas áreas de negócio. Neste sentido, a Empresa pretende reduzir o peso relativo dos negócios de papel *UWF* e de pasta, crescendo noutras áreas de negócio complementares.

Na primeira vertente, a The Navigator Company tem como objetivos manter-se como líder mundial no segmento *premium* de papéis de escritório com a marca Navigator e como uma referência internacional na produção de papéis finos de impressão e escrita não revestidos e na produção de pasta branqueada de eucalipto. A Empresa pretende, igualmente, reforçar o seu posicionamento enquanto produtor integrado de pasta e de papel, alavancando o seu crescimento na vantagem competitiva que a integração lhe confere, estando, nessa ótica, a aumentar a capacidade de produção de pasta de papel.

No que respeita à entrada em novas áreas de negócio, o principal pilar estratégico é o de desenvolvimento do negócio de papel *tissue*, um segmento de negócio em crescimento fruto da massificação de hábitos de consumo, compensando desta forma o declínio no consumo de papel *UWF* nas economias desenvolvidas. Neste sentido, para além da aquisição da AMS-BR Star Paper, S.A. e duplicação da respetiva capacidade de produção, a The Navigator Company encontra-se a desenvolver uma nova linha com capacidade para produzir 70 mil toneladas. Adicionalmente, a Empresa reforçou o seu papel no setor das energias renováveis e alternativas aos combustíveis fósseis com a construção de uma fábrica de *pellets* nos EUA.

A The Navigator Company tem um conjunto de vantagens competitivas que lhe permitirão aproveitar as oportunidades que o mercado oferece e mitigar os riscos decorrentes da envolvente externa, mas também apresenta alguns pontos fracos que poderão implicar a não maximização das oportunidades ou originar dificuldades no médio/ longo-prazo, conforme representado na análise SWOT⁸ da Empresa:

Análise SWOT	
Forças	Fraquezas
<ul style="list-style-type: none"> • Produção integrada de pasta e de papel reforça posição competitiva face a fornecedores • Estrutura de custos eficiente e unidades produtivas avançadas do ponto de vista tecnológico 	<ul style="list-style-type: none"> • Elevada exposição ao negócio de papel <i>UWF</i> • Experiência reduzida nos negócios de papel <i>tissue</i> e de <i>pellets</i> • Excessivo endividamento do

⁸ *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats.*

<ul style="list-style-type: none"> • Posição financeira sólida com potencial para novos investimentos de raiz e/ ou aquisições para entrada rápida em novos negócios 	<p>acionista maioritário poderá levar a políticas generosas de distribuição de dividendos, comprometendo a solidez financeira da empresa</p>
<p>Oportunidades</p> <ul style="list-style-type: none"> • Potencial de crescimento dos negócios de papel <i>tissue</i> e de <i>pellets</i> • Presença nos EUA permitirá aceder a novas oportunidades de negócio neste país • Potencial de crescimento de longo-prazo da economia moçambicana 	<p>Ameaças</p> <ul style="list-style-type: none"> • Redução do consumo de papel <i>UWF</i> • Políticas protecionistas de comércio internacional • Aumento de sensibilidade face a questões ambientais • Instabilidade política e económica em Moçambique

5. ANÁLISE FINANCEIRA HISTÓRICA

5.1. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Nos últimos três anos, a The Navigator Company apresentou um volume de negócios estável na ordem dos 1,6 mil milhões de Euros.

Em termos de rentabilidade, a Empresa tem apresentado uma performance robusta com a margem EBITDA ajustada⁹ a evoluir de 21,1% em 2014 para 24,6% em 2016. Esta performance positiva é explicada, por um lado, pela subida da margem bruta, mas também pelo programa de redução de custos e aumento de eficiência que a Empresa tem vindo a implementar.

A margem EBIT sofreu uma redução de 17,4% em 2015 para 14,6% em 2016, impactada pelo reconhecimento de uma imparidade relacionada com o projeto de investimento florestal em Moçambique. Caso este efeito fosse desconsiderado, a margem EBIT seria, em 2016, de 17,5%.

Importa ainda salientar que até 2016 a Empresa tem usufruído de benefícios fiscais concedidos pelo Estado, o que lhe tem permitido reduzir a taxa efetiva de IRC.

Nas páginas seguintes é apresentada uma análise das principais rubricas da demonstração de resultados.

⁹ O EBITDA ajustado exclui do EBITDA reportado rubricas que não representam fluxos de caixa, como provisões líquidas e variação de justo valor nos ativos biológicos.

Tabela 1 – Demonstração de resultados

Demonstração de resultados			
000 EUR	2014	2015	2016
Volume de negócios	1 542 279	1 628 023	1 577 385
Inventários consumidos e vendidos	(675 103)	(688 695)	(661 686)
Variação da produção	(13 786)	19 221	(2 752)
Margem bruta	853 391	958 549	912 947
<i>Margem bruta %</i>	<i>55,3%</i>	<i>58,9%</i>	<i>57,9%</i>
Outros rendimentos e gastos operacionais	31 059	26 208	41 519
Materiais e serviços consumidos	(423 025)	(421 503)	(404 495)
Gastos com pessoal	(120 563)	(154 751)	(144 513)
Outros gastos e perdas operacionais	(15 050)	(21 524)	(16 633)
EBITDA ajustado	325 812	386 979	388 825
<i>Margem EBITDA ajustada %</i>	<i>21,1%</i>	<i>23,8%</i>	<i>24,6%</i>
Provisões líquidas	1 337	14 562	(421)
Variação de justo valor nos ativos biológicos	2 630	3 028	8 616
EBITDA	329 779	404 569	397 020
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>21,4%</i>	<i>24,9%</i>	<i>25,2%</i>
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	(111 502)	(121 716)	(166 661)
EBIT	218 277	282 853	230 359
<i>Margem EBIT %</i>	<i>14,2%</i>	<i>17,4%</i>	<i>14,6%</i>
Resultados financeiros	(34 152)	(50 259)	(20 796)
Resultados antes de impostos	184 124	232 594	209 563
<i>Margem antes de impostos %</i>	<i>11,9%</i>	<i>14,3%</i>	<i>13,3%</i>
Imposto sobre rendimento	(2 655)	(35 829)	7 266
<i>Imposto sobre rendimento %</i>	<i>1,4%</i>	<i>15,4%</i>	<i>-3,5%</i>
Resultado líquido do exercício	181 469	196 766	216 830
<i>Margem líquida %</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,7%</i>
Interesses não controlados	3	361	(672)
RL dos detentores de capital da empresa-mãe	181 467	196 404	217 501
<i>Mg. líquida detentores de capital da empresa-mãe %</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,8%</i>

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Volume de negócios

Nos anos mais recentes, a Empresa tem operado a taxas de utilização próximas de 100% no que respeita à produção de papel UWF, vendendo quase 1,6 milhões de toneladas por ano, com o preço por tonelada a crescer 12,8% entre 2014 e 2015 e a diminuir 7,2% em 2016 para 835 Euros. Este segmento de negócio representou 84,0% do volume de negócios em 2016.

A pasta de papel é o segundo segmento mais importante, representando 9,6% do volume de negócios. Tal como se verifica no segmento de papel *UWF*, também nesta atividade a Empresa tem operado a taxas de utilização próximas de 100%, produzindo anualmente aproximadamente 1,4 milhões de toneladas de pasta de papel. Em 2016, a Empresa incorporou na produção de papel 79,8% da pasta produzida e vendeu em mercado os restantes 20,2% com um preço médio de 521 Euros por tonelada.

Fruto da aquisição da AMS-BR Star Paper, S.A. em 2015, a The Navigator Company entrou no negócio de papel *tissue*, tendo vendido 39 mil toneladas em 2015 e 51 mil toneladas em 2016, o que representa 85% da capacidade de produção, que ascende a 60 mil toneladas por ano. O preço médio também evoluiu favoravelmente, crescendo 1,6% entre 2015 e 2016. O peso desta área de negócio aumentou de 3,1% em 2015 para 4,3% em 2016, demonstrando a aposta da Empresa neste segmento de negócio.

A receita com a venda de energia sofreu, em 2016, uma quebra justificada pelo facto da cogeração a gás natural do complexo da Figueira da Foz ter passado a operar em regime de autoconsumo, fruto do termo do período de tarifas reguladas, reduzindo o volume de vendas de energia para a rede e simultaneamente reduzindo a compra de energia elétrica e de gás natural para uma das fábricas de papel. A atividade foi também condicionada pelas reparações efetuadas nos turbogeradores das fábricas de pasta de Cacia e Setúbal, assim como pelas outras manutenções programadas, nomeadamente na cogeração a gás natural e na central termoelétrica a biomassa de Setúbal. Importa ainda referir que, por motivos relacionados com a alteração da estrutura de relato por segmentos nas contas da Empresa, o ano de 2014 não é comparável com os seguintes.

No que respeita à distribuição geográfica do volume de negócios, é de salientar a redução do peso das vendas para a Europa e para o continente americano e o aumento do peso das vendas para outros destinos de 10,9% para 20,1% entre 2014 e 2016.

Tabela 2 – Volume de negócios

Volume de negócios 000 EUR	2014	2015	2016
Volume de negócios	1 542 279	1 628 023	1 577 385
<i>Variação %</i>	<i>0,8%</i>	<i>5,6%</i>	<i>-3,1%</i>
<u>Papel UWF</u>	<u>1 247 267</u>	<u>1 398 296</u>	<u>1 324 545</u>
Quantidade (milhares de toneladas)	1 564	1 555	1 587
Preço (EUR/Ton)	797	899	835
<u>Pasta</u>	<u>128 611</u>	<u>141 686</u>	<u>151 377</u>
Quantidade (milhares de toneladas)	257	253	291
Preço (EUR/Ton)	500	560	521
<u>Papel Tissue</u>	<u>-</u>	<u>50 756</u>	<u>67 450</u>
Quantidade (milhares de toneladas)	-	39	51
Preço (EUR/Ton)	-	1 301	1 323
<u>Energia¹</u>	<u>142 487</u>	<u>21 393</u>	<u>19 783</u>
Eletricidade	142 487	21 393	19 783
Quantidade (Gwh)	2 184	1 961	1 641
Preço (EUR/ Gwh)	65 241	10 909	12 054
<i>Pellets</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Quantidade (milhares de toneladas)	-	-	-
Preço (EUR/Ton)	-	-	-
<u>Outros</u>	<u>23 915</u>	<u>15 893</u>	<u>14 230</u>
Mix de volume de negócios			
Papel UWF	80,9%	85,9%	84,0%
Pasta	8,3%	8,7%	9,6%
Papel Tissue	0,0%	3,1%	4,3%
Energia	9,2%	1,3%	1,3%
Outros	1,6%	1,0%	0,9%

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

1) O ano de 2014 não é diretamente comparável com os seguintes devido a alteração no relato por segmentos.

Inventários consumidos e vendidos e variação da produção

As principais matérias-primas que a Empresa utiliza no seu processo produtivo são madeira e biomassa, químicos, material de embalagem e de armazém, pasta de papel¹⁰ e gás natural. A rubrica de inventários consumidos e vendidos varia diretamente com a produção, no entanto, a Empresa tem sido capaz de incrementar a margem bruta em percentagem do volume de negócios através da implementação de um programa de aumento de eficiência que entra agora no seu terceiro ano. Este programa inclui não só iniciativas como renegociações de preços em diversos contratos de fornecimento, como, por exemplo, de energia e gás natural, caixas de cartão canelado e papel de embalagem para formatos gráficos e químicos, mas também ações

¹⁰ Nesta rubrica apenas é reportado o custo com a pasta de papel adquirida a terceiros.

que visam aumentar o ritmo de produção das máquinas de papel e aumento da capacidade das rebobinadoras. Deste modo, foi possível aumentar a margem bruta de 55,3% em 2014 para 57,9% em 2016.

Tabela 3 – Inventários consumidos e vendidos e variação da produção

Inventários consumidos e vendidos e variação da produção			
000 EUR	2014	2015	2016
Inventários consumidos e vendidos	(675 103)	(688 695)	(661 686)
Madeira/ biomassa	(246 814)	(231 494)	(232 108)
Químicos	(142 647)	(141 521)	(140 061)
Material de embalagem	(62 174)	(70 315)	(72 493)
Consumíveis/ material de armazém	(59 757)	(58 672)	(69 347)
Pasta de papel	(31 705)	(66 633)	(63 490)
Gás natural	(103 623)	(84 163)	(53 411)
Outros combustíveis	(16 659)	(18 473)	(17 835)
Papel (altas gramagens)	(7 774)	(13 385)	(8 852)
Água	(1 712)	(1 719)	(1 597)
Outros materiais	(2 237)	(2 320)	(2 490)
Variação da produção	(13 786)	19 221	(2 752)
Margem bruta	853 391	958 549	912 947
Margem bruta %	55,3%	58,9%	57,9%

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Materiais e serviços consumidos

A rubrica de materiais e serviços consumidos, também denominada fornecimentos e serviços externos, inclui custos com fornecimentos que não são diretamente imputáveis à produção. Ainda assim, esta rubrica inclui custos variáveis, dos quais se destacam o transporte de mercadorias, energia e fluídos e serviços especializados. Inclui ainda custos fixos, como rendas e alugueres, publicidade, seguros, entre outros. Igualmente fruto da estratégia de redução de custos levada a cabo pela Empresa, esta rubrica sofreu uma redução de 0,4% em 2015 e de 4,0% em 2016, originando um decréscimo do peso relativo no volume de negócios de 27,4% para 25,6%.

Tabela 4 – Materiais e serviços consumidos

Materiais e serviços consumidos	2014	2015	2016
000 EUR			
Materiais e serviços consumidos	(423 025)	(421 503)	(404 495)
<i>Variação %</i>	<i>1,9%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-4,0%</i>
<i>% do volume de negócios</i>	<i>27,4%</i>	<i>25,9%</i>	<i>25,6%</i>
<u>Custos variáveis</u>	<u>(368 614)</u>	<u>(358 627)</u>	<u>(342 061)</u>
Transporte de mercadorias	(144 444)	(119 749)	(109 529)
Energia e fluídos	(124 485)	(110 888)	(104 124)
Serviços especializados	(57 155)	(85 731)	(97 611)
Conservação e reparação	(38 984)	(38 231)	(26 514)
Materiais	(3 545)	(4 027)	(4 283)
<u>Custos fixos</u>	<u>(54 411)</u>	<u>(62 876)</u>	<u>(62 434)</u>
Rendas e alugueres	(11 521)	(14 875)	(15 531)
Publicidade e propagação	(10 780)	(10 963)	(13 026)
Seguros	(10 711)	(8 701)	(10 193)
Honorários	(10 606)	(7 903)	(5 402)
Deslocações e estadas	(3 431)	(5 506)	(5 173)
Subcontratos	(6 066)	(4 189)	(3 094)
Comunicações	(1 295)	(1 462)	(1 654)
Outros	-	(9 278)	(8 360)

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Gastos com pessoal

Em 2016, os gastos com pessoal representaram 9,2% do volume de negócios, o que compara com 9,5% em 2015 e 7,8% em 2014. Este crescimento é explicado pelo aumento do número de colaboradores, mas também pelos encargos com planos de pensões de benefício definido, que em 2015 ascenderam a 14,5 milhões de Euros, não se repetindo em 2016.

Tabela 5 – Gastos com pessoal

Gastos com pessoal 000 EUR	2014	2015	2016
Gastos com pessoal	(120 563)	(154 751)	(144 513)
<i>Variação %</i>	5,5%	28,4%	-6,6%
<i>% do volume de negócios</i>	7,8%	9,5%	9,2%
Remunerações	(84 895)	(100 301)	(106 082)
Encargos sociais	(23 405)	(34 716)	(19 341)
Seguros	(3 169)	(3 035)	(3 288)
Formação	(792)	(748)	(1 393)
Ação social	(1 636)	(1 099)	(882)
Outros	(6 666)	(14 852)	(13 527)
Número médio de colaboradores	2 325	2 662	3 111
Custo médio por colaborador (EUR)	51 855	58 133	46 452

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Outros gastos e perdas operacionais

A rubrica de outros gastos e perdas operacionais representou desde 2014 cerca de 1,0% do volume de negócios, incluindo custos variáveis e custos fixos. Os custos mais significativos são as taxas portuárias para expedição de produtos e os gastos com a emissão de CO₂.

Tabela 6 – Outros gastos e perdas operacionais

Outros gastos e perdas operacionais 000 EUR	2014	2015	2016
Outros gastos e perdas operacionais	(15 050)	(21 524)	(16 633)
<i>Variação %</i>	16,7%	43,0%	-22,7%
<i>% do volume de negócios</i>	1,0%	1,3%	1,1%
<u>Custos variáveis</u>	<u>(13 226)</u>	<u>(19 804)</u>	<u>(15 029)</u>
Taxas portuárias na expedição de produtos	(2 520)	(3 270)	(4 915)
Gastos líquidos com a emissão de CO ₂	(4 996)	(5 813)	(3 374)
Perdas em inventários	(1 046)	(3 513)	(2 166)
Taxas de recursos hídricos	(1 270)	(1 777)	(1 043)
Imparidades em dívidas a receber	(16)	(780)	(258)
Imparidades em inventários	-	(50)	(222)
Outros gastos e perdas operacionais	(3 377)	(4 600)	(3 051)
<u>Custos fixos</u>	<u>(1 824)</u>	<u>(1 720)</u>	<u>(1 605)</u>
Impostos indiretos	(1 168)	(1 059)	(980)
Quotizações	(657)	(661)	(624)

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Outros rendimentos e ganhos operacionais

Os principais rendimentos incluídos nesta rubrica são os que respeitam aos trabalhos para a própria empresa e se referem à preparação de terreno para florestação no projeto de Moçambique e que são capitalizados. São ainda de destacar os proveitos suplementares, os subsídios para as licenças de emissão de CO₂ e os ganhos em existências. A Empresa registou ainda em 2016 proveitos de 19,4 milhões de Euros que são considerados não recorrentes.

Tabela 7 – Outros rendimentos e ganhos operacionais

Outros rendimentos e ganhos operacionais			
000 EUR	2014	2015	2016
Outros rendimentos e ganhos operacionais	31 059	26 208	41 519
<i>Variação %</i>	<i>68,4%</i>	<i>-15,6%</i>	<i>58,4%</i>
<i>% do volume de negócios</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,6%</i>
<u>Outros rendimentos e ganhos operacionais recorrentes</u>	<u>27 000</u>	<u>23 069</u>	<u>22 094</u>
Trabalhos para a própria empresa	22 119	17 059	13 091
Proveitos suplementares	699	527	3 007
Subsídios – Licenças de emissão CO ₂	2 793	3 585	2 967
Ganhos em existências	936	1 533	2 585
Subsídios à exploração	453	365	444
<u>Outros rendimentos e ganhos operacionais não recorrentes</u>	<u>4 059</u>	<u>3 139</u>	<u>19 425</u>
Reversão de ajustamentos em ativos correntes	78	6	539
Ganhos na alienação de ativos não correntes	409	1 268	661
Outros proveitos operacionais	3 572	1 864	18 225

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

5.2. BALANÇO

A 31 de dezembro de 2016, a The Navigator Company registava um ativo total de 2,4 mil milhões de Euros, capitais próprios de 1,2 mil milhões de Euros (valor contabilístico) e um passivo total de, também, 1,2 mil milhões de Euros. Esta estrutura do balanço revela uma sólida posição financeira, traduzida num rácio de autonomia financeira de 51,2%.

Nas páginas seguintes é apresentada uma análise às principais rubricas do balanço.

Tabela 8 – Balanço

Balanço			
000 EUR	2014	2015	2016
Ativos não correntes	1 768 141	1 871 657	1 847 200
Goodwill	376 756	377 339	377 339
Outros ativos intangíveis	3 416	4 932	4 301
Ativos fixos tangíveis	1 250 352	1 320 799	1 294 979
Propriedades de investimento	-	427	427
Ativos biológicos	113 969	116 997	125 613
Outros ativos financeiros	229	229	260
Ativos disponíveis para venda	-	-	82
Ativos por impostos diferidos	23 419	50 934	44 199
Ativos correntes	940 150	558 226	561 927
Inventários	188 860	212 555	208 888
Clientes	176 577	182 136	181 906
Outras contas a receber	12 231	33 234	33 972
Operacional	4 481	10 768	6 643
Não operacional	7 750	22 467	27 329
Estado	62 930	57 643	69 619
Caixa e equivalentes de caixa	499 553	72 658	67 542
ATIVO TOTAL	2 708 292	2 429 883	2 409 127
Capital Próprio	1 453 663	1 214 263	1 233 270
Capital social	767 500	767 500	717 500
Ações próprias	(96 974)	(96 974)	(1 002)
Reservas de justo valor	(2 329)	(1 869)	(7 572)
Reserva legal	83 645	91 781	99 709
Reservas de conversão cambial	725	5 688	(779)
Resultados transitados	519 395	273 082	205 640
Resultado líquido do exercício	181 467	196 404	217 501
Dividendos antecipados	-	(29 971)	-
Interesses não controlados	235	8 622	2 273
Passivo	1 254 629	1 215 620	1 175 857
Passivos não correntes	644 052	872 611	769 226
Passivos por impostos diferidos	95 893	88 296	59 860
Obrigações com pensões de reforma	-	-	6 457
Provisões	41 149	59 206	31 049
Passivos remunerados	468 458	686 571	638 559
Outros passivos	38 552	38 539	33 301
Passivos não correntes	610 577	343 009	406 632
Passivos remunerados	304 735	40 579	69 702
Fornecedores	145 784	139 128	145 703
Outras contas a pagar	66 141	85 957	110 128
Operacional	47 907	63 600	69 713
Não operacional	18 234	22 357	40 415
Estado	93 917	77 346	81 098
CAPITAL PRÓPRIO + PASSIVO TOTAL	2 708 292	2 429 883	2 409 127

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Fundo de maneo necessário

O fundo de maneo necessário representou 10,8% do volume de negócios em 2016, em linha com o registado historicamente. As principais rubricas do fundo de maneo necessário são inventários, clientes e fornecedores. O fundo de maneo necessário compreende ainda as contas de Estado (ativo e passivo) e a componente operacional de outras contas a receber e a pagar, como alguns acréscimos e diferimentos diretamente relacionados com a atividade.

Os prazos médios de inventários de matérias-primas e de produtos acabados têm permanecido estáveis na ordem dos 64 dias e 21 dias, respetivamente. De igual forma, o prazo médio de recebimentos de clientes e o prazo médio de pagamentos a fornecedores também não têm sofrido oscilações significativas, ascendendo a 42 dias e a 80 dias, respetivamente. É importante notar que a Empresa recebe mais rápido dos seus clientes do que paga aos seus fornecedores, o que se revela positivo ao nível da geração de *Cash Flow*.

Tabela 9 – Fundo de maneo necessário

Fundo de maneo necessário 000 EUR	2014	2015	2016
Inventários	188 860	212 555	208 888
Matérias-primas e mercadorias	118 184	117 437	116 523
<i># dias inventários consumidos e vendidos</i>	64	62	64
Prod. acabados e intermédios e trabalhos em curso	70 676	95 118	92 366
<i># dias volume de negócios</i>	17	21	21
Clientes	176 577	182 136	181 906
<i># dias volume de negócios</i>	42	41	42
Outras contas a receber	4 481	10 768	6 643
<i>% volume de negócios</i>	0,3%	0,7%	0,4%
Estado	62 930	57 643	69 619
<i>% volume de negócios</i>	4,1%	3,5%	4,4%
ATIVO	432 848	463 102	467 057
Fornecedores	145 784	139 128	145 703
<i># dias inventários consumidos e vendidos</i>	79	74	80
Outras contas a pagar	47 907	63 600	69 713
<i>% Materiais e sv. consumidos + Gastos c/ pessoal</i>	8,8%	11,0%	12,7%
Estado	93 917	77 346	81 098
<i>% volume de negócios</i>	6,1%	4,8%	5,1%
PASSIVO	287 607	280 073	296 514
Fundo de maneo necessário	145 240	183 029	170 543
(Invest.) / desinvestimento em fundo de maneo	10 847	(37 789)	12 486
Fundo de maneo em % volume de negócios	9,4%	11,2%	10,8%

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Investimento em ativos fixos

A indústria papelreira é capital intensiva, pelo que os investimentos de manutenção são, tipicamente, significativos (38,0 milhões de Euros em 2016). Acresce a este facto que a The Navigator Company tem vindo a implementar uma estratégia de entrada em novos negócios, quer através de aquisições quer através de crescimento orgânico, e de expansão de capacidade. Neste sentido, destacam-se os investimentos de 41,0 milhões de Euros para aquisição da empresa de papel *tissue* AMS BR Star Paper, S.A. e de 36,0 milhões de Euros para expansão da respetiva linha de produção em 2015, assim como o investimento de 81,6 milhões de Euros para a construção da fábrica de *pellets* nos EUA em 2016. Adicionalmente, a Empresa investiu ainda 56,3 milhões de Euros no aumento da capacidade de produção de pasta de papel na fábrica de Cacia em 2014 e 2015. Nos últimos dois anos, o investimento representou 9,1% do volume de negócios.

Tabela 10 – Investimento em ativos fixos

Investimento em ativos fixos 000 EUR	2014	2015	2016
Investimento em ativos fixos	50 595	148 456	143 030
<i>Capex em % do volume de negócios</i>	<i>3,3%</i>	<i>9,1%</i>	<i>9,1%</i>
Investimento de expansão	19 600	123 456	105 030
Aumento da capacidade de produção de pasta em Cacia	14 300	42 000	-
Aquisição da AMS BR Star Paper S.A.	-	41 000	-
Expansão da linha de papel <i>tissue</i> em V. V. de Ródão	-	36 000	-
Fábrica de <i>pellets</i> nos EUA	-	-	81 600
Projeto florestal em Moçambique	-	-	8 900
Outros	5 300	4 456	14 530
Investimento de manutenção	30 995	25 000	38 000

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Dívida líquida

A Empresa apresenta um nível de endividamento líquido reduzido, que ascende a 640,7 milhões de Euros, registando um rácio de dívida líquida sobre EBITDA de 1,6x. Esta dívida tem um prazo médio de 4,5 anos e é maioritariamente constituída por empréstimos obrigacionistas e papel comercial. No que respeita aos juros suportados, estes representaram 2,0% da dívida bruta em 2016 o que compara com 4,1% nos anos anteriores, fruto, por um

lado, da redução do indexante da taxa de juro (Euribor), mas também pelo reembolso antecipado de alguns empréstimos e subsequente refinanciamento a custos mais competitivos. Atualmente, o custo médio de financiamento da Empresa é de 1,7%.

Tabela 11 – Dívida líquida

Dívida líquida 000 EUR	2014	2015	2016
Dívida líquida	273 641	654 492	640 720
<i>Dívida líquida / EBITDA</i>	<i>0,8x</i>	<i>1,6x</i>	<i>1,6x</i>
Dívida financeira bruta	773 193	727 149	708 261
Empréstimos obrigacionistas	504 244	345 736	342 891
Empréstimos bancários	269 676	150 156	115 238
Papel comercial	-	225 000	245 000
Subsídios reembolsáveis	-	6 788	5 693
Encargos com a contratação de empréstimos	(726)	(531)	(560)
Caixa e equivalentes	499 553	72 658	67 542
Juros suportados em % da dívida financeira bruta	4,1%	4,1%	2,0%
Juros obtidos em % da caixa e equivalentes	0,6%	0,6%	3,1%

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

5.3. CASH FLOW

A The Navigator Company demonstrou ao longo dos últimos anos uma sólida capacidade de geração de *Cash Flow*, apesar do investimento massivo em ativos fixos e em fundo de maneio realizado em 2015 e 2016.

Entre 2014 e 2016, a Empresa gerou, em média, um *Cash Flow* Operacional de 304,6 milhões de Euros e um *Free Cash Flow to Firm* de 185,8 milhões de Euros.

Tabela 12 – Free Cash Flow to Firm

<i>Free Cash Flow to Firm</i>			
000 EUR	2014	2015	2016
EBIT	218 277	282 853	230 359
Impostos operacionais	(67 862)	(82 547)	(67 061)
NOPLAT	150 414	200 306	163 298
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	111 502	121 716	166 661
Cash Flow Operacional	261 917	322 022	329 959
Investimento em ativos fixos	(50 595)	(148 456)	(143 030)
Investimento em fundo de manio	10 847	(37 789)	12 486
Free Cash Flow to Firm	222 169	135 778	199 415

Fonte: Relatórios & contas, divulgação de resultados, *broker reports*, notícias

6. PLANO DE NEGÓCIOS

6.1. RESUMO DOS PRESSUPOSTOS

Considerando as expectativas de evolução dos mercados em que a Empresa opera e a estratégia da equipa de gestão, foram definidos os seguintes pressupostos para o plano de negócios:

Rubrica	Principais pressupostos
Volume de negócios	<ul style="list-style-type: none"> • Papel <i>UWF</i>: manutenção de quantidades e preços • Pasta: <ul style="list-style-type: none"> – Aumento da capacidade para 1 475 mil ton. em 2018 e 1 510 mil ton. em 2019 – Taxa de utilização de 100% – Crescimento dos preços à taxa de inflação da UE • Papel <i>tissue</i>: <ul style="list-style-type: none"> – Aumento da capacidade para 69 mil ton. em 2017, 104 mil ton. em 2019 e 139 mil ton. em 2020 – Taxa de utilização de 85% em 2017, 95% em 2018 e 2019 e 98% a partir de 2020 – Crescimento dos preços à taxa de inflação da UE • Eletricidade: <ul style="list-style-type: none"> – Aumento de 10% nas quantidades vendidas em 2017 e estabilização nos anos seguintes – Crescimento dos preços à taxa de inflação de Portugal • <i>Pellets</i>: <ul style="list-style-type: none"> – Quantidade vendida de 200 mil ton. em 2017, 400 mil ton. em 2018 e 500 mil ton. nos anos seguintes – Taxa de utilização de 40% em 2017, 80% em 2018 e 100% nos anos seguintes – Crescimento dos preços à taxa de inflação dos

	<p>EUA</p> <ul style="list-style-type: none"> • Outras atividades: crescimento à taxa de inflação de Portugal
<p>Custos operacionais e outros rendimentos e ganhos operacionais</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Inventários consumidos e vendidos: manutenção do peso no volume de negócios registado em 2016 (41,9%) • Variação da produção: manutenção do prazo médio de produtos acabados de 2016 (21 dias) • Materiais e serviços consumidos: <ul style="list-style-type: none"> – Custos variáveis: manutenção do peso no volume de negócios registado em 2016 (21,7%) – Custos fixos: crescimento à taxa de inflação de Portugal • Gastos com pessoal: <ul style="list-style-type: none"> – Crescimento das remunerações fixas à taxa de inflação de Portugal – Remunerações variáveis equivalentes a 1,0% do EBITDA do ano anterior em linha com o histórico – Encargos e outros gastos com pessoal mantêm peso nas remunerações verificado em 2016 (36,2%) – Número de colaboradores aumenta em linha com o volume de negócios por colaborador de 2016 com ganhos de produtividade anuais entre 1% e 2% • Outros gastos e perdas operacionais: <ul style="list-style-type: none"> – Custos variáveis: manutenção do peso no volume de negócios registado em 2016 (1,0%) – Custos fixos: crescimento à taxa de inflação de Portugal • Outros rendimentos e ganhos operacionais: <ul style="list-style-type: none"> – Proveitos recorrentes: manutenção do peso no volume de negócios registado em 2016 (1,4%) – Proveitos não recorrentes: não considerados na

	projeção
Fundo de maneo necessário	<ul style="list-style-type: none"> • Manutenção dos prazos médios de 2016 para inventários (64 dias para matérias-primas e 21 dias para produtos acabados), clientes (42 dias) e fornecedores (80 dias) • Manutenção do peso no volume de negócios de 2016 para outras contas a receber (0,4%), outras contas a pagar (12,7%) e para o Estado (4,4% para o ativo e 5,1% para o passivo)
Ativo fixo	<ul style="list-style-type: none"> • Investimento: <ul style="list-style-type: none"> – <i>Capex</i> de expansão: 121,0 milhões de Euros na linha de papel <i>tissue</i> em Cacia (40% em 2017 e 60% em 2018), 85,0 milhões de Euros na expansão da linha de pasta de papel da Figueira da Foz (2017), 10,0 milhões de Euros no projeto florestal de Moçambique (2017) e 5 milhões de Euros na expansão da linha de papel <i>tissue</i> de Vila Velha de Ródão (2017) – <i>Capex</i> de manutenção: 38 milhões de Euros por ano, em linha com o ano de 2016, a crescer anualmente à taxa de inflação em Portugal • Amortizações: <ul style="list-style-type: none"> – Ativo existente até 2016: projeção em linha com o histórico para cada categoria até que se encontre completamente amortizada – Novos investimentos: vida útil entre 25 a 30 anos, em linha com as amortizações históricas
Pressupostos macroeconómicos	<ul style="list-style-type: none"> • Ver Anexo 1

Na secção seguinte é apresentada uma análise detalhada dos pressupostos, assim como as projeções resultantes da sua aplicação.

6.2. PROJEÇÕES

6.2.1. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PREVISIONAL

No período de projeção é expectável que a Empresa mantenha uma performance robusta em linha com o período histórico. Neste sentido, o volume de negócios deverá crescer a uma taxa anual média de 2,4% e a margem bruta e a margem EBITDA deverão estabilizar em 58,1% e 23,9%, respetivamente. No que respeita à margem EBIT é esperado que ascenda a 16,3%.

Tabela 13 – Demonstração de resultados previsional

Demonstração de resultados 000 EUR	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Volume de negócios	1 542 279	1 628 023	1 577 385	1 620 743	1 668 021	1 739 165	1 799 688	1 808 259	1 816 989
Inventários consumidos e vendidos	(675 103)	(688 695)	(661 686)	(679 874)	(699 706)	(729 550)	(754 938)	(758 533)	(762 195)
Variação da produção	(13 786)	19 221	(2 752)	2 539	2 768	4 166	3 544	502	511
Margem bruta	853 391	958 549	912 947	943 408	971 084	1 013 782	1 048 294	1 050 228	1 055 305
<i>Margem bruta %</i>	<i>55,3%</i>	<i>58,9%</i>	<i>57,9%</i>	<i>58,2%</i>	<i>58,2%</i>	<i>58,3%</i>	<i>58,2%</i>	<i>58,1%</i>	<i>58,1%</i>
Outros rendimentos e gastos operacionais	31 059	26 208	41 519	22 701	23 364	24 360	25 208	25 328	25 450
Materiais e serviços consumidos	(423 025)	(421 503)	(404 495)	(414 709)	(425 846)	(442 172)	(456 207)	(458 989)	(461 818)
Gastos com pessoal	(120 563)	(154 751)	(144 513)	(149 929)	(155 887)	(161 396)	(166 067)	(166 191)	(166 103)
Outros gastos e perdas operacionais	(15 050)	(21 524)	(16 633)	(17 067)	(17 541)	(18 241)	(18 841)	(18 947)	(19 054)
EBITDA ajustado	325 812	386 979	388 825	384 404	395 174	416 332	432 387	431 429	433 780
<i>Margem EBITDA ajustada %</i>	<i>21,1%</i>	<i>23,8%</i>	<i>24,6%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,9%</i>	<i>24,0%</i>	<i>23,9%</i>	<i>23,9%</i>
Provisões líquidas	1 337	14 562	(421)	-	-	-	-	-	-
Variação de justo valor nos ativos biológicos	2 630	3 028	8 616	-	-	-	-	-	-
EBITDA	329 779	404 569	397 020	384 404	395 174	416 332	432 387	431 429	433 780
<i>Margem EBITDA %</i>	<i>21,4%</i>	<i>24,9%</i>	<i>25,2%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,7%</i>	<i>23,9%</i>	<i>24,0%</i>	<i>23,9%</i>	<i>23,9%</i>
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	(111 502)	(121 716)	(166 661)	(121 310)	(128 823)	(132 966)	(134 642)	(136 248)	(137 876)
EBIT	218 277	282 853	230 359	263 094	266 351	283 366	297 744	295 181	295 905
<i>Margem EBIT %</i>	<i>14,2%</i>	<i>17,4%</i>	<i>14,6%</i>	<i>16,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,3%</i>	<i>16,3%</i>

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Volume de negócios

O negócio de papel *UWF* encontra-se numa fase madura, com o consumo a diminuir nas economias desenvolvidas, pelo que a Empresa tem evitado investir neste segmento, sendo expectável que o seu peso no volume de negócios decresça de 84,0% em 2016 para 72,9% em 2022, por via do crescimento de outras áreas de atividade.

A The Navigator Company beneficia de uma das mais eficientes estruturas de custos de produção de papel na Europa, não só por ser um produtor integrado de pasta e papel, mas também por ter um processo produtivo bastante avançado do ponto de vista tecnológico, pelo que a perspetiva de evolução deste negócio para a Empresa é de estabilidade, com a

manutenção da quantidade produzida e vendida, com uma taxa de utilização da capacidade próxima dos 100%, e do preço por tonelada.

No que respeita ao negócio de pasta de papel, a Empresa deverá aumentar a capacidade de produção atual de 1 440 mil toneladas para 1 475 mil toneladas em 2018 e 1 510 mil toneladas em 2019, fruto do projeto de investimento que se encontra em curso na fábrica da Figueira da Foz. No período de projeção, é expectável que a Empresa mantenha a taxa de ocupação de 100% da capacidade verificada historicamente e que continue a integrar na produção de papel 80% da pasta produzida, vendendo em mercado os restantes 20%. Os preços deverão evoluir em linha com a inflação esperada na União Europeia¹¹, refletindo, por um lado, o aumento da procura de pasta para produção de papel *tissue*, e por outro lado, eventuais restrições à plantação de eucalipto com impacto no fornecimento de matéria-prima.

O papel *tissue* deverá ser o principal motor de crescimento da Empresa nos próximos anos, com a entrada em funcionamento de uma capacidade adicional de 9 mil toneladas na fábrica de Vila Velha de Ródão em 2017 e de mais 70 mil toneladas respeitantes à linha que está a ser construída na fábrica de Cacia, que deverá produzir as primeiras 35 mil toneladas em 2019 e que a partir de 2020 estará totalmente operacional. Em 2020, a Empresa terá uma capacidade de produção anual de 139 mil toneladas de papel *tissue*. Em 2017, é expectável que a Empresa continue a operar a uma taxa de utilização de 85%, em linha com o ano anterior, evoluindo para 95% em 2018 e 2019 e para 98% nos anos seguintes. No respeitante aos preços, foi assumido um crescimento em linha com a inflação esperada na União Europeia.

Após a transformação ocorrida no negócio de venda de energia à rede elétrica nacional verificada em 2016, com a entrada em regime de autoconsumo do sistema de cogeração a gás natural do complexo da Figueira da Foz e com o termo do período de tarifas reguladas, a que acresceram alguns efeitos não recorrentes como as reparações efetuadas nos turbogeradores das fábricas de pasta de Cacia e Setúbal e outras manutenções programadas, este negócio deverá estabilizar nos próximos anos, sendo estimado um ligeiro crescimento na quantidade de gigawatts vendidos em 2017 e manutenção nos anos seguintes e o crescimento anual dos preços à taxa de inflação esperada para Portugal¹².

¹¹ Detalhe no Anexo 1 – Pressupostos macroeconómicos.

¹² Detalhe no Anexo 1 – Pressupostos macroeconómicos.

Tal como o papel *tissue*, o negócio de venda de *pellets* nos EUA também será uma das alavancas de crescimento nos próximos anos, fruto do investimento realizado em 2016, que começará a resultar em vendas em 2017. A fábrica, localizada em Greenwood no Estado da Carolina do Sul, tem uma capacidade de 500 mil toneladas e estima vender 40% da capacidade este ano, 80% em 2018 e 100% nos anos seguintes. O preço por tonelada esperado em 2017 é de 141 Euros, que deverá evoluir em linha com a inflação estimada para os EUA¹³.

Para o segmento de outros negócios, que inclui essencialmente atividades florestais e de investigação, foi assumido um crescimento em linha com a inflação estimada para Portugal.

Tabela 14 – Volume de negócios previewal

Volume de negócios 000 EUR	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Volume de negócios	1 542 279	1 628 023	1 577 385	1 620 743	1 668 021	1 739 165	1 799 688	1 808 259	1 816 989
<i>Varição %</i>	0,8%	5,6%	-3,1%	2,7%	2,9%	4,3%	3,5%	0,5%	0,5%
Papel U/WF	1 247 267	1 398 296	1 324 545	1 324 545	1 324 545	1 324 545	1 324 545	1 324 545	1 324 545
Quantidade (milhares de toneladas)	1 564	1 555	1 587	1 587	1 587	1 587	1 587	1 587	1 587
Preço (EUR/Ton)	797	899	835	835	835	835	835	835	835
Pasta	128 611	141 686	151 377	152 670	159 039	165 581	168 396	171 259	174 170
Quantidade (milhares de toneladas)	257	253	291	288	295	302	302	302	302
Preço (EUR/Ton)	500	560	521	530	539	548	558	567	577
Papel Tissue	-	50 756	67 450	78 963	89 753	137 580	192 913	196 192	199 528
Quantidade (milhares de toneladas)	-	39	51	59	66	99	136	136	136
Preço (EUR/Ton)	-	1 301	1 323	1 346	1 369	1 393	1 416	1 440	1 465
Energia¹	142 487	21 393	19 783	50 149	80 066	96 637	98 805	101 023	103 293
Eletricidade	142 487	21 393	19 783	21 949	22 256	22 568	22 884	23 204	23 529
Quantidade (Gwh)	2 184	1 961	1 641	1 798	1 798	1 798	1 798	1 798	1 798
Preço (EUR/ Gwh)	65 241	10 909	12 054	12 210	12 381	12 554	12 730	12 908	13 089
Pellets	-	-	-	28 200	57 810	74 069	75 921	77 819	79 764
Quantidade (milhares de toneladas)	-	-	-	200 000	400 000	500 000	500 000	500 000	500 000
Preço (EUR/Ton)	-	-	-	141	145	148	152	156	160
Outros	23 915	15 893	14 230	14 415	14 617	14 822	15 029	15 239	15 453
Mix de volume de negócios									
Papel U/WF	80,9%	85,9%	84,0%	81,7%	79,4%	76,2%	73,6%	73,2%	72,9%
Pasta	8,3%	8,7%	9,6%	9,4%	9,5%	9,5%	9,4%	9,5%	9,6%
Papel Tissue	0,0%	3,1%	4,3%	4,9%	5,4%	7,9%	10,7%	10,8%	11,0%
Energia	9,2%	1,3%	1,3%	3,1%	4,8%	5,6%	5,5%	5,6%	5,7%
Outros	1,6%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%	0,9%

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

1) O ano de 2014 não é diretamente comparável com os seguintes devido a alteração no relato por segmentos.

Custos e outros proveitos operacionais

Os inventários consumidos e vendidos foram estimados considerando a peso no volume de negócios registado em 2016, que ascendeu a 41,9%. No que concerne à variação da produção, esta representa a variação anual dos inventários de produtos acabados e intermédios e trabalhos em curso, cuja projeção assume a manutenção do prazo médio em 21 dias.

¹³ Detalhe no Anexo 1 – Pressupostos macroeconómicos.

Os materiais e serviços consumidos assumem a manutenção do peso no volume de negócios de 2016 no que respeita aos custos variáveis e o crescimento à taxa de inflação esperada para Portugal no que respeita aos custos fixos. Para a rubrica de outros gastos e perdas, é assumido um pressuposto idêntico.

Para os gastos com pessoal é assumido um crescimento das remunerações fixas médias à taxa de inflação em Portugal e um peso de 1,0% do EBITDA do ano anterior para remunerações variáveis, em linha com o registado em 2016. Os encargos sociais e outros gastos com pessoal deverão manter o peso nas remunerações registado em 2016. O número de colaboradores foi estimado considerando o volume de negócios por colaborador verificado em 2016, com evoluções de produtividade entre 1% e 2% ao ano.

Os outros rendimentos e ganhos operacionais recorrentes deverão crescer à taxa de inflação esperada para Portugal, sendo que os rendimentos *one-off* verificados em 2016 não foram considerados no período de projeção.

Tabela 15 – Custos e outros proveitos operacionais previsionais

Custos e outros proveitos operacionais 000 EUR	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Custos operacionais	(1 247 527)	(1 267 252)	(1 230 079)	(1 259 040)	(1 296 211)	(1 347 193)	(1 392 509)	(1 402 158)	(1 408 659)
Inventários consumidos e vendidos	(675 103)	(688 695)	(661 686)	(679 874)	(699 706)	(729 550)	(754 938)	(758 533)	(762 195)
Variação da produção	(13 786)	19 221	(2 752)	2 539	2 768	4 166	3 544	502	511
Materiais e serviços consumidos	(423 025)	(421 503)	(404 495)	(414 709)	(425 846)	(442 172)	(456 207)	(458 989)	(461 818)
Gastos com pessoal	(120 563)	(154 751)	(144 513)	(149 929)	(155 887)	(161 396)	(166 067)	(166 191)	(166 103)
Outros gastos e perdas operacionais	(15 050)	(21 524)	(16 633)	(17 067)	(17 541)	(18 241)	(18 841)	(18 947)	(19 054)
Outros rendimentos e ganhos operacionais	31 059	26 208	41 519	22 701	23 364	24 360	25 208	25 328	25 450
% do volume de negócios									
Inventários consumidos e vendidos	43,8%	42,3%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%	41,9%
Variação da produção	0,9%	-1,2%	0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	0,0%	0,0%
Materiais e serviços consumidos	27,4%	25,9%	25,6%	25,6%	25,5%	25,4%	25,3%	25,4%	25,4%
Gastos com o pessoal	7,8%	9,5%	9,2%	9,3%	9,3%	9,3%	9,2%	9,2%	9,1%
Outros gastos e perdas operacionais	1,0%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Outros rendimentos e ganhos operacionais	2,0%	1,6%	2,6%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

6.2.2. BALANÇO PREVISIONAL

Fundo de maneo necessário

Para o cálculo do fundo de maneo necessário foram assumidos os prazos médios registados em 2016 para as rubricas de inventários, clientes e fornecedores. As rubricas de outras contas

a receber e a pagar e Estado foram projetadas considerando o respetivo peso no volume de negócios também registado em 2016. Neste sentido, a Empresa manterá um nível de fundo de manei necessário correspondente a 10,8% do volume de negócios.

Tabela 16 – Fundo de manei necessário previsional

Fundo de manei necessário 000 EUR	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Inventários	188 860	212 555	208 888	214 630	220 891	230 313	238 327	239 462	240 619
Matérias-primas e mercadorias	118 184	117 437	116 523	119 726	123 218	128 474	132 945	133 578	134 223
# dias inventários consumidos e vendidos	64	62	64	64	64	64	64	64	64
Prod. acabados e intermédios e trabalhos em curso	70 676	95 118	92 366	94 904	97 673	101 839	105 383	105 885	106 396
# dias volume de negócios	17	21	21	21	21	21	21	21	21
Clientes	176 577	182 136	181 906	186 906	192 358	200 562	207 542	208 530	209 537
# dias volume de negócios	42	41	42	42	42	42	42	42	42
Outras contas a receber	4 481	10 768	6 643	6 826	7 025	7 324	7 579	7 615	7 652
% volume de negócios	0,3%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Estado	62 930	57 643	69 619	71 533	73 620	76 760	79 431	79 809	80 194
% volume de negócios	4,1%	3,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
ATIVO	432 848	463 102	467 057	479 895	493 894	514 959	532 879	535 417	538 002
Fornecedores	145 784	139 128	145 703	149 708	154 075	160 646	166 237	167 029	167 835
# dias inventários consumidos e vendidos	79	74	80	80	80	80	80	80	80
Outras contas a pagar	47 907	63 600	69 713	71 698	73 868	76 641	79 016	79 385	79 733
% Materiais e sv. consumidos + Gastos c/ pessoal	8,8%	11,0%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Estado	93 917	77 346	81 098	83 327	85 758	89 416	92 527	92 968	93 417
% volume de negócios	6,1%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
PASSIVO	287 607	280 073	296 514	304 733	313 701	326 703	337 781	339 382	340 985
Fundo de manei necessário	145 240	183 029	170 543	175 162	180 192	188 256	195 099	196 035	197 017
(Invest.) / desinvestimento em fundo de manei	10 847	(37 789)	12 486	(4 619)	(5 030)	(8 063)	(6 843)	(936)	(982)
Fundo de manei em % volume de negócios	9,4%	11,2%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

Investimento em ativos fixos

O período de investimento significativo para entrada em novos negócios e aumento de capacidade que se iniciou em 2015 deverá manter-se até 2018, ano em que os projetos de investimento respeitantes à nova linha de papel *tissue* de Cacia e à expansão da linha de pasta de papel da Figueira da Foz já estarão totalmente concretizados. A partir desse ano, a Empresa deverá manter apenas o investimento de manutenção, para o qual foi assumido o montante de 38,0 milhões de Euros registado em 2016, com uma evolução anual à taxa de inflação esperada para Portugal.

Tabela 17 – Investimento em ativos fixos previsional

Investimento em ativos fixos 000 EUR	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Investimento em ativos fixos	50 595	148 456	143 030	186 894	111 633	39 579	40 133	40 695	41 265
<i>Capex em % do volume de negócios</i>	3,3%	9,1%	9,1%	11,5%	6,7%	2,3%	2,2%	2,3%	2,3%
Investimento de expansão	19 600	123 456	105 030	148 400	72 600	-	-	-	-
Aumento da capacidade de produção de pasta em Cacia	14 300	42 000	-	-	-	-	-	-	-
Aquisição da AMS BR Star Paper S.A.	-	41 000	-	-	-	-	-	-	-
Expansão da linha de papel <i>tissue</i> em V. V. de Ródão	-	36 000	-	5 000	-	-	-	-	-
Fábrica de <i>pellets</i> nos EUA	-	-	81 600	-	-	-	-	-	-
Projeto florestal em Moçambique	-	-	8 900	10 000	-	-	-	-	-
Nova linha de papel <i>tissue</i> em Cacia	-	-	-	48 400	72 600	-	-	-	-
Expansão da linha de pasta de papel na Figueira da Foz	-	-	-	85 000	-	-	-	-	-
Outros	5 300	4 456	14 530	-	-	-	-	-	-
Investimento de manutenção	30 995	25 000	38 000	38 494	39 033	39 579	40 133	40 695	41 265

Fonte: Relatórios & Contas, divulgação de resultados, *broker reports*, Bloomberg, notícias

6.2.3. CASH FLOW PREVISIONAL

Durante o período de projeção, a Empresa deverá gerar um *Free Cash Flow to Firm* médio de 251,7 milhões de Euros, que compara com o valor de 185,8 milhões de Euros registados nos últimos três anos. Este incremento na geração de *Cash Flow* está relacionado com o retorno gerado pelos investimentos de expansão e de entrada em novos negócios realizados nos últimos anos e com a estabilização do *Capex* após um período de investimento significativo.

Tabela 18 – Free Cash Flow to Firm previsional

<i>Free Cash Flow to Firm</i> 000 EUR	2014	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBIT	218 277	282 853	230 359	263 094	266 351	283 366	297 744	295 181	295 905
Impostos operacionais	(67 862)	(82 547)	(67 061)	(76 718)	(77 678)	(82 698)	(86 940)	(86 183)	(86 397)
NOPLAT	150 414	200 306	163 298	186 376	188 672	200 668	210 805	208 998	209 508
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	111 502	121 716	166 661	121 310	128 823	132 966	134 642	136 248	137 876
Cash Flow Operacional	261 917	322 022	329 959	307 687	317 495	333 634	345 447	345 245	347 383
Investimento em ativos fixos	(50 595)	(148 456)	(143 030)	(186 894)	(111 633)	(39 579)	(40 133)	(40 695)	(41 265)
Investimento em fundo de maneio	10 847	(37 789)	12 486	(4 619)	(5 030)	(8 063)	(6 843)	(936)	(982)
Free Cash Flow to Firm	222 169	135 778	199 415	116 173	200 832	285 991	298 471	303 613	305 137

Fonte: Relatórios & contas, divulgação de resultados, *broker reports*, notícias

7. AVALIAÇÃO

7.1. METODOLOGIAS UTILIZADAS

De acordo com Koller et al. (2005), a metodologia de *Discounted Cash Flow* é a privilegiada por profissionais e académicos, uma vez que se baseia apenas nos influxos e exfluxos de caixa da empresa.

Concretamente, a metodologia *Free Cash Flow to Firm*, ao utilizar o mesmo *WACC* para a totalidade do período de projeção e para o valor terminal, assume que a empresa mantém a estrutura de capital implícita na taxa de desconto, sendo, portanto, ideal para empresas maduras em que não é expectável uma alteração significativa dos pesos relativos do capital próprio e do capital alheio, como é o caso da The Navigator Company.

Por outro lado, a metodologia *Free Cash Flow to Equity* é recomendada para avaliar empresas em que a estrutura de capital está diretamente associada às operações, tal como instituições financeiras (ex.: bancos e companhias de seguros) (Koller et al., 2005).

Também para Koller et al. (2005), não obstante a avaliação por *Discounted Cash Flow* ser reconhecida pelos especialistas como a metodologia mais rigorosa, a comparação de uma empresa com os seus pares é importante para testar a consistência das projeções, explicar diferenças entre a performance de uma empresa e as suas concorrentes e compreender os *drivers* de geração de valor de um negócio. Neste sentido, a avaliação relativa afirma-se como um *reality check* à avaliação por *Discounted Cash Flow*. Apesar da importância dos múltiplos de vendas e de valor contabilístico, o múltiplo Valor da Empresa sobre EBITDA tem, na ótica de Damodaran (2012), ganho bastantes adeptos, uma vez que a utilização do EBITDA como indicador de referência mitiga riscos de falta de comparabilidade das empresas por razões relacionadas com a utilização de diferentes critérios de amortização de ativos. Adicionalmente, o número de empresas com EBITDA negativo é muito menor que o número de empresas com resultados líquidos negativos, o que impede a sua utilização para efeitos de avaliação. Por último, este múltiplo permite comparar empresas com diferentes estruturas de capital, uma vez que o EBITDA é um indicador que não considera os custos da dívida.

A metodologia *Economic Value Added/ Market Value Added* pode ser considerada uma adaptação da metodologia *Free Cash Flow to Firm*, diferenciando-se pela utilização do indicador *Economic Value Added* como medida de performance em substituição do EBIT, utilizando, no entanto, o mesmo WACC para atualizar os *Cash Flows* futuros e resultando em conclusões idênticas no que concerne ao Valor da Empresa.

O método de Opções Reais é ideal para avaliar empresas em que se colocam opções como abandono de projetos, expansão de capacidade, paragem da produção, entre outras, não sendo este o caso da The Navigator Company.

Neste sentido, a The Navigator Company será avaliada pelos métodos de *Free Cash Flow to Firm*, *Economic Value Added/ Market Value Added* e Avaliação Relativa.

7.1.1. DISCOUNTED CASH FLOW

Custo Médio Ponderado do Capital

O Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) corresponde, na metodologia *Free Cash Flow to Firm*, à taxa de desconto à qual são atualizados para o presente os fluxos de caixa operacionais futuros. O WACC representa o custo de oportunidade que os investidores enfrentam quando investem o seu capital num determinado ativo em detrimento de outros com o mesmo nível de risco (Koller et al., 2005) e equivale ao custo do capital próprio e ao custo do capital alheio líquido de impostos, ponderados pelo respetivo peso na estrutura de capital.

O WACC da The Navigator Company é de 7,7% e tem implícito um custo do capital próprio de 9,5% e um custo do capital alheio líquido de impostos de 1,7%.

No que respeita aos parâmetros para o cálculo do custo do capital próprio foi considerada uma taxa de retorno de um ativo sem risco de 3,9%, correspondente à média das *yields* das obrigações do tesouro da República Portuguesa a 10 anos entre 1 de janeiro de 2013 e 24 de abril de 2017; o *beta* considerado é o da própria Empresa no dia 24 de abril de 2017; e o

prémio de risco de mercado corresponde ao prémio de risco para um mercado de ações maduro atualizado por Damodaran a 5 de janeiro de 2017.

Relativamente ao custo do capital alheio, foi considerado o valor dos *swaps* da Euribor a 10 anos acrescido de um spread de 1,7%, em linha com a taxa de juro média a que a Empresa se financia atualmente. No que concerne à taxa de imposto, foi assumida a taxa base de IRC acrescida das derramas municipal e estadual¹⁴, considerando o resultado antes de impostos da Empresa.

Para os ponderadores do WACC, foram considerados os valores de mercado do capital próprio e da dívida que a Empresa registava no dia 24 de abril de 2017.

Tabela 19 – Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)

Custo Médio Ponderado do Capital (WACC)		Fonte
(1)	<i>Risk-free rate</i>	3,9% Bloomberg @ 24 abril 2017
(2)	<i>Beta</i>	0,985 Bloomberg @ 24 abril 2017
(3)	Prémio de risco	5,7% Damodaran @ 5 janeiro 2017
(4) = (1) + (2) x (3)	Custo do Capital Próprio	9,5%
(7) = (5) + (6)	Custo da dívida	2,5%
(5)	<i>Euribor Swap 10Y</i>	0,8% Financial Times @ 2 maio 2017
(6)	<i>Spread</i>	1,7% Relatório & Contas de 2016 da Empresa
(8)	Taxa de imposto	31,3% Guia Fiscal 2017 PWC Portugal
(9) = (7) x [1 - (8)]	Custo da Dívida Após Impostos	1,7%
(12) = (11) / (10)	<i>Debt to equity ratio</i>	30,2% Bloomberg @ 24 abril 2017
(10)	Capital Próprio / (Dívida + Capital Próprio)	76,8% Bloomberg @ 24 abril 2017
(11)	Dívida / (Dívida + Capital Próprio)	23,2% Bloomberg @ 24 abril 2017
(13) = (10) x (4) + (11) x (9)	WACC	7,7%

Avaliação

Para a taxa de crescimento na perpetuidade foi assumido o valor de 1,8%, correspondente à estimativa de crescimento anual do PIB na UE¹⁵. Importa salientar que no cálculo do valor terminal foi efetuado um ajustamento na estimativa de investimento em ativos fixos de forma a considerar que este será equivalente às amortizações acrescidas de 1,8%, refletindo não só a

¹⁴ Detalhe no Anexo 1 – Pressupostos macroeconómicos.

¹⁵ Detalhe no Anexo 1 – Pressupostos macroeconómicos.

substituição anual dos ativos amortizados, mas também o seu aumento em linha com o crescimento da Empresa, mantendo constante o rácio ativos fixos sobre volume de negócios.

Com base nas projeções apresentadas no capítulo anterior, num WACC de 7,7% e numa taxa de crescimento na perpetuidade de 1,8%, o Valor da Empresa a 31 de dezembro de 2016 é de 3,4 mil milhões de Euros. Subtraindo a dívida líquida e os interesses minoritários ao valor da Empresa, é estimado um valor dos capitais próprios de 2,8 mil milhões de Euros, que corresponde a um valor por ação de 3,87 Euros.

Tabela 20 – Avaliação por *Discounted Cash Flow*

<i>Discounted Cash Flow</i> 000 EUR	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	Valor terminal
EBIT	263 094	266 351	283 366	297 744	295 181	295 905		301 231
Impostos operacionais	(76 718)	(77 678)	(82 698)	(86 940)	(86 183)	(86 397)		(87 952)
NOPLAT	186 376	188 672	200 668	210 805	208 998	209 508		213 279
Depreciações, amortizações e perdas por imparidade	121 310	128 823	132 966	134 642	136 248	137 876		140 357
Cash Flow Operacional	307 687	317 495	333 634	345 447	345 245	347 383		353 636
Investimento em ativos fixos	(186 894)	(111 633)	(39 579)	(40 133)	(40 695)	(41 265)		(142 884)
Investimento em fundo de maneoio	(4 619)	(5 030)	(8 063)	(6 843)	(936)	(982)		(999)
Free Cash Flow to Firm	116 173	200 832	285 991	298 471	303 613	305 137		209 753
Valor terminal								3 562 986
Fator de desconto	0,929	0,862	0,801	0,744	0,691	0,641		0,641
Free Cash Flow to Firm atualizado	107 881	173 184	229 015	221 947	209 655	195 666		2 284 727
Valor da Empresa @ 31 Dez. 2016	3 422 073							
(-) Dívida líquida @ 31 Dez. 2016	640 720							
(-) Interesses minoritários @ 31 Dez. 2016	2 273							
Valor dos Capitais Próprios @ 31 Dez. 2016	2 779 081							
(/) Número de ações (milhares)	717 500							
Valor por ação (EUR)	3,87							

Análises de sensibilidade

Considerando variações positivas e negativas de 1 ponto percentual no WACC e na taxa de crescimento na perpetuidade, o valor por ação oscila entre 2,88 e 5,86 Euros.

Tabela 21 – Análise de sensibilidade ao WACC e à taxa de crescimento na perpetuidade

		WACC				
		6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%
Taxa de crescimento na perpetuidade	0,8%	4,10	3,73	3,40	3,12	2,88
	1,3%	4,42	3,99	3,62	3,30	3,03
	1,8%	4,80	4,30	3,87	3,52	3,21
	2,3%	5,27	4,67	4,17	3,76	3,42
	2,8%	5,86	5,12	4,54	4,06	3,66

No que respeita à vertente operacional, considerando variações positivas e negativas de 20 Euros no preço de venda médio do papel *UWF*, o principal negócio da Empresa, e de 4 pontos percentuais na margem bruta, o preço por ação situa-se no intervalo de 2,67 a 5,11 Euros.

Tabela 22 – Análise de sensibilidade ao preço do papel *UWF* e à margem bruta

		Preço do papel UWF (EUR / Ton)				
		815	825	835	845	855
Margem bruta ¹	54,1%	2,67	2,73	2,78	2,84	2,89
	56,1%	3,21	3,27	3,33	3,39	3,44
	58,1%	3,75	3,81	3,87	3,94	4,00
	60,1%	4,28	4,35	4,42	4,49	4,55
	62,1%	4,82	4,89	4,97	5,04	5,11

Nota: 1) Excluindo variação da produção.

7.1.2. *ECONOMIC VALUE ADDED/ MARKET VALUE ADDED*

A estimativa do valor de uma empresa através do EVA assenta no princípio fundamental da criação de valor segundo o qual o valor atual do *Economic Value Added* futuro é igual ao valor presente dos *Cash Flows* futuros, ou seja, o *Market Value Added* (MVA). Por sua vez, o MVA representa a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido, ou seja, o valor de mercado de uma empresa é igual ao valor contabilístico do capital investido no momento presente acrescido de um prémio ou subtraído de um desconto, refletindo a qualidade de gestão do capital (Stewart, 2013).

O valor de uma empresa calculado a partir desta metodologia será idêntico ao valor de uma empresa estimado a partir do método de *Free Cash Flow to Firm* apresentado anteriormente.

Tabela 23 – Avaliação por *Economic Value Added/ Market Value Added*

<i>Economic Value Added/ Market Value Added</i> 000 EUR	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	Valor terminal
EBIT		263 094	266 351	283 366	297 744	295 181	295 905	301 231
Impostos operacionais		(76 718)	(77 678)	(82 698)	(86 940)	(86 183)	(86 397)	(87 952)
NOPLAT		186 376	188 672	200 668	210 805	208 998	209 508	213 279
WACC x Capital investido		(149 246)	(154 642)	(153 707)	(147 149)	(140 410)	(133 137)	(15 057)
<i>Economic Value Added</i>		37 131	34 030	46 961	63 656	68 588	76 371	198 222
Valor terminal								3 367 108
Fator de desconto		0,929	0,862	0,801	0,744	0,691	0,641	0,641
<i>Economic Value Added atualizado</i>		34 480	29 345	37 605	47 336	47 362	48 972	2 159 122
Valor atual do EVA @ 31 Dez. 2016	2 404 223							
Capital investido (Cap. Próprio + Cap. Alheio)	1 941 531							
Valor atual da var. do capital investido na perpetuidade	(923 680)							
Valor da Empresa @ 31 Dez. 2016	3 422 073							
(-) Dívida líquida @ 31 Dez. 2016	640 720							
(-) Interesses minoritários @ 31 Dez. 2016	2 273							
Valor dos Capitais Próprios @ 31 Dez. 2016	2 779 081							
(/) Número de ações (milhares)	717 500							
Valor por ação (EUR)	3,87							

7.1.3. AVALIAÇÃO RELATIVA

Para realizar a avaliação relativa ou avaliação por múltiplos, foi selecionado um conjunto de empresas cujas ações são transacionadas em mercado aberto e em que mais de 50% do volume de negócios respeita aos negócios de papel e/ ou pasta de papel. Este grupo de empresas comparáveis inclui sete empresas europeias, das quais três são finlandesas, duas são suecas, uma é espanhola e uma é portuguesa, assim como quatro empresas não europeias, duas originárias do Brasil, uma dos EUA e outra do Canadá.

Tabela 24 – Empresas comparáveis (milhões, 2016)

Empresas comparáveis	País	Moeda de reporte	Volume de negócios	Segmentação Vol. Negócios		EBITDA	Res. Líquido	Val. Contab. Cap. Próprios ²
				Papel e Pasta	Outros negócios			
Empresas europeias								
Altri	Portugal	EUR	612	100,0%	0,0%	167	77	344
Ence Energia y Celulosa	Espanha	EUR	605	83,9% ¹	16,1%	126	21	554
Holmen	Suécia	SEK	15 513	71,6%	28,4%	2 865	1 605	21 243
Metsa Board	Finlândia	EUR	1 720	100,0%	0,0%	231	94	1 053
Stora Enso	Finlândia	EUR	9 802	54,9%	45,1%	1 408	500	5 806
Svenska Cellulosa	Suécia	SEK	117 314	57,6%	42,4%	20 795	7 692	73 142
The Navigator Company	Portugal	EUR	1 577	97,8%	2,2%	397	218	1 231
UPM-Kymmene	Finlândia	EUR	9 812	59,6%	40,4%	1 560	879	8 234
Empresas não europeias								
Domtar Corp	Canadá	USD	5 098	82,0%	18,0%	635	178	2 676
Fibria Celulose	Brasil	BRL	9 615	99,1%	0,9%	3 742	1 755	13 751
KapStone Paper and Packaging	EUA	USD	3 077	69,1%	30,9%	384	107	904
Suzano Papel e Celulose	Brasil	BRL	9 882	100,0%	0,0%	3 906	1 955	10 143

Fonte: Bloomberg @ 24 abril 2017

Notas: 1) No caso da Ence Energia e Celulosa, a venda de energia está incluída no segmento Papel e Pasta uma vez que não foi possível desagregar.

2) Exclui Interesses Minoritários.

No dia 24 de abril de 2017, o Valor de Mercado dos Capitais Próprios e o Valor da Empresa registado pelas empresas comparáveis era o seguinte:

Tabela 25 – Valor das empresas comparáveis

Empresas comparáveis	Valor de Mercado dos Cap. Próprios	Caixa e equivalentes	Ações preferenciais	Interesses minoritários	Dívida total	Valor da Empresa
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(1) - (2) + (3) + (4) + (5)
Empresas europeias						
Altri	877	300	-	-	758	1 335
Ence Energia y Celulosa	788	219	-	7	438	1 014
Holmen	31 507	210	-	-	3 935	35 232
Metsa Board	2 275	417	-	-	704	2 563
Stora Enso	9 218	1 248	-	62	3 717	11 749
Svenska Cellulosa	208 266	4 957	-	6 377	35 993	245 679
The Navigator Company	2 704	68	-	2	708	3 347
UPM-Kymmene	12 271	3 033	-	3	2 385	11 626
Empresas não europeias						
Domtar Corp	2 408	125	-	-	1 293	3 576
Fibria Celulose	15 643	4 699	-	67	16 153	27 163
KapStone Paper and Packaging	2 263	29	-	-	1 485	3 719
Suzano Papel e Celulose	14 365	3 695	-	-	14 013	24 682

Fonte: Bloomberg @ 24 abril 2017

As empresas do setor apresentam múltiplos de Valor da Empresa sobre Vendas e de Valor dos Capitais Próprios sobre Vendas de 1,8x e 1,3x, respetivamente. No que respeita aos múltiplos de resultados, o múltiplo Valor da Empresa sobre EBITDA é de 8,6x a 9,3x e o múltiplo *Price to Earnings* oscila entre 17,1x e 19,3x. O múltiplo *Price to Book* é de 1,7x a 1,8x.

Tabela 26 – Múltiplos de empresas comparáveis

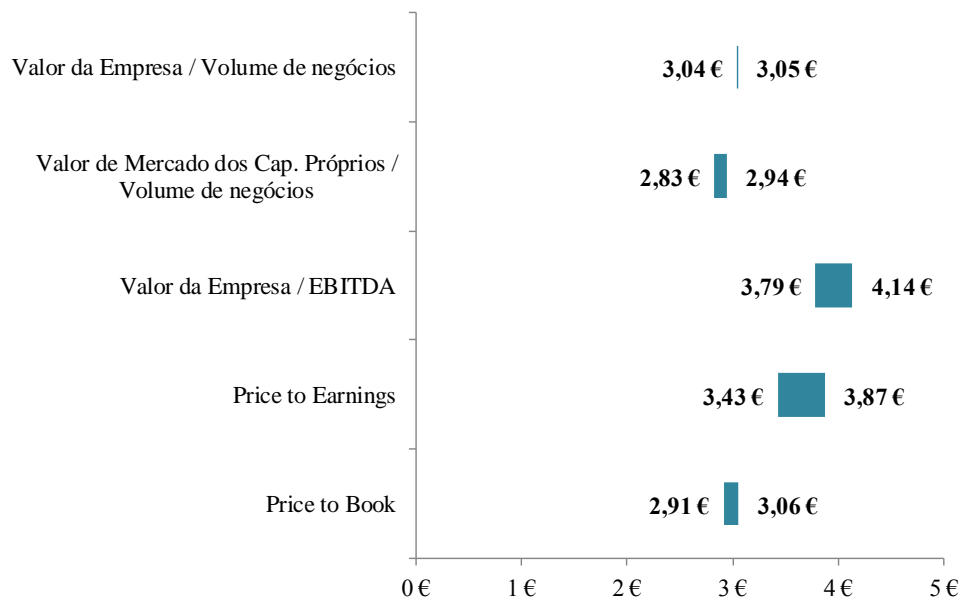
Empresas comparáveis	Valor da Empresa / Volume de negócios	Val. Mercado Cap. Próprios / Volume de negócios	Valor da Empresa / EBITDA	Múltiplo <i>Price to Earnings</i>	Múltiplo <i>Price to Book</i>
Empresas europeias					
Altri	2,2x	1,3x	8,0x	11,4x	2,3x
Ence Energia y Celulosa	1,7x	1,0x	8,1x	38,1x	1,1x
Holmen	2,3x	1,8x	12,3x	19,6x	1,3x
Metsa Board	1,5x	1,4x	11,1x	24,3x	2,3x
Stora Enso	1,2x	0,8x	8,3x	18,4x	1,4x
Svenska Cellulosa	2,1x	1,5x	11,8x	27,1x	2,5x
The Navigator Company	2,1x	1,5x	8,4x	12,4x	1,9x
UPM-Kymmene	1,2x	1,3x	7,5x	14,0x	1,5x
Empresas não europeias					
Domtar Corp	0,7x	0,5x	5,6x	13,5x	0,9x
Fibria Celulose	2,8x	1,8x	7,3x	8,9x	1,3x
KapStone Paper and Packaging	1,2x	0,7x	9,7x	21,1x	2,4x
Suzano Papel e Celulose	2,5x	1,6x	6,3x	7,3x	1,5x
Média ajustada de empresas europeias ¹	1,8x	1,3x	9,3x	19,3x	1,8x
Média ajustada total ¹	1,8x	1,3x	8,6x	17,1x	1,7x

Fonte: Bloomberg @ 24 abril 2017

Notas: 1) A média ajustada exclui as observações mínima e máxima.

Com base nesta metodologia, o valor por ação é estimado entre 2,83 e 4,14 Euros. Importa referir que, no que respeita à avaliação através do múltiplo Valor da Empresa sobre EBITDA, foi considerado o EBITDA ajustado da The Navigator Company, ou seja, excluindo as provisões líquidas e a variação de justo valor nos ativos biológicos, uma vez que estas rubricas não representam fluxos de caixa. Também no que concerne à avaliação através do múltiplo *Price to Earnings*, o Resultado Líquido da Empresa em 2016 foi ajustado por forma a considerar o Imposto sobre o Rendimento Coletivo que a Empresa pagaria caso não beneficiasse de reduções fiscais que, de acordo com a Empresa, deixarão de existir a partir de 2017.

Figura 16 – Avaliação por múltiplos (valor por ação)



O detalhe do cálculo da avaliação por múltiplos pode ser consultado no Anexo 2.

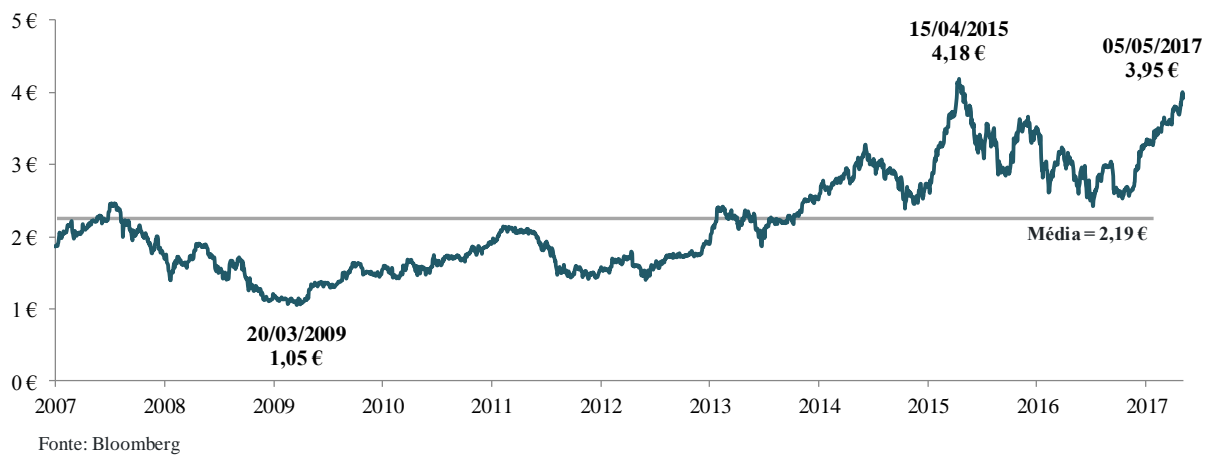
7.1.4. Preço-alvo

Face ao exposto, o preço-alvo da The Navigator Company é de 3,87 Euros, que é o valor por ação decorrente dos métodos *Discounted Cash Flow* e *Economic Value Added/ Market Value Added*. Adicionalmente, este valor é confirmado pela Avaliação Relativa uma vez que se encontra no intervalo de valores resultante desta metodologia, em particular no que respeita ao múltiplo Valor da Empresa sobre EBITDA, que aponta para uma valorização entre 3,79 Euros e 4,14 Euros.

8. RECOMENDAÇÃO DE INVESTIMENTO

Nos últimos dez anos, a ação da The Navigator Company registou um valor médio de 2,19 Euros, tendo registado o valor mínimo de 1,05 Euros em março de 2009, no pico da recessão económica mundial que se seguiu à crise do *subprime* nos EUA, e o valor máximo de 4,18 Euros em abril de 2015. Atualmente, a ação está a ser transacionada a 3,95 Euros¹⁶.

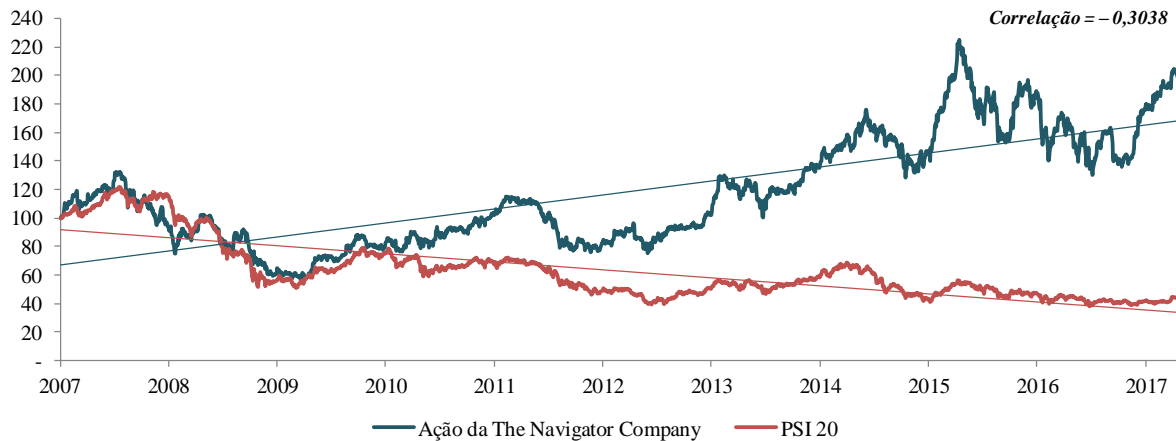
Figura 17 – Evolução da ação da The Navigator Company



Comparando a evolução da ação com a evolução do PSI 20, índice de referência da Euronext Lisbon, é possível concluir que o preço da ação tem uma correlação negativa com o *benchmark*. Desde 1 de janeiro de 2007, a ação valorizou 112,2%, o que compara com uma desvalorização de 53,2% do PSI 20. Este facto é explicado, por um lado, pela performance positiva da Empresa e pela sua solidez financeira e, por outro lado, pelo desempenho negativo de um número considerável de empresas pertencentes ao PSI 20, em particular das que pertencem ao setor financeiro e que têm um peso significativo no índice.

¹⁶ Cotação de fecho de 5 de maio de 2017.

Figura 18 – Evolução da ação da The Navigator Company vs. PSI 20 (índice base 100)



Fonte: Bloomberg

A recomendação de investimento para a ação da The Navigator Company depende da expectativa de valorização. Nesse sentido, em linha com as práticas da indústria, foram definidos os seguintes intervalos de valorização aos quais corresponde uma recomendação:

Expectativa de valorização/ desvalorização	Recomendação
Superior a 15%	Comprar
Entre 5% e 15%	Acumular
Entre -5% e 5%	Neutral
Entre -15% e -5%	Reduzir
Inferior a -15%	Vender

Sendo a cotação atual da ação de 3,95 Euros, que compara com um preço-alvo de 3,87 Euros, existe uma expectativa de desvalorização da ação de -1,9%. Neste sentido, a recomendação é neutral, significando que um determinado investidor deverá manter a sua posição atual relativa à ação da The Navigator Company.

9. BIBLIOGRAFIA

Banco de Investimento Global. 2017. *Company note: The Navigator Company*.

CELPA – Associação da Indústria Papeleira. 2016. *Indústria papeleira portuguesa: Boletim estatístico 2015*.

Confederation of European Paper Industries. 2016. *European pulp & paper industry: Key statistics 2015*.

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

European Commission. 2013. *A blueprint for the EU forest-based industries*.

European Commission. 2017. *European economic forecast: Winter 2017*.

European Securities Network. 2016. *Company update: The Navigator Company*.

European Securities Network. 2017. *ESN forestry & paper update*.

Koller T., Goedhart M., Wessels, D., McKinsey & Company. 2005. *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4th ed.). New Jersey: Wiley.

Modigliani, F. & Miller, M. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48: 261-297.

Soares I., Moreira J., Pinho C. e Couto J. 2007. *Decisões de investimento: Análise financeira de projectos*. Lisboa: Edições Sílabo.

Stewart, G. 2013. *Best-practice EVA: The definitive guide to measuring and maximizing shareholder value*. New Jersey: Wiley.

The Navigator Company. 2014-2017. *Divulgação de Resultados 2013-2016*.

The Navigator Company. 2014-2017. *Relatórios & Contas 2013-2016*.

WEBSITES

Damodaran, A; Country Default Spreads and Risk Premiums,
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>, 5 de janeiro de 2017

Financial Times, Euro 10 yr Swap,
<https://markets.ft.com/data/indices/tearsheet/summary?s=A@?EURIRSXY:RCT>, 2 de maio de 2017

Guia Fiscal PWC Portugal, <http://www.pwc.pt/pt/pwcinformisco/guia-fiscal/2017/irc.html>, 24 de abril de 2017

BASES DE DADOS

Bloomberg

10. ANEXOS

10.1. PRESSUPOSTOS MACROECONÓMICOS

Anexo 1 – Pressupostos macroeconómicos

Pressuposto macroeconómicos	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	Fonte
Inflação							
Portugal	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	European Economic Forecast Winter 2017, Comissão Europeia, 13 Fevereiro 2017
União Europeia	1,8%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	European Economic Forecast Winter 2017, Comissão Europeia, 13 Fevereiro 2017
EUA	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	European Economic Forecast Winter 2017, Comissão Europeia, 13 Fevereiro 2017
Crescimento do PIB							
Portugal	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	European Economic Forecast Winter 2017, Comissão Europeia, 13 Fevereiro 2017
União Europeia	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	European Economic Forecast Winter 2017, Comissão Europeia, 13 Fevereiro 2017
EUA	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	European Economic Forecast Winter 2017, Comissão Europeia, 13 Fevereiro 2017
Euribor							
3 meses	-0,2%	-0,1%	0,1%	0,4%	0,7%	0,9%	Bloomberg @ 04/05/2017
6 meses	-0,3%	-0,1%	0,1%	0,4%	0,7%	0,9%	Bloomberg @ 04/05/2017
12 meses	-0,2%	-0,1%	0,2%	0,5%	0,8%	1,0%	Bloomberg @ 04/05/2017
5 anos	0,2%	0,5%	0,7%	1,0%	1,3%	1,5%	Bloomberg @ 04/05/2017
10 anos	0,8%	1,1%	1,3%	1,5%	1,6%	1,8%	Bloomberg @ 04/05/2017
Taxa de câmbio EUR / USD	1,096	1,127	1,141	1,167	1,194	1,220	Bloomberg @ 04/05/2017
Imposto sobre o Rendimento Coletivo							
Taxa base	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	Guia Fiscal 2017 PWC Portugal
Derrama Setúbal	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	Guia Fiscal 2017 PWC Portugal
Derrama Estadual I (LT entre EUR 1,5M e 7,5M)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	Guia Fiscal 2017 PWC Portugal
Derrama Estadual II (LT entre EUR 7,5M e 35,0M)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	Guia Fiscal 2017 PWC Portugal
Derrama Estadual III (LT superior a 35,0M)	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	Guia Fiscal 2017 PWC Portugal

10.2. DETALHE DA AVALIAÇÃO RELATIVA

Anexo 2 – Avaliação através do múltiplo Valor da Empresa / Volume de negócios

Valor da Empresa / Volume de negócios milhões de euros	Min.	Max
Múltiplo Valor da Empresa / Volume de negócios	1,792x	1,793x
(x) Volume de negócios 2016		1 577
= Valor da Empresa	2 827	2 828
(+) Caixa e equivalentes 31 dez. 2016		68
(-) Interesses minoritários 31 dez. 2016		2
(-) Dívida total 31 dez. 2016		708
= Valor dos Capitais Próprios	2 184	2 185
(/) Número de ações		717 500 000
= Valor por ação (EUR)	3,04	3,05

Anexo 3 – Avaliação através do múltiplo Valor de Mercado dos Capitais Próprios / Volume de negócios

Valor de Mercado dos Capitais Próprios / Volume de negócios milhões de euros	Min.	Max
Múltiplo Valor de Mercado dos Capitais Próprios / Volume de negócios	1,29x	1,34x
(x) Volume de negócios 2016		1 577
= Valor dos Capitais Próprios	2 029	2 111
(/) Número de ações		717 500 000
= Valor por ação (EUR)	2,83	2,94

Anexo 4 – Avaliação através do múltiplo Valor da Empresa / EBITDA

Valor da Empresa / EBITDA milhões de euros	Min.	Max
Múltiplo Valor da Empresa / EBITDA	8,6x	9,3x
EBITDA 2016 reportado		397
Provisões líquidas		0
Varição de justo valor nos ativos biológicos		(9)
(x) EBITDA 2016 ajustado		389
= Valor da Empresa	3 361	3 611
(+) Caixa e equivalentes 31 dez. 2016		68
(-) Interesses minoritários 31 dez. 2016		2
(-) Dívida total 31 dez. 2016		708
= Valor dos Capitais Próprios	2 718	2 968
(/) Número de ações		717 500 000
= Valor por ação (EUR)	3,79	4,14

Anexo 5 – Avaliação através do múltiplo *Price to Earnings*

<i>Price to Earnings</i> milhões de euros	Min.	Max
Múltiplo <i>Price to Earnings</i>	17,1x	19,3x
Resultados antes de impostos 2016		210
Imposto sobre rendimento exc. benefícios fiscais		(66)
(x) Resultado líquido 2016 ajustado		144
= Valor dos Capitais Próprios	2 458	2 780
(/) Número de ações		717 500 000
= Valor por ação (EUR)	3,43	3,87

Anexo 6 – Avaliação através do múltiplo *Price to Book*

<i>Price to Book</i> milhões de euros	Min.	Max
Múltiplo <i>Price to Book</i>	1,7x	1,8x
(x) Valor contabilístico do capital próprio (exc. IM) 31 dez. 2016		1 231
= Valor dos Capitais Próprios	2 091	2 192
(/) Número de ações		717 500 000
= Valor por ação (EUR)	2,91	3,06