

Avaliação independente Altri
1 de Junho de 2010-06-01

Altri

Pedro Duarte Carriço
pdcarrico@gmail.com

Exposição ao bom momento
nos preços da pasta

ALTR	
Cotação à data (euro)	3,94
Volume médio	592 498
Capitalização (000 euros)	417 232
Beta	1,36
EPS 2010E (euro)	0,97

Boa correlação com
desvalorização cambial

Mercado de pasta

O mercado de pasta de papel é particularmente volátil e naturalmente dependente da capacidade global de produção e do crescimento da procura mundial. Em anos recentes houve encerramento, provavelmente definitivo, de cerca de 3,2 mil toneladas de capacidade na América do Norte, 2 mil toneladas na Europa e mais cerca de 250 toneladas no resto do mundo. A expectativa, em Setembro do ano passado, era no sentido de haver investimentos de expansão de capacidade no Brasil (3,8 mil toneladas até 2013/2014) e na Ásia (2 mil toneladas até 2011)¹. A acompanhar este aumento líquido quase nulo de capacidade instalada mundial existe uma expectativa de crescimento da procura mundial de 6,5 mil toneladas até 2013, essencialmente motivada pelo crescimento de países emergentes.

¹Fonte: europulp - relatório de tendências globais do mercado da pasta - terrachoice

Durante a primeira década do século verificou-se um aumento muito expressivo da capacidade instalada, por efeito de investimentos em novas unidades em regiões com custo de produção mais baixo e a manutenção de boa parte da capacidade instalada na América do Norte e Europa. O crescimento líquido da capacidade, bem acima do crescimento global da procura foi responsável pela manutenção dos preços da pasta relativamente controlados. Em 2009, e em decorrência da crise económica houve retracção acentuada no consumo e também desinvestimento e desaceleração significativa no aumento da capacidade instalada.

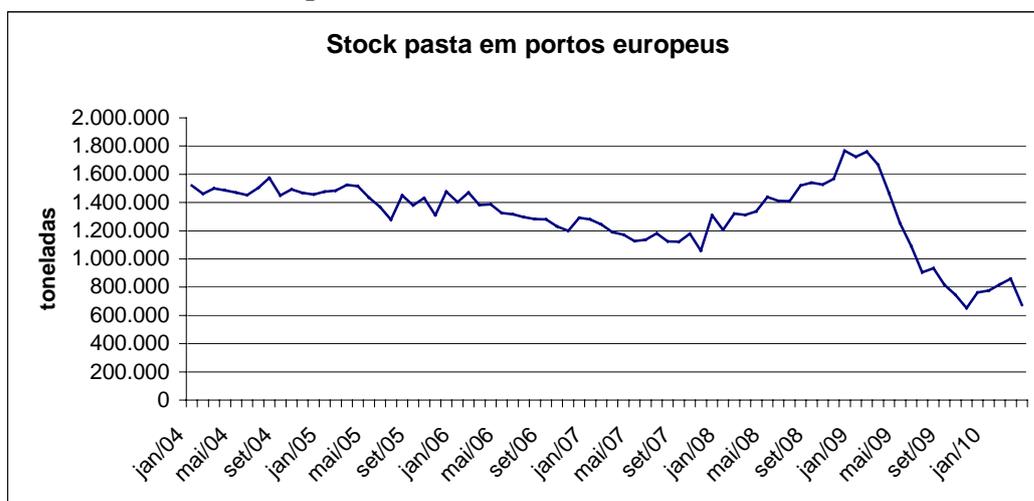
Antes da crise e acompanhando o crescimento global na procura de commodities, essencialmente impulsionada pela procura Chinesa, a pasta kraft branqueada de alta densidade sofreu uma valorização expressiva, violentamente corrigida em finais de 2008. A estabilização da procura associada a uma diminuição da oferta agregada fez o preço desta commodity reagir em alta desde meados de 2009.



Fonte: Bloomberg - FOEXBHKP

A expectativa de crescimento global da economia e a limitada expansão de capacidade até 2013 criaram, a partir do ano passado, uma oportunidade de valorização da pasta num horizonte temporal até essa data. Sem ainda contar com os acontecimentos deste ano, dos quais se destaca o terramoto no Chile, que interrompeu temporariamente a produção de dois players mundiais (CMPC e Arauco), havia já expectativas de se chegar a preços da pasta de eucalipto, em 2013, de 800 dólares por tonelada. A insuficiência de oferta acelerou o processo de valorização, e já em 2009 se ultrapassou esta expectativa, sendo que se pode esperar a médio prazo uma correcção dos preços, uma vez que a reentrada no mercado da capacidade de produção Chilena, pode corrigir o desequilíbrio na oferta agregada.

Os stocks médios de pasta em portos europeus estão actualmente em valores muito baixos, pelo que a tendência mais provável de curto prazo seja a de manutenção de preços em alta. A partir do próximo ano será de esperar um retorno a uma situação de equilíbrio que direcione os preços à estimativa que havia no final do ano passado



Fonte: europulp

Os preços futuros da pasta, considerados para a avaliação da altri, foram estimados tendo em conta a expectativa de médio prazo que já existia em 2009 e simultaneamente a realidade descrita deste ano. As taxas de câmbio futuras alteram naturalmente e de forma significativa a estrutura potencial de ganhos, sendo que os valores considerados não revêem futuramente a taxa de câmbio.

Preço BEKP

Valores por tonelada	2010	2011	2012	2013	2014
Preço BEKP USD	842 ¹	820	800 ²	808 ³	816
Preço BEKP EUR	674	656	640	646	652

¹valor médio do BHKP até ao presente e utilização do valor presente como base para o resto do ano

²Estimativa de preços do ano passado - TerraChoice

³Evolução estimada anual de 1% ao ano a partir de 2013

Estimativa de resultados

Estabeleceu-se um cenário base possivelmente mais provável para a estimativa dos resultados futuros e do valor criado para o accionista. Esse cenário tem em conta as seguintes premissas:

- Os preços da pasta BEKP, seguem a evolução referida anteriormente;
- A estimativa é de um valor de produção de 850 mil toneladas em 2010 e de 900 mil a partir do próximo ano;
- Não se considera insuficiência futura de madeira, no entanto a escassa oferta deverá rever em alta os preços, possivelmente integrando necessidades de importação. O preço médio considerado para o ano de 2010 é de 50 euros/m³, em 2011 de 60 euros/m³, e a partir de de 2012 considera-se um acréscimo residual de 2% ao ano;
- Não se consideraram aumentos na posição vendida em derivados de pasta e de câmbio. Os valores mencionados em outros custos procuram introduzir o justo valor destes instrumentos na DR de acordo com a maturidade dos mesmos;
- O CAPEX previsional para os próximos anos será quase totalmente aplicado em activos biológicos;
- A taxa de câmbio EUR/USD utilizada para anos futuros é de 1,25;
- Considerou-se que os cash-flows criados nos próximos dois anos serão prioritariamente utilizados para pagamentos de dívida a vencer nos próximos dois anos. Parte destes pagamentos será usada na extinção parcial do programa de papel comercial. A redução previsional do rácio Equity/Assets poderá manter em baixa o valor do Kd (actualmente igual a 3,7%).

- O Ke considerado tem em conta uma taxa base sem risco de 4,78%, um beta de 1,36 e um valor médio do risco de mercado de 9,50% ponderado com um PER médio de mercado de 12,5 (1/PER=8,00%) e uma expectativa futura de crescimento médio dos resultados de mercado em 1,5% ao ano.
- A partir do ano 2015 considera-se um acréscimo marginal de 1% ao ano no Cash-flow livre.

A partir deste cenário base testaram-se várias possibilidades, todas elas com implicações negativas na saúde financeira da empresa:

- 1 Queda do preço do BEKP a partir de 2012 (10% em relação ao valor previsto). Nesta possibilidade é considerada também uma revisão em baixa dos valores da madeira consumida;
- 2 Queda do preço do BEKP a partir de 2012 (20% em relação ao valor previsto). Nesta possibilidade é considerada também uma revisão em baixa dos valores da madeira consumida;
- 3 Inversão da tendência de valorização do dólar e aproximação até 2014 da cotação máxima registada (EUR/USD = 1,6). Nesta possibilidade é considerada também uma revisão em baixa dos valores da madeira consumida;
- 4 Agravamento do custo de remuneração da dívida até 5,5%.
- 5 Degradação das condições de mercado e incremento em 2 pp no Ke

Cenário Base

Valores milhares

euros	2010	2011	2012	2013	2014
Proveitos	585900	603530	589261	594794	600328
Custo das vendas	172125	207000	209970	212999	216089
FSE's	135675	137707	140419	142389	144389
Custos com pessoal	35000	35525	36058	36599	37148
Outros custos	18748	4976	0	0	0
EBIDTA	224352	218323	202815	202807	202702
Margem EBIDTA	38,29%	36,17%	34,42%	34,10%	33,77%
Amortizações	50000	50000	50000	50000	50000
EBIT	174352	168322,5	152814,7	152806,8	152701,9
Margem EBIT	29,76%	27,89%	25,93%	25,69%	25,44%
Serviço dívida	32000	32000	26512	21038	21038
Imposto	39147	37489	34733	36236	36207
Lucro líquido	103205	98834	91570	95532	95456
CAPEX	16000	12000	12000	12000	12000
FCF a/ amort. Dívida	137205	136834	129570	133532	133456
FCF equity	0	0	129570	133532	133456

O valor do Equity descontando cash-flows futuros vem igual a 959 milhões de euros, ou seja a avaliação por acção seria para o presente igual a **9,03 euros**.

Outros cenários.

	Cenário base	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4	Cenário 5
EBIDTA médio	210200	193777	161863	166334	210200	210200
Avaliação acção	9,03	7,77	5,14	4,70	8,59	7,23

Naturalmente que todos os cenários descritos são prejudiciais ao desempenho da empresa, sendo que se podem destacar, como riscos financeiros principais, a degradação do preço da pasta e a valorização do euro.

Produção própria de madeira

Um dos pontos críticos do negócio da celulose em Portugal é a disponibilidade e o preço das matérias primas e em particular da madeira. A Altri tem uma empresa dentro do grupo (silvicaima), que administra 82mil hectares (cerca de 65 de eucalipto) e que garante uma produção média de madeira que garanta a autosuficiência de 50% da produção da Altri antes do recente aumento de capacidade instalada na unidade da Celbi.

A eficiência na utilização da madeira para produção de pasta depende do teor de celulose, que varia dependendo da idade de corte e do tipo de madeira usada (madeira queimada pode traduzir-se numa diminuição residual do rendimento). É no entanto razoavelmente seguro considerar um rácio entre 2,65 e 2,8 de m³ de madeira/ton pasta produzida. Admitindo os valores médios de rendimento na fábrica Celbi de 2002 a 2006 (relatório de sustentabilidade da Celbi de 2006), é lícito estimar um consumo médio de 2,7m³ de madeira necessários para produzir uma tonelada de celulose.

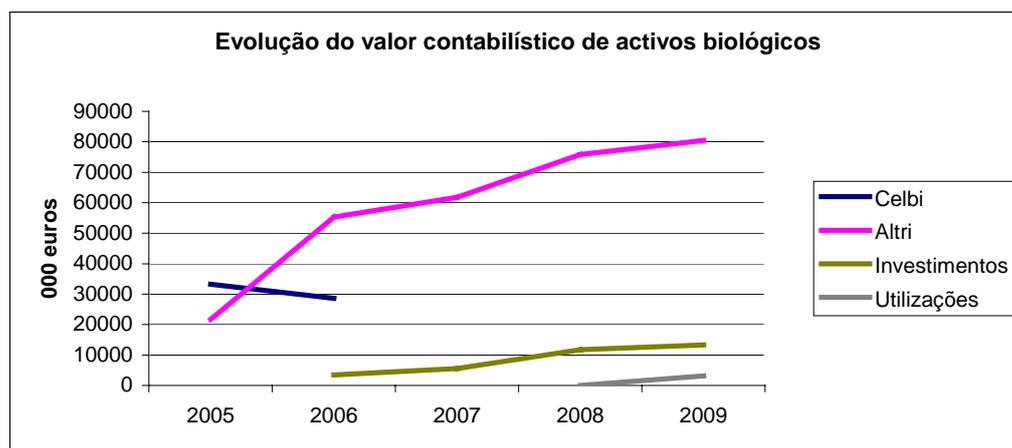
A necessidade de madeira para produção de 900 mil toneladas de celulose deverá, para o consumo referido, rondar os 2400/2500 milhares de m³ de eucalipto por ano. Dados da empresa que sugerem a autosuficiência para a produção de 275mil toneladas (metade da anterior capacidade instalada) ou seja, é de admitir que a capacidade de produção autónoma seja de cerca de 750 milhares de m³. Este valor será possivelmente indicativo e pode não corresponder a uma disponibilidade fixa de madeira de produção própria neste montante a cada ano.

A rigor, este valor estimado de 750mil m³ de madeira de eucalipto refere-se a um valor da actualização do inventário de madeira em pé, por efeito de crescimento e plantação, e não necessariamente a uma quantidade de madeira cortada a cada ano. A empresa pode naturalmente gerir o corte em função de um critério de maturação e de necessidade. Em anos de muitos incêndios, em que a oferta de madeira se torna maior, é natural uma diminuição da utilização de madeira própria, a não ser a afectada pelo fogo. Da mesma forma, em períodos de depressão no preço da pasta (final de 2008 até início de 2009), que induzam a diminuições na produção, criam oportunidades de aumento do património florestal por aquisição de madeira externa a preços mais competitivos. Contrariamente, e em anos de forte procura de pasta e de aumento de preço nas matérias primas, pode a empresa recorrer mais ao seu próprio parque florestal.

Avaliar o património florestal é absolutamente crítico para avaliar uma empresa como a Altri. Particularmente importante é o detalhamento do inventário florestal em termos de idade e de volume de madeira já desenvolvido. Este stock de “madeira viva”, estando mais próxima do tempo de utilização como

matéria prima, cria uma vantagem comparativa tremenda porque dilui os possíveis efeitos de aumento de preço que podem ocorrer por escassez de madeira no mercado, e realiza em capital um património imobilizado. E na perspectiva financeira, essa realização de capital é tanto melhor quanto mais próxima do presente.

Por avaliação dos relatórios de contas, pode apreciar-se o incremento dos activos biológicos que representam a avaliação contabilística do património florestal.



Fonte: R&C do grupo altri

Em 2006 ocorreu a integração, no grupo altri, da floresta pertencente à celbi, e por isso cresce de forma tão significativa o património florestal. Da avaliação dos relatórios, parece poder concluir-se que não tem ocorrido, em anos recentes, uma intensa utilização do património florestal próprio, uma vez que os activos biológicos não têm diminuído por utilização, pelo contrário, este património tem crescido por efeito dos investimentos quer em plantação quer em manutenção da floresta. Há no entanto a possibilidade de se terem utilizado, neste últimos quatro anos, produções florestais muito adultas e com valorização mais baixa por efeito de terem sido plantadas há muito mais tempo.

Numa avaliação da celbi de 2004, quando ainda pertencia ao grupo stora enso, pode encontrar-se uma inventariação detalhada do parque florestal que em 2006 foi integrado ao grupo altri. Importante referir que no processo de cisão posterior com a F.Ramada, a altri deixou de ser proprietária dos terrenos próprios e passou à condição de locatário, mas continuou como dona do património florestal.

Área total	50 039
Área própria, ha	29 463
Área arrendada, ha	20 576
Área eucalipto, ha	
Eucalipto, plantação, ha	41 653
Eucalipto reflorestação, ha	978

Fonte: Stora Enso EMAS - Declaração florestal ambiental - 2004

Na distribuição etária, tínhamos:

Classe	2004		2003		2002	
	ha	%total	ha	%total	ha	%total
< 4 anos	16 743	42,21%	13 150	33,15%	12 406	31,28%
4 a 7,9 anos	9 591	24,18%	9 348	23,57%	8 639	21,78%
8 a 11,9 anos	5 916	14,91%	8 678	21,88%	10 980	27,68%
12 a 15 anos	4 846	12,22%	7 356	18,54%	7 268	18,32%
> 15 anos	2 571	6,48%	3 343	8,43%	2 932	7,39%
Total	39 667	100,00%	41 875	105,57%	42 225	106,45%

Fonte: Stora Enso EMAS - Declaração florestal ambiental - 2004

É interessante verificar uma diminuição expressiva do volume de área plantada e dos povoamentos com mais de oito anos. A explicação possível para esta distribuição terá tido origem na elevada incidência de incêndios florestais ocorrida em 2003/2004. O efeito desta alteração foi uma maior carência de matérias primas de exploração própria em anos subsequentes. A área sob gestão variou pouco pelo que se estima que tenham ocorrido replantações para os 2 600 ha de diminuição na floresta plantada entre 2002 e 2004. A ser assim, ao inventário mais correcto da floresta mais jovem poderá ser adicionada esta área.

De realçar que este inventário se refere apenas ao património florestal da celbi, mas sendo este a maior parte do património da altri e supondo uma distribuição etária similar dos restantes povoamentos do grupo, então é lícito considerar que boa parte (talvez dois terços) das plantações florestais estarão disponíveis para corte nos próximos seis a oito anos. Tal pode significar uma boa capacidade para conter os custos variáveis médios da madeira em níveis interessantes para a empresa, ponderando possíveis variações nos preços pagos aos fornecedores externos.

Admitindo uma idade média de três anos de idade para as plantações desde 2004 (35% do total), de oito anos para as plantações mais jovens em 2004 (45% do total) e de 12 anos para povoamentos mais maduros (20% do total), podemos estimar em sete anos a idade média dos eucaliptos plantados, o que a uma taxa de crescimento de 750mil m³ por ano resulta num património florestal de 5/5,5 milhões de m³ de madeira em pé. A uma valorização de 50 euros/m³ dá um valor de mercado consideravelmente mais alto que os 80 milhões de euros registados em balanço para activos biológicos. Ou de outra forma, o custo variável a introduzir no processo será de 50 euros/m³ para madeira adquirida no mercado, e de 16 euros/m³ se for madeira própria.

Ou seja para um regime de produção ao nível de anos anteriores, deveríamos assistir a um decréscimo em anos próximos dos custos variáveis, mas a expansão da produção obriga a um maior consumo de madeira e consequentemente deve manter o rácio madeira externa/madeira total necessária em alta.

	Património florestal actual (000m3) ¹	Produção própria (000m3) ²	Consumo (000m3)	Corte/utilização (000m3) ³	Compras (000m3)	MC/MU ⁴	Preço médio m3 (euros) ⁵
2009						0,50	33,00
2010	5288	750	2400	975	1425	0,59	36,19
2011	5063	750	2400	975	1425	0,59	36,19
2012	4838	750	2400	975	1425	0,59	36,19
2013	4613	750	2400	975	1425	0,59	36,19
2014	4388	750	2400	975	1425	0,59	36,19
2015	4163	750	2400	975	1425	0,59	36,19
2016	3938	750	2400	347	2053	0,86	45,09
2017	4341	750	2400	328	2072	0,86	45,35
2018	4763	750	2400	362	2038	0,85	44,88

1 Estimativa

2 A partir de informação de empresa - actualmente existe autosuficiência em 50%

3 Considerou-se como idade madura de corte, a idade de 12 anos

3 Rácio Madeira comprada/madeira usada

4 O preço da madeira de produção não incorpora os custos corridos com rendas a proprietários nos contratos de locação de terrenos.

Os dados não assumem uma variação de mercado do preço da madeira sendo que apenas se pretende demonstrar o efeito de custo por efeito de utilização de madeira própria ou de terceiros.

A expectativa é de que o património florestal seja, a médio/longo prazo, claramente insuficiente para efeitos de controle de custos e para a própria garantia de fornecimento de matérias primas. Podemos considerar no entanto que a empresa alargue o período de crescimento dos povoamentos e dessa forma aumente o rácio de madeira comprada/madeira consumida no curto prazo e diminua o mesmo rácio no longo prazo, atenuando variações significativas nos custos fixos, descontando aqui os efeitos de variação de preços de mercado da madeira.

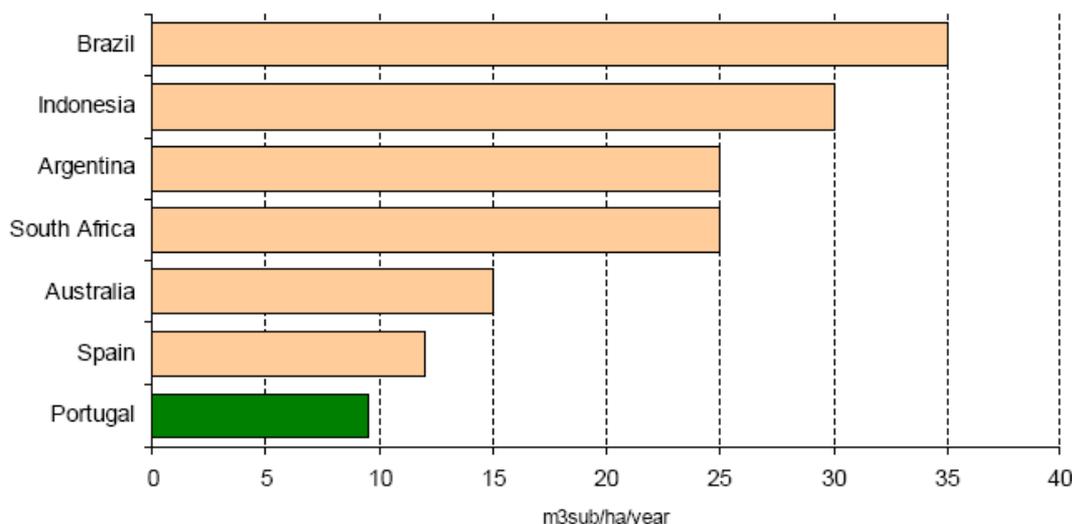
Estimativa da produção anual de madeira de eucalipto

Existiam em 2005 em Portugal 743 mil hectares (dos quais 119 haviam ardido) plantados com eucalipto, dos quais cerca de 200 estavam na esfera de gestão das duas maiores produtoras de pasta - Portucel e Altri. A produtividade média varia muito em função do investimento na manutenção, do tipo de espécie usada e da adequabilidade do terreno.

Espécie	Crescimento médio do volume lenhoso (m ³ /ha/ano)	Tempo até corte	Estimativa de volume de plantação (*000ha)	Principais Países
Híbridos tropicais	15-40	5-15	+/- 3700	Brasil, RSA, Uruguai
Outros eucaliptos tropicais	10-20	5-10	+/- 1550	China, Índia, Tailândia
Eucalipto de clima moderado	5-25	10-15	+/- 1900	Chile, Portugal, Espanha, Argentina, Uruguai

Fonte: Relatório "Florestas e Eucaliptos - Mitos e realidades" Semapa

Boa parte da produção Portuguesa está localizada em áreas adequadas à plantação e com crescimento potencial próximo ou até acima dos 20m³/ha/ano, no entanto, a pulverização da propriedade, a incapacidade financeira na realização de investimentos de manutenção por parte de pequenos produtores e a não realização de muitas replantações após incêndios, baixam a produtividade média do eucaliptal Português e torna-a muito pouco competitiva por comparação a outros Países onde reside importante capacidade industrial de produção de pasta.



Fonte: Relatório "Florestas e Eucaliptos - Mitos e realidades" Semapa

A produção de 2,2/2,5 milhões de toneladas de pasta em Portugal obrigam ao consumo de até 6/7 milhões de m³ de madeira por ano. O valor é muito próximo do valor estimado de produção anual de madeira em Portugal.

área plantada (ha)	Produtividade (m ³ /ha/ano)	Produção estimada (m ³ /ano)	Produtividade potencial (m ³ /ha/ano)	Produção potencial (m ³ /ano)	Necessidades estimadas Pasta (m ³ /ano) ¹
743	9	6687	15	11145	5265 ² 6210

¹ Estimativa a partir de capacidade instalada combinada de 2,2 milhões de pasta (Portucel + Altri)

² Valor antes do aumento de capacidade na altri

As necessidades de materiais lenhosos são também aplicáveis a indústrias de transformação de madeira e de centrais de biomassa, pelo que se torna claro poder haver num futuro próximo um desequilíbrio na oferta de madeira que influenciará uma subida de preços das matérias primas, de forma a que os fornecedores possam sustentadamente preferir como clientes as indústrias de pasta e papel.

Havendo em perspectiva um cenário de carência de produtos lenhosos num futuro próximo, torna-se necessário e conveniente sobreestimar os custos futuros com aquisição de matérias primas. Poderá haver recurso a importação, mas o custo será ainda maior.

De qualquer forma, uma das opções estratégicas da altri deverá passar pelo aprofundamento das relações com produtores florestais de forma a aumentar a área certificada e com maior produtividade, transferindo tecnologia que permita incrementar ganhos de produtividade de fornecedores e estabilizar a oferta de matéria prima em níveis que sustentem a rentabilidade do seu próprio negócio.

A análise reflecte opinião do seu autor e não constitui uma recomendação de negociação do activo em questão.

O analista detem, à data da análise, acções da empresa avaliada.

A opinião ou recomendação expressa relativa a investimentos pode não ser apropriada a determinados investidores devido às suas condições financeiras, risco ou objectivo de investimentos. Os investidores devem ter a consciência que a rentabilidade esperada pela opinião ou recomendação pode ser incerta dado que se trata de um activo financeiro sujeito aos mais variados riscos, e que podem resultar na perda de capital recebendo menos do que o investido inicialmente.

Negociar acções ou instrumentos financeiros envolve riscos sistémicos e específicos pelo que só deve investir o capital que tenha possibilidade de perder ou ficar imobilizado sem afectar a sua condição financeira.

O analista encoraja fortemente a procura por serviços de consultoria privada e a não tomar qualquer decisão baseada na opinião/recomendação emitida sem antes consultar a sua entidade financeira, seja através do seu consultor ou corretor, ou mesmo efectuar a sua própria investigação independente.

Resultados passados não são garantia de resultados futuros. Todo o investimento acarreta riscos, pelo que a decisão do investidor é da sua total responsabilidade. Não existe qualquer garantia de que sistemas, indicadores ou outro qualquer método de trading apresentem resultados positivos.

É aconselhável aos investidores compreenderem detalhadamente todos os riscos associados ao investimento que pretendem realizar, sendo que não devem investir sem ter o conhecimento do pior cenário bem como da sua probabilidade de ocorrência.