

VISÃO – Comprar
Price Target: EUR 7,94

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	5,66
Máx de 52 semanas	8,95
Mín de 52 semanas	5,51
YTD (%)	-36,03
Volume médio diário (mil)	695.937
Capitalização bolsista (mn)	850
Beta	0,76
Dividendo	0,27
EPS	0,48

Nota: Valores de fecho de 05/12/2016;

Fonte: Bloomberg

Opinião do consenso (últimos 6 meses)	
COMPRAR	10
MANTER	4
VENDER	0

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	727
EBITDA (mn)	134
Nº de empregados	10.908
ROA (%)	5,62
ROE (%)	29,79
D/E	0,23
Dividend Yield (%)	8,30

Fonte: Bloomberg;

Nota: Valores anuais de 2015

Evolução Gráfica – Preço de fecho

Fonte: Bloomberg

Shareholder	%
Gestmin	9,9%
Standard Life Investments (Hc)	6,7%
Allianz Global Investors Gmbh	5,0%
BNP Paribas Investment Partr	5,0%
Artemis Investment	5,0%
Norges Bank	5,0%
Vanguard Group	5,0%
Restantes acionistas	58,5%

Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
29-04-2015	Acumular	11,01

Analista:

 João Lampreia
 joao.lampreia@big.pt

Research:

 João Lampreia
 Ana Mendonça
 Diana Oliveira
 Bernardo Câncio
 research@big.pt

CTT – Dividend play com aposta no sector financeiro

 (Visão Comprar, com um *price-target* de EUR 7,94)

Sumário

Reiniciamos a cobertura de CTT com um **preço-alvo de EUR 7,94**, com recomendação de **compra**.

Os resultados dos primeiros nove meses do ano demonstraram um **declínio nas receitas**, transversal a todos os segmentos de negócio, o que em conjunto com uma menor redução de gastos operacionais levou a um recuo de 13% no EBITDA recorrente. O resultado líquido recuou 19%, no entanto, o Conselho de Administração **reiterou a política de dividendos**, pretendendo entregar um dividendo de EUR 0,48 por acção face ao exercício de 2016.

O ano **2016 está a ser um ano desafiante para os CTT**, e tem-se reflectido no preço da acção em bolsa, que regista uma perda desde o início do ano de 36%. Consideramos este movimento extremado e que poderá reflectir o receio dos investidores quanto i) à evolução do Banco CTT, ii) ao declínio do sector postal (com um peso cada vez menor do Estado) e iii) a um crescimento futuro mais fraco do que o esperado no segmento de Expresso e Encomendas.

Estes riscos poderão efectivamente penalizar o sentimento/volatilidade do título se se materializarem, não obstante, acreditamos que a **empresa tem a sua estratégia bem delineada** para os diferentes segmentos de negócio.

Para o **segmento de Correio**, e considerando que o Grupo pretende preservar o valor do negócio, assumimos um crescimento negativo das receitas (CAGR 5 anos) na ordem dos 2%, não obstante, a margem EBITDA manter-se-á relativamente estável (atendendo ao esforço da empresa em compensar a quebra de volume via aumentou de preço ou corte de custos operacionais).

No **segmento de Expresso e Encomendas**, estamos confiantes que os CTT vão conseguir capturar a tendência de crescimento e que a reestruturação em Espanha irá começar a ‘trazer frutos’, reflectindo-se numa evolução positiva das receitas (CAGR 5Y de 5%) e melhorias ao nível da margem EBITDA.

O **Banco CTT veio complementar a oferta já disponibilizada na área de Serviços Financeiros** exponenciando a expansão deste segmento através de um aumento do portefólio de produtos financeiros e novas soluções/serviços, apostando na diversificação e inovação. Para este negócio (Serviços Financeiros e Banco CTT) prevemos uma taxa de crescimento anual composta das receitas a cinco anos de 18%, no entanto a margem EBITDA deverá reduzir substancialmente para cerca de 40% (vs. 51% em 2015).

A sua elevada robustez financeira, com uma excelente capacidade de geração de *cash flow* operacional permite ao Grupo reiterar o compromisso de uma **política de dividendos assente num crescimento estável e sustentado**. Acreditamos que este perfil de *dividend play* deverá permanecer e representa um importante *trigger* para o título.

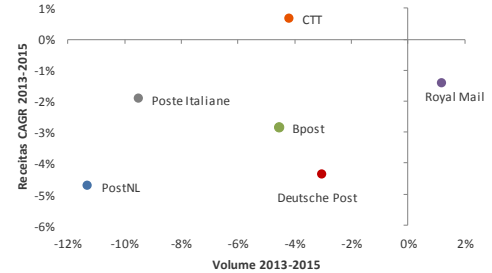
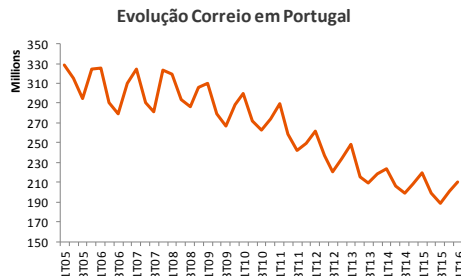
Análise Sectorial

Sector Postal

Volume de correio tem vindo a diminuir ao longo dos últimos anos em Portugal, tendência que se deverá manter

No segmento de correio, o **volume tem vindo a diminuir ao longo dos anos**, fruto da penetração das novas tecnologias e de uma economia mais frágil obrigando os operadores a diversificar o seu negócio. No caso particular dos CTT, **esta quebra no tráfego de correio tem sido compensada via pricing**.

Relativamente aos três tipos de correio mais comuns, a queda é mais visível no correio editorial e publicitário, uma vez que estão mais expostos à nova era digital e às novas tecnologias. O correio transaccional apresenta perdas menos expressivas.



Fonte: Anacom; Site das empresas; Research BiG

Para manter o foco na preservação deste segmento de negócio, os **CTT pretendem executar novas iniciativas no espaço físico-digital** e no desenvolvimento de **segmentos especializados**. O mercado publicitário será uma aposta para o Grupo com a revitalização estratégica da linha de oferta de correio publicitário/*marketing* directo.

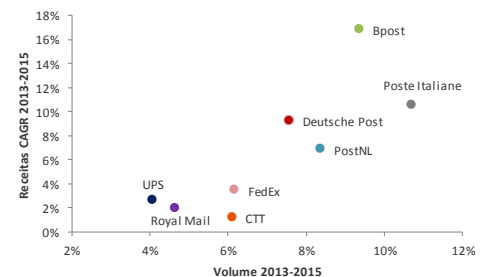
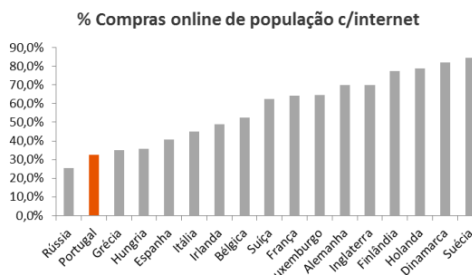
Recentemente, o Conselho de Ministros propôs ao parlamento a criação de uma morada única digital que permite aos cidadãos, empresas e entidades receberem notificações administrativas e fiscais electronicamente. Esta decisão do Governo terá, inevitavelmente, efeito no negócio dos CTT no entanto, o impacto desta medida só deverá estar reflectido a partir de 2018 e irá depender da capacidade do Grupo em reduzir custos operacionais ou aumentar preço.

Os CTT têm vindo a colmatar a quebra de volume via pricing

Para 2020, e considerando alguma informação disponibilizada no Capital Markets Day dos CTT (Novembro de 2015), **pre vemos um contínuo declínio de volume de correio** (a proporção estará dependente da evolução da economia nacional), ainda que este **efeito seja mitigado via pricing**, levando a uma ligeira quebra nas receitas (CAGR 5 anos de -2%), sem grande impacto ao nível da margem EBITDA (com uma maior contenção de custos).

Sector Expresso e Encomendas

Na área de **Expresso e Encomendas**, e ao contrário do observado no negócio de correio, esta encontra-se numa **fase de crescimento**, quer ao nível de volumes como de receitas (considerando os *peers* analisados). Neste segmento, os **CTT têm exposição em Portugal** (maioritariamente), **Espanha** e Moçambique (menos expressivo), países que têm um elevado potencial de crescimento considerando a reduzida percentagem de população (face aos restantes países em análise) que faz compras *online*.



Fonte: Ecommerce-europe; Site das empresas; Research BiG

Analista:
João Lampreia
Diana Oliveira
joao.lampreia@big.pt

Research:
João Lampreia
Ana Mendonça
Bernardo Câncio
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Sallenta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Segmento em crescimento em Portugal e Espanha. Aposta deverá incidir no segmento B2C e no potencial do e-commerce

Sector com maior potencial de crescimento no Grupo, exponenciado via Banco CTT

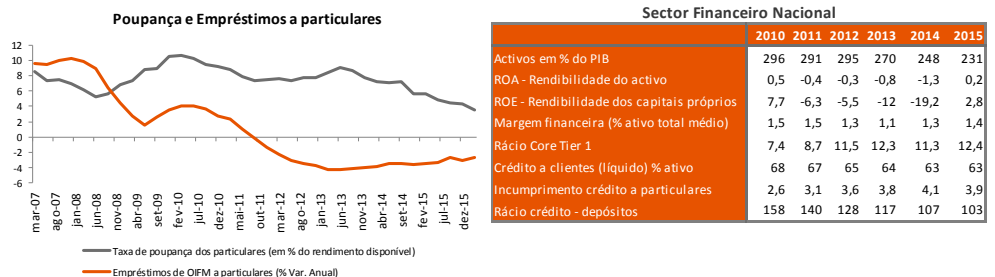
Um dos principais **objectivos do Grupo** para esta área é **capturar o crescimento**, via *e-commerce* que apresenta um elevado potencial nos países onde está presente – em Portugal já se observa uma evolução bastante positiva no negócio de encomendas nos últimos anos. Para **melhor capturar esta tendência**, os CTT pretendem fazer entre outras medidas, (i) um *upgrade* da oferta através de soluções inovadoras; (ii) desenvolvimento de iniciativas específicas e (iii) integração de redes (Correio e Expresso).

A **área de Expresso e Encomendas incide assim em dois segmentos: B2C** (empresa para consumidor) impulsionado pelo *e-commerce* e **B2B** (empresa para empresa) que beneficia da actividade económica interna. As perspectivas de crescimento apresentam-se muito mais elevadas no segmento B2C (duplo dígito) ainda assim o segmento de B2B representa uma maior fatia das receitas. Em Outubro foi iniciada a Oferta Modular de Encomendas destinada ao segmento B2C e que irá permitir acelerar a recuperação e angariação de novos clientes. Posto isto, e **considerando os mercados onde a empresa está presente**, prevemos até 2020 um **crescimento CAGR 5Y das receitas de 5%**, com melhorias ao nível das margens EBITDA (beneficiando dos efeitos da reestruturação ocorrida em Espanha).

Sector Serviços Financeiros

Os investidores permanecem ainda receosos quanto ao sistema bancário nacional, devido a algumas fragilidades de instituições de crédito (rentabilidade, qualidade de activos e rácios de capital) e por algumas medidas de resolução aplicadas. Em Portugal, no último ano **observou-se uma quebra de poupança** e um **ligeiro incremento nos empréstimos a particulares**. Ao nível da evolução do sector financeiro português, em 2015 já se observaram melhorias na rentabilidade dos bancos nacionais.

Este segmento é a **alavanca de crescimento do Grupo**, com o Banco CTT a completar a oferta de negócio de serviços financeiros. A expansão desta área será feita (i) via aumento do portefólio de produtos financeiros, (ii) pelo Banco CTT usando rede de lojas e (iii) através de novas soluções/serviços fora do âmbito bancário, apostando na diversificação.



Fonte: Banco de Portugal; Research BiG

No **primeiro ano do Banco CTT um dos principais objectivos está a ser a captação de clientes** através da abertura de contas. Numa segunda fase será **disponibilizado crédito** ao consumo e à habitação. Em Setembro já foi feito o lançamento de alguns produtos de crédito (pessoal, automóvel e cartão de crédito) e serão os primeiros catalisadores da monetização de valor da carteira de clientes. A parceria com a Cetelem é importante pelo *know-how* resultante e pela vasta base de dados, sendo que o risco de crédito e gestão fica do lado da Cetelem, não entrando, no balanço do Banco CTT. O próximo lançamento no segmento de crédito será no início de 2017 com a oferta de crédito à habitação.

Os primeiros meses do Banco permitiram concluir que a aposta deverá ser nos canais digitais (apostando na inovação, como revela o perfil dos seus actuais/potenciais clientes) em detrimento de lojas físicas, o que permitiu reduzir o investimento previsto para 2017 em EUR 10mn.

As nossas projecções para a área de Serviços Financeiros incorporam já o Banco CTT, sendo que até 2020 prevemos uma **taxa de crescimento anual composta das receitas a cinco anos de 18%** (com o Banco CTT a representar o maior peso). Em termos de **margem EBITDA acreditamos que a redução será substancial** (51% vs. 41% em 2020). No caso

O Banco CTT deverá atingir o break-even em 2018

Analista:
João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

particular do Banco CTT, as receitas em 2020 deverão ser maioritariamente provenientes dos produtos do banco (vs. 26% de parcerias), e os custos dos fornecimentos e serviços externos deverão ter maior preponderância (vs. staff). Acreditamos que o **break-even do banco**, ao nível do resultado operacional, **deverá ocorrer em 2018**.

▲ Resultados 9 Meses de 2016

	Consolidado			Excluindo Banco CTT		
	9M2016	9M2015	Δ	9M2016	9M2015	Δ
Rendimentos Operacionais	517,1	538,1	-3,9%	516,6	538,1	-4,0%
Gastos Operacionais	426,1	433,3	-1,6%	411,5	430,5	-4,4%
EBITDA recorrente	91,0	104,8	-13,2%	105,1	107,6	-2,3%
Amortizações, depreciações, provisões e imparidades	19,5	17,3	12,8%	18,4	17,2	7,0%
EBIT	71,4	87,5	-18,3%	86,7	90,4	-4,1%
Rendimentos financeiros líquidos	-4,2	-3,9	-6,8%	-4,2	-4,0	-6,6%
Ganhos/Perdas em associadas	0,2	0,3	n.d.	0,2	0,03	n.d.
Resultado antes de imposto e int. não controlados	67,5	83,6	-19,3%	82,7	86,4	-4,3%
Imposto sobre rendimento	19,0	23,8	-20,0%	23,5	24,6	-4,5%
Prejuízos/Lucos atribuíveis a interesses não controlados	-0,24	0,01	n.d.	-0,24	0,01	n.d.
Resultado líquido atribuível a detentores de capital dos CTT	48,7	59,8	-18,6%	59,4	61,8	-3,9%

Fonte: CTT; Research BiG

EBITDA recorrente penalizado por quebra de receitas e menos corte de custos operacionais

Os **rendimentos operacionais registaram uma quebra de 3,9%** penalizados pela i) redução do tráfego de correio registado, ii) efeito extraordinário da colocação de títulos de dívida pública em 2015 e iii) à saída de grandes clientes na área de Expresso e Encomendas. A área de Correio continua a representar a maioria dos rendimentos recorrentes (77%). O **EBITDA recorrente recuou 13%, com a margem a alcançar os 17,6%**, resultado de um decréscimo dos rendimentos (-3,9%) e de uma menor redução dos gastos operacionais (-1,6%). Se excluirmos o Banco CTT a queda no EBITDA foi de apenas 2% com os Correios a representarem 70% do total, os Serviços Financeiros 27% e a área de Expresso e Encomendas apenas 3%.

Relativamente ao **Banco CTT**, nos primeiros nove meses do ano, foram **abertas mais de 45 mil contas, somando EUR 180mn em recursos**. Os rendimentos operacionais da área totalizaram os EUR 0,3mn, com um grande foco na captação de clientes (que tem sido superior ao esperado). Ao nível dos gastos, o maior peso resulta dos fornecimentos e serviços externos, nomeadamente nos sistemas de informação e nos gastos com pessoal.

Não obstante os gastos com o lançamento do Banco CTT e os dividendos pagos, a situação financeira permanece com **elevada solidez e liquidez**, com uma posição de caixa ajustada de EUR 227,5mn, ainda que represente uma quebra homóloga de 19%. Como já anteriormente referido, o Banco CTT terá um impacto negativo nos primeiros anos de actividade, no entanto, a elevada liquidez de balanço permitiu aos CTT reiterar a sua política de dividendos, com o Conselho de Administração a indicar confiança no pagamento de um **dividendo de EUR 0,48 por acção** relativo ao exercício de 2016.

Para o remanescente do ano, **os CTT prevêm que o volume de correio endereçado recue cerca de 3%** (vs. -3% a -5% esperados pelo grupo) e que as iniciativas adoptadas nas áreas de Expresso & Encomendas e Serviços Financeiros comecem já a reflectir nos resultados, ainda que o impacto seja relativamente limitado em 2016. O terceiro trimestre do ano mostrou-se resiliente, representando uma forte base para o segundo semestre de 2016, com as medidas de eficiência adoptadas a permitirem uma redução de custos operacionais, que compensa, em parte, o declínio das receitas e os custos do Banco CTT. No caso específico do Banco CTT, a **estratégia de produto encontra-se já delineada** e assenta i) numa aposta no ramo de seguros dando suporte ao negócio de crédito, ii) numa aplicação de um preço de depósitos alinhado com o mercado, iii) procura de alternativas para aplicar os depósitos existentes no Banco CTT (por exemplo uma potencial aquisição de portfólio de gestão de activos) e iv) aumento do *cross-selling*.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Sallenta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E2016E	P/E2017E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROE	ROA	Div. Liq. / Activos	Passivo/ Activo	EBITDA Margin	Receitas SY Growth	EV/EBITDA	EV/Vendas
PostNL	9,57	10,74	n.d.	35,63	n.d.	n.d.	14,79	-0,02	1,10	11,69	-4,61	5,3	0,6
Poste Italiane	11,72	10,56	0,79	-17,46	5,28	6,11	0,33	-0,46	0,95	4,73	7,32	26,6	1,5
Singapore Post	21,94	19,09	2,69	-10,37	4,42	18,86	9,24	0,06	0,35	23,22	18,30	12,6	2,9
Bpost	13,29	13,04	4,76	-5,53	6,04	39,58	15,51	-0,26	0,67	25,82	n.d.	5,9	1,5
Royal Mail	11,61	11,35	0,88	3,54	4,33	4,70	2,82	0,03	0,41	4,64	n.d.	11,6	0,5
CTT	12,08	12,31	3,77	-36,03	8,30	29,79	5,62	-0,24	0,78	17,99	n.d.	5,8	1,1
Deutsche Post	13,71	13,22	4,25	12,79	2,90	26,88	6,80	0,03	0,70	8,21	n.d.	8,5	0,7
média	13,42	12,90	2,86	-2,49	5,21	20,99	7,87	-0,12	0,71	13,76	7,00	10,92	1,27
média exc. CTT	13,64	13,00	2,67	3,10	4,59	19,22	8,25	-0,10	0,70	13,05	7,00	11,76	1,30

Fonte: Bloomberg; CTT; Research BiG

Para realizar uma análise de múltiplos de preço da empresa, optámos por comparar a mesma com *players* do sector de postal e expresso e encomendas, na medida que o sector financeiro ainda não representa um elevado peso nos CTT.

Elevada dividend yield e margem operacional distinguem os CTT dos seus players sectoriais

Em termos fundamentais o título negocia sensivelmente em linha nas principais métricas de preço, com PER 2016 de 12,08x (vs. 13,64x do sector). A empresa destaca-se dos principais comparáveis através do seu elevado dividendo, das elevadas margens (apenas conseguidas devido ao segmento de Serviços Financeiros) e da reduzida dívida (note-se que a dívida líquida dos CTT é negativa devido ao elevado montante em *cash*).

Considerando a média histórica (desde que a empresa é cotada em bolsa) o título negocia a desconto na métrica do PER (15,88x da média histórica), o que confirma a atractividade do mesmo, sendo expectável que a valorização possa ocorrer não só via crescimento dos lucros bem como pela expansão do múltiplo.

Alguns dos riscos já abordados anteriormente têm penalizado o comportamento do título em bolsa, desvalorizando cerca de 36%, que compara desfavoravelmente face à média dos seus principais comparáveis, que seguem com uma valorização de 3%, e face ao índice nacional PSI-20 (-17%).

Avaliação

A avaliação dos CTT encontra-se muito dependente da evolução dos seus segmentos de negócio, e dos pressupostos assumidos para o cálculo do custo médio ponderado do capital (nomeadamente em termos de *yields* e prémio de risco).

Análise de Sensibilidade

		Crescimento em Perpetuidade				
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
WACC	8,98%	8,11	8,42	8,78	9,18	9,63
	9,48%	7,75	8,02	8,33	8,68	9,07
	9,98%	7,42	7,67	7,94	8,24	8,58
	10,48%	7,14	7,35	7,59	7,86	8,16
	10,98%	6,87	7,07	7,28	7,52	7,78

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Cenário base

Método Perpetual Growth (000's)	
Terminal Free Cash Flow	100.597
WACC	10,0%
Taxa crescimento perpetuidade	1,0%
Perpetuity Value	1.131.544
Present Value of Terminal Value	708.048
(+) Present Value of Free Cash Flows	265.446
(=) Enterprise Value corrente	973.495
(-) Dívida líquida	-217.603
(-) Interesses Minoritários	175
(=) Equity Value	1.190.922
# Acções	150.000
Preço Actual (EUR)	5,66
Valor por Acção estimado (EUR)	7,94
Upside/ Downside estimado	40,2%

Fonte: Bloomberg/CTT/ Research BiG

Nota: Síntese de Projecções e Informação adicional disponibilizada em anexos

WACC	
Rd (antes de imposto)	3,6%
Re	10,0%
Tx de Imposto	30%
Dívida (EUR mn)	10
Equity (EUR mn)	1.096
V (EUR mn)	1.106
WACC	9,98%

Outros Inputs	
Perpetual Growth Rate	1,0%
Pagamento FS (EUR mn)	365
Interesses Minoritários (EUR mn)	0,18
Títulos Negociáveis e Depósitos (EUR mn)	593
Mercado de Referência	PSI-20
# Acções (Milhões)	150

Price Target Final de EUR 7,94 por acção, com um upside de 40%

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cância
research@big.pt

Nas estimativas realizadas para os diferentes segmentos de negócio, destacamos para o Correio a importância da evolução do volume (atendendo ainda à diminuição do peso do Estado) e a capacidade da empresa em compensar via *pricing* e corte de custos. Para o segmento de Expresso e Encomendas, o crescimento do segmento *e-commerce* revela-se crucial, bem como as operações em Espanha (impacto da reestruturação no modelo de negócio e possibilidade de crescimento via não orgânico). Para os Serviços Financeiros, o aspecto mais importante será a evolução do Banco CTT, nomeadamente ao nível de

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

receitas (tentando investir depósitos de forma rentável) e a capacidade de contenção de custos.

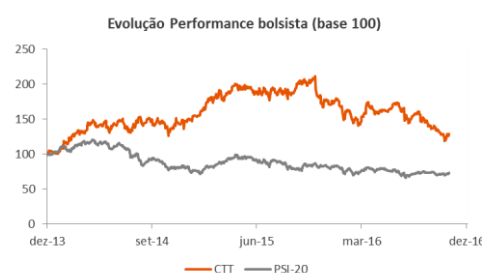
Utilizou-se o modelo de crescimento em perpetuidade, tendo alcançado um preço alvo de **EUR 7,94 por acção que representa um upside de 40%** face à actual cotação. Neste racional de investimento, acreditamos que i) o Grupo deverá manter a liderança no segmento de correio, conseguindo preservar valor; ii) deverá beneficiar do modelo *Business & Consumer* (B&C) e do crescimento do *e-commerce*; iii) evolução do Banco CTT sensivelmente em linha com os targets indicados no Capital Markets Day (Novembro de 2015); e iv) perspectivas de um crescimento sustentado do dividendo nos próximos anos (perfil de *dividend play*) assente numa geração de fluxos de caixa estáveis e balanço sólido.

Não obstante, relembramos que o declínio maior do que o esperado do volume de correio transaccionado, a reestruturação ainda a decorrer na área de Expresso e Encomendas (em Espanha) e o recente Banco CTT são alguns dos riscos que poderão afectar a performance do título e penalizar o sentimento/volatilidade do mesmo.

Anexos

(EUR 000)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR 5Y
Rendimentos Operacionais	750.091	761.293	729.550	735.267	742.009	762.632	782.282	1,41%
Correio	546.179	554.637	533.892	522.458	511.325	500.485	489.931	-2,13%
Expresso e Encomendas	129.013	131.256	123.026	126.307	132.279	140.036	149.187	4,94%
Serviços Financeiros	74.900	75.400	72.233	65.503	48.405	48.110	48.163	18,49%
Banco CTT	-	-	400	21.000	50.000	74.000	95.000	
Gastos Operacionais	554.458	626.744	608.260	610.454	611.822	618.131	622.207	
Correio	395.197	451.649	434.556	425.253	415.122	407.370	398.809	
Expresso e Encomendas	123.195	130.477	120.088	120.824	124.690	129.640	135.322	
Serviços Financeiros	36.066	37.117	32.746	31.382	22.557	22.406	22.433	
Banco CTT	-	7.500	20.870	32.994	49.452	58.715	65.643	
EBITDA	195.634	134.550	121.290	124.813	130.187	144.501	160.074	5,71%
Margem (%)	26,1%	17,7%	16,6%	17,0%	17,5%	18,9%	20,5%	
Variação (%)		-31%	-10%	3%	4%	11%	11%	
Amortizações e depreciações	21.562	23.740	24.310	27.149	27.761	30.032	32.071	
EBIT	172.056	110.337	96.980	97.664	102.426	114.469	128.003	5,71%
Resultados Financeiros	- 7.473	- 5.376	- 4.662	- 4.726	- 4.554	- 4.515	- 4.427	
Empresas associadas	54	54	-	-	-	-	-	
EBT	164.637	105.015	92.318	92.939	97.872	109.955	123.576	6,01%
Impostos	31.897	32.865	27.881	28.069	29.558	33.208	37.322	
Taxa (%)	19%	31%	30%	30%	30%	30%	30%	
Resultado Líquido antes interesses	132.740	72.150	64.437	64.870	68.313	76.747	86.255	6,01%
Interesses Minoritários	- 327	5	-	-	-	-	-	
Resultado Líquido	133.067	72.145	64.437	64.870	68.313	76.747	86.255	6,01%
Variação (%)		-46%	-11%	1%	5%	12%	12%	
Número acções	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	150.000	
EPS	0,47	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52	
(+) Amortizações e depreciações	21.562	23.740	24.310	27.149	27.761	30.032	32.071	
(-) Capex	16.596	32.331	34.546	28.546	27.046	24.546	22.046	
(-) Change in Net Working Capital	-111.278	56.110	47.900	- 5.034	- 2.059	- 4.582	- 1.226	
FCF	254.965	11.105	9.555	71.805	74.266	89.966	100.597	
PV of FCF			9.491	64.849	60.985	67.175	62.947	

Fonte: Research BIG; Bloomberg; CTT



Fonte Gráficos: Research BIG; Bloomberg

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cântico
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
 - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
 A tipologia de investimento supra mencionada mostra-se meramente indicativa e não, globalmente, estrita.
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BiG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	2	28,6%
Manter/Neutral	4	57,1%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Sob Revisão	1	14,3%
Total	7	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	2	25,0%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	1	12,5%
Total	8	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	57,1%
Stop Loss	3	42,9%
Em Vigor	0	0,0%
Total	7	100,0%

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.