

Correios de Portugal – Posicionamento único despoleta oportunidades (Início de cobertura do título, com recomendação de Acumular e *price target* de EUR 11,01)

João Lampreia

joao.lampreia@bancobig.pt

VISÃO – Acumular

Price Target: EUR 11,01

Preço e Performance

Preço	10,21
Máx de 52 semanas	10,64
Mín de 52 semanas	6,37
YTD (%)	27,35
Volume médio diário (mn)	648.504
Capitalização bolsista (mn)	1.532
Beta	0,62
Dividendo	0,4
EPS	0,52

Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	7
MANTER	6
VENDER	2

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista (top holders)	
Standard Life Investments	6,67%
Allianz	5,04%
Artemis Investment Management	4,62%
Kames Capital	3,43%
Franklin Resources	3,09%
Unicredit	2,81%
BNP Paribas	2,31%

1 – Sumário

No período recente, os CTT têm vindo a **melhorar os seus indicadores operacionais**, em particular ao nível do EBITDA e da respectiva margem, justificado pelas **iniciativas de preço**, capacidade de **ajustar a sua estrutura de custos** (em curso o Programa de Transformação) e pelo **alargamento da gama de produtos**, nomeadamente no desenvolvimento do segmento de Serviços Financeiros.

O ano findo não foi excepção, o resultado líquido ascendeu a EUR 72,5 mn, um crescimento de 15% face ao período homólogo, sendo de realçar o **crescimento de 1,8% dos rendimentos operacionais**, invertendo a tendência decrescente que se vinha a verificar nos últimos cinco anos. Devido à **sólida geração de free cash-flow**, os CTT têm vindo a distribuir, nos últimos anos, mais de 90% dos seus resultados líquidos - este ano irá ser pago um **dividendo bruto por acção de EUR 0,465**.

A **ampla rede de retalho e significativamente dispersa em todo o território português** pode constituir uma **vantagem competitiva** na obtenção de economias de escala e um *driver* de crescimento em todos os segmentos, nomeadamente ao nível de distribuição de produtos financeiros.

2- Resultados 2014

A **liberalização do sector postal** em 2012 levou a que os CTT actuassem em mercado concorrencial, aumentando a necessidade de otimizar as suas áreas de negócio. Para além deste factor, **o sector postal é ainda influenciado pelo rápido crescimento do comércio electrónico**, por **novas formas de comunicação** e pela **privatização das empresas** que actuam no sector.

Não obstante as actuais tendências, e apesar do desafiante ambiente macroeconómico em Espanha e em Portugal, os **CTT têm conseguido definir com sucesso a sua estratégia** e que resulta numa evolução positiva dos resultados operacionais.

Resultados Consolidados Recorrentes (EUR mn)			
	2013	2014	Δ
Rendimentos Operacionais	704,8	717,8	1,8%
Vendas e serviços prestados	690,1	703,3	1,9%
Outros rendimentos operacionais	14,8	14,5	-1,9%
Gastos Operacionais	581,9	582,7	0,1%
EBITDA	122,9	135,1	9,9%
Amortizações, depreciações, provisões imparidades	26,8	23,6	-12,1%
EBIT	96,1	111,5	16,0%
Rendimentos Financeiros Líquidos	-4	-7,5	-86,7%
Ganhos/perdas em associadas	0,02	0,1	161,2%
Resultado antes de Imposto	92,1	104,1	13,0%
Imposto sobre o Rendimento	28,8	31,9	10,6%
Prejuízos/lucros atribuíveis a interesses não controlados	0,1	-0,3	-467,1%
Resultado Líquido	63,2	72,5	14,7%

Fonte: CTT - Resultados Consolidados (2014).

Nota: A análise aos resultados será feita tendo em consideração os valores recorrentes. O resultado líquido não recorrente (reportado) ascendeu a EUR 77,2 mn.

Rendimentos e Gastos Operacionais

Os **rendimentos operacionais** registaram um **crescimento de 1,8% para EUR 717,8mn**, invertendo a tendência decrescente que se tem vindo a observar desde 2009 - que reflecte não só o aumento de rendimentos da área de Serviços Financeiros, bem como o aumento do preço dos serviços de correio que permite mitigar o impacto da queda de volumes.

A evolução dos gastos operacionais (+0,1% para EUR 582,7mn) decorreu em grande parte da **implementação do Programa de Transformação**. A **redução observada na rubrica despesa Fornecimentos e Serviços Externos (-1,0%)**, foi conseguida pelo equilíbrio entre os acréscimos dos negócios de Serviços Financeiros e Expresso & Encomendas e as reduções através da racionalização das operações, rede de lojas, gastos de *outsourcing* de IT e restantes iniciativas do Programa de Transformação.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

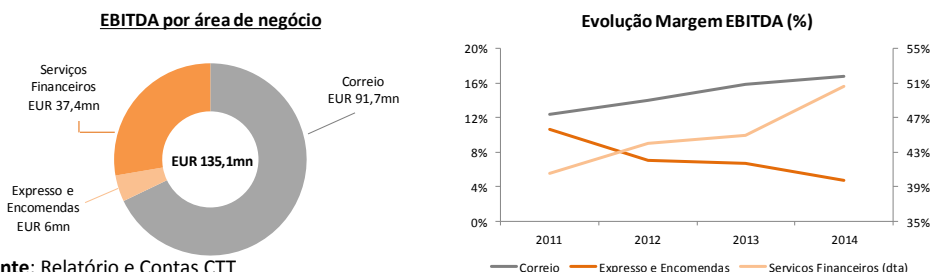
Ana Mendonça

Diana Oliveira

Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.

EBITDA O EBITDA recorrente registou um crescimento de 9,9% para EUR 135,1mn, suportado pelo negócio de Correio (+5,5%) e de Serviços Financeiros (+36,4%). A margem EBITDA dos CTT atingiu os 18,8% (vs. 17,4% em 2013), com o segmento de Correios a registar uma margem EBITDA de 16,8% (vs. 15,9% anterior) como resultado da redução de gastos e o segmento de Expresso e Encomendas a apresentar uma quebra da margem EBITDA para 4,7%, penalizada pela redução dos preços médios e um acréscimo de gastos.



Fonte: Relatório e Contas CTT

Resultado Líquido O EBIT recorrente registou um incremento de 16% face ao período homólogo para EUR 111,5mn, com a margem EBIT a situar-se em 15,5%, como resultado de uma gestão mais activa das cobranças e do ciclo económico de recuperação. O resultado líquido consolidado aumentou 14,7% ascendendo a EUR 72,5mn, traduzindo-se numa margem líquida sobre rendimentos operacionais de 9,90%.

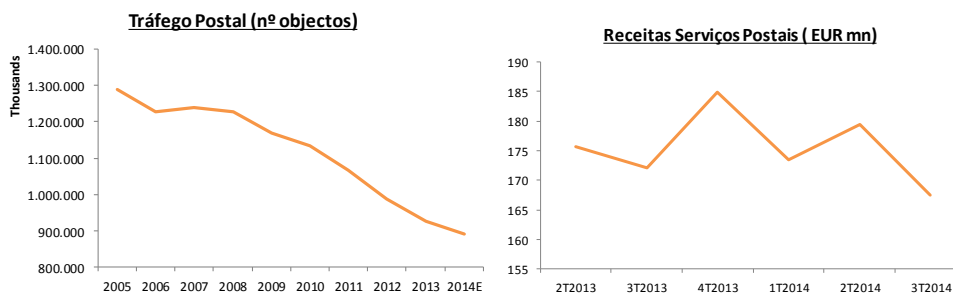
A situação financeira mantém elevada solidez e crescente nível de liquidez. O indicador de **free cash flow operacional** aumentou face ao período homólogo e somou EUR 106,4mn. Apesar do aumento de EUR 54,9mn, a dívida líquida ainda se mantém negativa em EUR 74,9mn. O investimento totalizou os EUR 16,6mn, um crescimento de 27,7% aplicado em sistemas informáticos, renovação e conservação de edifícios, reforço das infra-estruturas produtivas e renovação da frota veículos de carga de transporte.

Política de Dividendos O Conselho de Administração irá propor a distribuição de dividendos no valor total de EUR 69,75mn, equivalente a EUR 0,465 por acção (vs. EUR 0,40 por acção do período homólogo). Para os exercícios subsequentes, e tendo em conta os interesses da empresa e dos seus accionistas, os CTT alteraram a política de dividendos passando a ter como objectivo um crescimento estável e sustentado dos dividendos ao invés do compromisso de entregar 90% dos resultados aos accionistas.

Esta alteração teve um impacto negativo no título, com os investidores a revelarem algum descontentamento, ainda que a forte geração de cash-flow do Grupo seja a base para elevados dividendos futuros. De salientar que, os CTT procuram com esta medida, um equilíbrio entre os dividendos correntes (estabilidade na remuneração accionista) e o crescimento sustentado da actividade (havendo mais capital disponível para investimentos).

2.1.1 Segmentos de negócio – Correios

A crise económica e a intensificação de medidas de redução de custos por parte das empresas, associada à tendência de substituição dos envios físicos por comunicações electrónicas têm um impacto negativo no tráfego de correspondências, sendo expectável uma manutenção da tendência decrescente neste segmento.



Fonte: Anacom; Banco BiG Research

CONTACTOS

Research
research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes Research 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.

Desde 2013 que, em Portugal, o sector é liberalizado com um quadro regulatório em linha com os outros países da União Europeia, flexível e promotor de um serviço universal sustentável. Não obstante, o **Grupo CTT mantém a liderança no tráfego postal total** (94,7% em 2013), com nenhum outro prestador a atingir uma quota de tráfego total superior a um por cento.

(Eur mn)	2013	2014	Δ
Rendimentos Operacionais	546,0	546,2	0,03%
Transaccional	405,4	413,7	2,0%
Editorial	15	15	-0,1%
Publicitário	33,88	31,1	-8,2%
Soluções Empresariais	16,64	12,2	-26,7%
USO	7,445	7,2	-3,3%
Outros	67,47	67	-0,7%
Gastos Operacionais	459,1	454,5	-1,0%
EBITDA	86,9	91,7	5,5%
Margem EBITDA	15,90%	16,80%	0,9 p.p

Fonte: CTT; Banco BiG Research

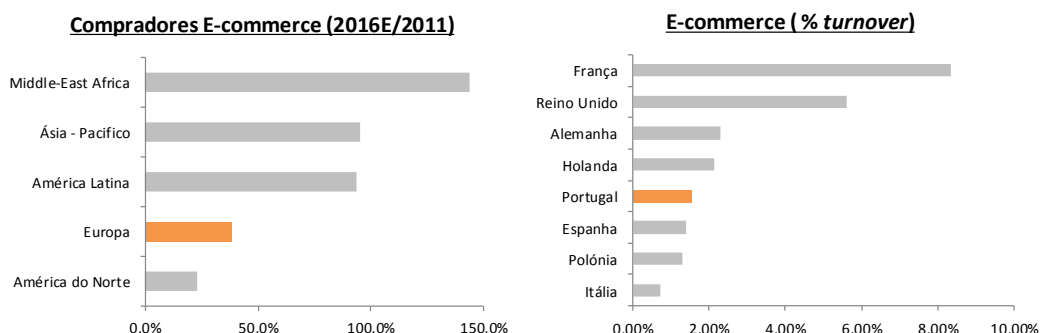
Em 2014 observou-se uma queda de 5,7% no **tráfego de correio endereçado** (vs. -7,3% em 2013), em linha com as estimativas da empresa. Não obstante, a **política de preços** (aumento do preço médio do Serviço Postal Universal de 4,1%) e **descontos** adoptada permitiu compensar o efeito do decréscimo do tráfego de correio endereçado.

O **correio não endereçado** registou um decréscimo de 4% face ao período homólogo (de salientar que em 2013 houve eleições autárquicas, que influencia positivamente o tráfego).

As **medidas adoptadas no âmbito do Programa de Transformação** – optimização e racionalização das operações e distribuição da rede de lojas – levaram a uma redução de gastos operacionais recorrentes (-1,0%) e a uma variação positiva na margem EBITDA (+ 0,9 p.p.).

2.1.2. Segmentos de negócio - Expresso e Encomendas

O **crescimento do e-commerce a nível mundial** tem sido bastante considerável, tendo-se observado uma evolução dos hábitos e preferências individuais dos consumidores, em particular ao nível da adesão ao comércio electrónico e à facturação electrónica.



Fonte: E-commerce Europe; Banco BiG Research

Os operadores postais têm registado uma evolução positiva no seu negócio de encomendas, expresso e de logística. Os CTT não são excepção. A **crecente importância do comércio electrónico**, levou à criação do 'E-Commerce', que tem por missão garantir que os CTT são promotores e beneficiários do desenvolvimento *do e-commerce* na Península Ibérica. Os CTT aderiram ainda ao **programa e-CIP** que tem como objectivo alinhar as soluções de *e-commerce* com os operadores postais internacionais.

O tráfego da área de Expresso e Encomendas cresceu 9% em 2014, um crescimento acompanhado em todas as geografias:

(Eur mn)	2013	2014	Δ
Rendimentos Operacionais	129,5	129	-0,4%
Portugal	75,3	77,2	2,5%
Espanha	52,7	50,1	-4,9%
Moçambique	1,5	1,7	10,7%
Gastos Operacionais	120,9	123	1,7%
EBITDA	8,7	6,0	-30,2%
Margem EBITDA	6,70%	4,70%	-2,0 p.p

Fonte: Bloomberg/CTT/ Banco BiG Research

as geografias: i) **em Portugal** o tráfego registou um aumento de 13,4% para 13,8 milhões de objectos, mantendo a posição de liderança no mercado nacional; ii) **em Espanha** aumentou 4,3% para 13,7 milhões de objectos, evidenciando no final do período um maior dinamismo do negócio; iii) **em Moçambique** o tráfego cresceu 136%, tendo passado a ser o fornecedor exclusivo de um dos principais bancos do país.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

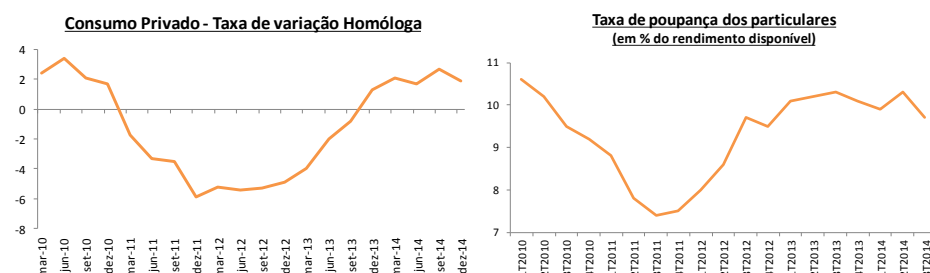
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.

Os rendimentos da área de Expresso & Encomendas decresceram 0,4% para EUR 129mn, resultado de i) alteração do mix de produtos com maior peso dos negócios de *e-commerce* (B2C) e de preço unitário mais reduzido e ii) reestruturação da rede de franchisados da Tourline Express. Estes factores penalizaram também o EBITDA (-30,2%), ainda assim, espera-se que as medidas em **implementação do Programa de Transformação** invertam essa tendência já em 2015.

2.1.3. Segmentos de negócio - Serviços Financeiros

Os CTT, ao contrário de outros operadores postais, têm uma **actividade de comercialização de produtos e serviços financeiros**, que tem vindo a contribuir favoravelmente para a eficiência operacional da empresa reflectindo-se numa elevada margem EBITDA (18,8%). A crise financeira permitiu aos CTT obter uma **posição cada vez mais forte neste mercado** – beneficiando da vasta rede de retalho, que evidencia uma elevada capilaridade e cobertura nacional, suportada por uma marca de confiança e reconhecida.



Fonte: Banco de Portugal; Banco BiG Research

O **assinalável crescimento da área de Serviços Financeiros** ao longo dos anos tem contribuído para aumentar o peso desta área nos rendimentos totais dos CTT (10% actuais vs. 8% em 2013), reforçando a sua importância na **estratégia futura do Grupo**.

(Eur mn)	2013	2014	Δ
Rendimentos Operacionais	60,9	73,9	21,4%
Transferências	12,3	11,5	-6,4%
Seguros e Poupanças	14,15	30,4	114,8%
Pagamentos	30,74	28,9	-6,0%
Outros	3,57	3,0	-16,0%
Gastos Operacionais	33,5	36,5	9,0%
EBITDA	27,4	37,4	36,4%
Margem EBITDA	45,00%	50,60%	5,6 p.p

Fonte: CTT; Banco BiG Research

O **aumento dos rendimentos desta área (+21,4%)** foi acompanhado por um crescimento do EBITDA (+36,4%) e pelo aumento ligeiro nos gastos operacionais (+9,2%), que é justificado pelos prémios entregues aos colaboradores pela venda de produtos financeiros e por uma maior utilização de serviços externos de transporte de valores.

Em 2014, os CTT assinaram um **acordo de parceria**, válida por cinco anos, com o **BNP Paribas Personal Finance** para venda de produtos de crédito ao consumo. O valor de crédito concedido nos quatro meses após o arranque do serviço foi de EUR 2,7mn, que demonstra a capacidade dos CTT em conceber, implementar e operacionalizar serviços financeiros.

A **captação de poupanças atingiu um valor record de EUR 5,5 mil mn**, beneficiando do forte contributo dos títulos de dívida pública. Paralelamente, e em parceria com as seguradoras Mapfre e Fidelidade foram lançados novos produtos PPR e seguros financeiros.

De realçar ainda diversas **iniciativas promocionais e de dinamização** nomeadamente ao nível de pagamento de serviços (PayShop) e campanhas conjuntas com a Western Union no mercado de transferências monetárias.

Fim da Privatização

A segunda fase do **processo de privatização dos CTT foi concluída em Setembro**, tendo sido alienada a restante participação do Estado Português (31,5%) no capital da empresa através da venda directa institucional por *Accelerated Book Building*.

Após a conclusão do processo, os CTT tornaram-se a primeira empresa portuguesa cotada em bolsa com **100% em free float**, que permite i) uma estrutura sustentável para os accionistas, sem um accionista de referência controlador mas formada com investidores institucionais diversificados e ii) um modelo que incentiva a adopção de melhores práticas de *governance*.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

Ana Mendonça

Diana Oliveira

Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.

3 – Novas Oportunidades de negócio

3.1. Banco Postal

O Conselho de Administração aprovou, em Novembro, o lançamento do Banco Postal, que permitirá dar continuidade à **estratégia de expansão da oferta de produtos e serviços financeiros**. O início de actividade terá que ocorrer até 27 de Novembro de 2015.

O Banco Postal será suportado numa **lógica de baixo custo**, utilizando a **vasta rede de lojas** já existente. No plano de negócios é estimado um investimento perto de EUR 100mn em cinco anos (sem impacto na política de dividendos), sendo expectável que a partir desse ano se libertem recursos. O projecto tem actualmente mais de 100 pessoas a tempo inteiro.

Em Novembro de 2014, na aprovação do Banco Postal, o Grupo admitiu a **possibilidade de aquisição de um pequeno banco** que seja compatível com a estratégia patente no plano de negócios.

Recentemente, o presidente executivo dos CTT, Francisco Lacerda, indicou que será **analisada/ponderada a compra do ActivoBank**, sem que a mesma coloque em causa os *'timings'* e o objectivo inicial do Banco Postal. No entanto, foi reforçado que actualmente não existem negociações nesse sentido.

Com a compra do ActivoBank, os CTT podem vir a **beneficiar do desenvolvimento tecnológico e operacional do Banco, complementando o seu negócio**, não só no segmento financeiro, bem como nos serviços de Expresso e Encomendas.

3.2. Memorando de Entendimento com a Altice Portugal

Em Novembro de 2014, os CTT assinaram um **Memorando de Entendimento com a Altice Portugal** com vista à celebração de um Acordo Quadro para potenciar as sinergias conjuntas entre a PT Portugal e os CTT – em linha com as **oportunidades de negócio e sinergias** já anteriormente detectadas pela empresa no mercado de telecomunicações. Com a compra da PT Portugal pela Altice – aguarda-se o *closing* da transacção - os CTT receberão um pagamento inicial de EUR 15mn, sendo reforçado em mais EUR 15mn quando da concretização do Acordo Quadro.

3.3. Espaços Lojas do Cidadão

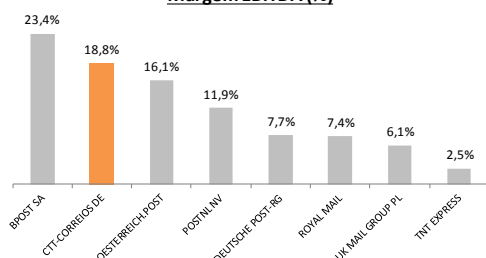
Em 2013 foi assinado um **protocolo com o Governo para instalação de Espaços Loja do Cidadão** na rede de lojas dos CTT, que disponibilizam um conjunto alargado de serviços de onze entidades. No último trimestre de 2014 foram **negociados os modelos de expansão e de negócio** e no início de 2015 foi assinado um protocolo com o Governo que define a instalação de 200 Espaços do Cidadão até ao final do ano (24 já existentes mais 176 novas lojas) e caso se verifique a renovação no protocolo, a instalação de mais 100 até Dezembro de 2016.

4 – Múltiplos e Avaliação Relativa

Apresentamos o valor das principais métricas fundamentais dos CTT e dos respectivos *peers*.

	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROE	ROA	D/E	Pass./Activo (Endivid.)	Div. Liq./EBITDA	EV/EBITDA 2014	EV/Sales 2014
POSTNL NV	8,98	8,74	N/A	46,03	N/A	N/A	9,14	N/A	1,24	0,48	3,20	0,38
ROYAL MAIL	13,63	14,94	1,83	1,79	5,08	67,30	25,31	39,35	0,56	0,82	N/A	0,66
UK MAIL GROUP PL	16,23	15,43	4,07	4,52	4,78	15,45	6,97	0,55	0,57	-0,88	8,17	0,49
BPOST SA	16,83	16,62	7,59	24,46	8,04	46,67	14,50	11,15	0,68	-0,85	6,42	1,50
OESTERREICH.POST	18,71	18,12	4,43	13,95	4,35	20,93	8,84	2,52	0,58	-0,66	6,47	1,04
DEUTSCHE POST-RG	16,65	14,98	3,87	10,78	2,67	21,56	5,72	55,13	0,74	0,42	7,99	0,61
TNT EXPRESS	26,08	20,99	1,97	37,92	1,05	-9,48	-4,95	9,91	0,49	-2,69	18,14	0,45
CTT-CORREIOS DE	18,43	17,66	5,75	27,35	3,92	25,86	5,67	2,55	0,75	-2,03	8,08	1,27
média	16,94	15,93	4,21	20,85	4,27	26,90	8,90	17,31	0,70	-0,68	8,35	0,80
média exc. CTT	16,73	15,69	3,96	19,92	4,33	27,07	9,36	19,77	0,69	-0,48	8,40	0,74

Margem EBITDA (%)



Evolução rácio P/E no sector europeu Express & Courier Services Europa



Fonte: Bloomberg.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

Ana Mendonça

Diana Oliveira

Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.

Análise Fundamental Em termos fundamentais, os **CTT negociam a prémio face aos seus principais peers**, transaccionando com um P/E 2015E e P/E2016E de 18,43x e 17,66x respectivamente (vs. 16,73x e 15,69x média sectorial). Desde a sua entrada em bolsa que o valor do rácio P/E tem vindo a aumentar, no entanto, o movimento é muito **idêntico ao observado nos seus comparáveis** e que reflecte a diversificação do negócio da empresa – onde se inclui o crescimento do segmento de serviços financeiros. O rácio EV/EBITDA 2014 (8,08x) encontra-se sensivelmente em linha com a média sectorial e o rácio EV/Sales (1,27x) mostra-se um dos mais elevados. De realçar ainda que os CTT são dos *players* mais rentáveis entre os *peers*, apresentando uma margem EBITDA recorrente de 18,8%.

Evolução Year-to-date Desde o início do ano o título já **valorizou mais de 27%**, superando a performance dos seus comparáveis, mas sensivelmente em linha com o observado pelo índice PSI-20. Após a **divulgação dos resultados anuais o título recuou perto de 9%**, justificado pela decisão da empresa em alterar a política de dividendos – movimento que considerámos extremado, com o título a recuperar já parte dessa desvalorização.

5 – Price Target

Perpetual Growth Method	
Terminal Year	1.614
NPV of Free Cash Flow	991
+ PV of Terminal Value	404
Enterprise Value	1.395
-Dívida Total	230
-Interesses Minoritários	2
Total Equity Value	1.623
Shares Outstanding	150
Current Price	10,21
Theoretical Value per Share	10,82
Upside/ Downside	6%

EBITDA Multiple Growth Method	
Terminal EBITDA	1.708
NPV of Free Cash Flow	1.048
+ Terminal EBITDA Value	404
Enterprise Value	1.452
-Dívida Total	230
-Interesses Minoritários	2
Total Equity Value	1.680
Shares Outstanding	150
Current Price	10,21
Theoretical Value per Share	11,20
Upside/ Downside	10%

Pressupostos	
Re	10,32%
Rf	1,90%
Beta Equity	0,624
Country Premium	11,18%
Rd	0,59%
WACC	10,25%

Pressupostos	
Taxa Crescimento (G)	2,00%
EV/EBITDA actual	10,4

Fonte: Bloomberg; CTT; Banco BiG Research

Nota: Síntese de Projecções e Informação adicional disponibilizada em anexos

Price Target Final Após a aplicação de dois modelos diferentes (mas complementares entre si) para o cálculo do Preço Teórico do título dos CTT, optámos, tendo por base uma perspectiva conservadora, por utilizar uma média aritmética (com iguais factores de ponderação), para determinar o **Price Target Final**, o que perpez um valor de **EUR 11,01** – conferindo um *upside* de 8% face à sua actual cotação.

Consenso de Mercado O preço alvo identificado anteriormente, a partir dos dois referidos modelos, mostra-se sensivelmente alinhado com o consenso de mercado, tal como é possível constatar no quadro abaixo.

	Preço	Up/Down Side
Preço Actual	10,21	
Price Target (High)	11,35	11,2%
Price Target (Low)	6,60	-35,4%
Price Target (Average)	9,99	-2,2%

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia

Ana Mendonça

Diana Oliveira

Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.

6 – Conclusão

No passado recente, a instabilidade macroeconómica em Portugal e Espanha teve um significativo **impacto na performance operacional do Grupo**, com os seus clientes a alterarem o seu padrão de consumo. No entanto, os **sinais de recuperação económica**, que se reflectem ao nível **do consumo privado** e dos **níveis de poupança** podem contribuir para um **aumento da procura de produtos** e serviços oferecidos pelo Grupo CTT e numa **evolução positiva** na performance de todos **os segmentos de negócio**.

A **crecente importância do comércio electrónico**, que se por um lado afecta o negócio *core* dos CTT (a um ritmo menos negativo), por outro impulsiona o crescimento da área de Expresso e Encomendas e pode despoletar novas oportunidades de negócio. A **área de serviços financeiros mostra-se como um dos principais vectores de crescimento**, com a estrutura de custos eficiente do Banco Postal a potenciar um incremento nas receitas desta área de negócio.

Em termos comparativos, os CTT apresentam-se como um dos **players mais rentáveis do sector**, com a sua margem EBITDA a figurar como uma das mais atractivas. Não obstante, o título negocia actualmente a prémio nos principais múltiplos fundamentais, em parte justificado pelo seu modelo de negócio único – assente no excelente posicionamento de expansão dos serviços financeiros.

Consideramos positiva a alteração na política de dividendos na medida que permite não só uma estabilidade na remuneração accionista, bem como um maior investimento na actividade operacional da empresa e que suporta a atractividade do título no médio/longo prazo.

Tendo por base os pressupostos identificados anteriormente, obtemos um **preço teórico para os CTT de EUR 11,01 por acção**, que representa um *upside* potencial de 8% face ao actual preço.

Não obstante importantes desafios que se colocam no caminho dos CTT - manutenção da queda do volume de postais, início do Banco Postal - acreditamos que a geração de **fluxos de caixa estáveis**, o **balanço sólido**, a **reduzida dívida** e o **vector de crescimento assente no segmento financeiro e na expansão do e-commerce**, são, incontestavelmente, factores que tornam o título atractivo no médio-prazo.

CONTACTOS**Research**

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.

7 – Anexos
Modelo Discounted Cash Flow

(Valores em EUR mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Receitas	705	719	722	728	736	742	750	744
%YoY	-1,32%	1,99%	0,45%	0,83%	1,10%	0,82%	1,08%	-0,80%
EBITDA	123	136	146	152	157	161	165	165
Margem EBITDA	17,4%	18,9%	20,2%	20,9%	21,3%	21,7%	22,0%	22,2%
EBIT	96	113	115	116	117	118	120	119
Margem EBIT	14%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Taxa (%)	27%	0%	20%	21%	20%	17%	16%	19%
Taxa	29	32	22	25	23	21	19	22
NOPAT	67	81	93	91	94	98	101	96
CAPEX	11	17	30	22	22	22	23	22
Margem Capex	2%	2%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
Depreciações e Amortizações	27	24	22	22	22	22	23	22
Variação Working Capital	11	-	(2)	(3)	(6)	0	(2)	(3)
Free Cash Flow	71	191	86	94	99	118	129	108
Present Value			56	84	80	87	86	22

CONTACTOS
Research
research@bancobig.pt

João Lampreia
 Ana Mendonça
 Diana Oliveira
 Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pelo Banco BIG Research 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 31 de Março de 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	8	80,0%
Manter/Neutral	2	20,0%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	10	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2015

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	33,3%
Stop Loss	7	58,3%
Em Vigor	1	8,3%
Total	12	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2015:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	66,7%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	0	0,0%
Total	6	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 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.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** 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. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são 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, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. 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.