

COMPANY NOTE

Sonaecom – ZON/OPTIMUS: A realização de um destino inevitável

VISÃO – COMPRAR

Preço Alvo: EUR 1,97

Preço e Performance

Preço	157
Máx de 52 semanas	180
Mín de 52 semanas	104
YTD (%)	6,01
Volume médio diário (mn)	472.399
Capitalização bolsista (mn)	575
Beta	0,8382323
Dividendo	0,12
EPS	0,21

Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	4
MANTER	1
VENDER	1

Informação Financeira

Vendas (mn)	825
EBITDA (mn)	246
Nº de empregados	2.025
ROA (%)	3,85
ROE (%)	7,18
D/E	0,67
DY	0,93

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista

Sonae GPS	53,17%
Atlas Services Belgium	20,00%
BCP	3,41%
Sonaecom SGPS	1,37%
Free Float	22,05%

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

1 – Sumário

O projecto de fusão em curso por incorporação da Optimus na Zon, anunciado em meados de Dezembro do ano passado, mantém-se como o principal driver de valorização do título a médio prazo. Os termos de troca implícitos (avaliação da Zon representa 1,5x o Equity Value da Optimus) da proposta sugere que a Sonaecom mantém um desconto assinalável face à capitalização bolsista da Zon – situação que aliás tem vindo a acentuar-se no período recente tendo em conta a divergência da evolução dos preços de mercado dos dois títulos.

A probabilidade da fusão concretizar-se parece-nos elevada (aproximadamente 80%), sendo que os principais riscos da operação assentam em: i) decisão desfavorável do regulador acerca da enquadramento regulatório e das consequências da fusão no processo concorrencial; ii) eventual requerimento pela CMVM do lançamento de uma OPA obrigatória tendo em conta que o veículo detém mais de 50% do capital da nova empresa Zon-Optimus. Acreditamos que ambas as situações não deverão constituir-se entraves decisivos no processo, tendo em conta a lógica predominantemente de complementaridade dos activos das duas empresas e, por outro lado, a aprovação em A.G. da fusão pelos accionistas da Zon (99% de votos a favor representativos de 76,2% do capital) deverá levar a CMVM a aceder ao pedido de isenção de OPA (pelo veículo) que é aliás uma condição indispensável à conclusão do processo de fusão.

O desenho final da estrutura do negócio retira alguma visibilidade à Sonaecom e nesse sentido acaba por lhe ser um pouco mais penalizador, uma vez que a empresa torna-se numa mera *holding* com participações financeiras na “nova Zon-Optimus” – constituindo-se no seu principal accionista com cerca de 32% do capital – a que se juntam as participações nas unidades do Público e SSI. Desta forma, o desconto de *holding* que tem vindo a ser atribuído ao título (vs valorização da Zon) acaba por ser lógico, ainda que nos pareça neste momento um desconto excessivo (tendo em conta a posição de controlo da Sonaecom na nova empresa) e que, pelo menos parcialmente, deverá reverter a médio prazo à medida que evoluir/concretizar-se o objectivo de fusão.

2 – Enquadramento da proposta de fusão

A 14 de Dezembro de 2012, a Sonaecom e Isabel dos Santos tornaram público que chegaram a acordo no sentido de promover junto das administrações da Zon SGPS e da Optimus SGPS uma operação de fusão entre as duas empresas por incorporação da totalidade dos activos e passivos da Optimus SGPS na Zon. Adicionalmente, foi anunciado a criação de um veículo, detido em partes iguais pela Sonaecom e Isabel dos Santos, que controlará a maior parte do capital (50,1% est.) da nova empresa Zon-Optimus que resultará deste processo de fusão (ver figura 1). Já no final de Janeiro, a Optimus SGPS e a Zon Multimedia informaram que os Conselhos de Administração das duas empresas aprovaram por unanimidade o projecto de fusão, sendo que decisão idêntica foi tomada na última Assembleia Geral de accionistas da Zon que se realizou no passado dia 7 de Março.

O projecto de fusão baseia-se num rácio de troca que garante à Zon um valor que corresponde a 1,5x o valor da Optimus (ZON = 150% Equity Value Optimus), pelo que as sinergias implícitas decorrentes da operação deverão ser afectas em 60% à Zon e 40% à Sonaecom. Na sequência da fusão, a Zon irá aumentar o seu capital social, emitindo e garantindo aos accionistas da Optimus novas acções representativas de 40% do capital da ZON resultante do referido aumento. Assim, a Sonaecom como único accionista da empresa incorporada receberá 1,791866 acções da ZON, após a fusão, por cada acção representativa do capital registado da Optimus.

COMPANY NOTE

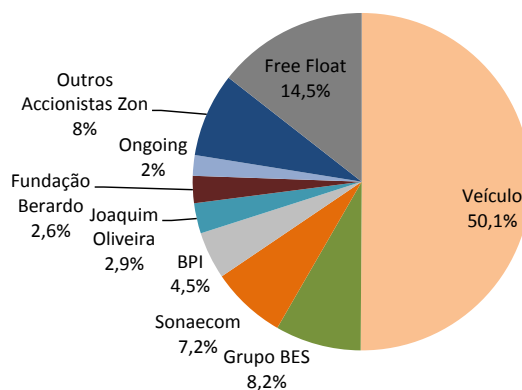
A empresa resultante do projecto de fusão irá adoptar a designação “ZON OPTIMUS SGPS”, sendo que a operação depois da aprovação esmagadora por parte dos seus accionistas em Assembleia-Geral, fica apenas dependente da não oposição da Autoridade da Concorrência (ou de outra qualquer autorização) e à emissão de um parecer de derrogação do dever de lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição, por parte da CMVM. A operação, caso não se verifique qualquer obstáculo à sua concretização, deverá ser formalmente efectivada no 4Q13.

Figura 1 – Acordo e criação do veículo de controlo “Zon-Optimus”

	ZON (60%)	Optimus (40%)	Veículo	Zon+Optimus
Isabel dos Santos	28,80%		50%	
Sonaecom		100%	50%	7,2%
Veículo	28,80%	82%	-	50,1%

O veículo detido em partes iguais (50%) por Isabel dos Santos e a Sonaecom controlará aproximadamente 50,1% da nova empresa Zon-Optimus, pelo que para atingir tal objectivo o veículo terá de integrar a totalidade da participação de Isabel dos Santos na Zon (28,8%) e 82% da participação da Sonaecom na Optimus. Perante esta disposição de participações, torna-se evidente que Isabel dos Santos terá de adquirir parte da participação da Optimus (cerca de 20%) que está inserida no veículo, de modo a atingir os 50% de controlo do veículo – pelo que a compensação da empresária Angolana à Sonaecom poderá situar-se no intervalo entre EUR 100-140 mn. Adicionalmente ao montante a receber, a Sonaecom manterá ainda uma participação directa de 7,2% (18%x40%) no capital da “nova empresa” Zon-Optimus.

Figura 2 – Nova Estrutura Accionista “Zon-Optimus”



Para além da posição de controlo maioritário por parte do veículo na “Zon-Optimus”, a estrutura accionista da nova empresa manterá basicamente os mesmos nomes dos accionistas individuais da Zon e da Optimus, ainda que as suas posições serão diluídas num rácio de 60% (ZON)/ 40% (Optimus) tendo em conta o valor e os termos de troca propostos para a concretização da fusão.

Figura 3 – Principais Indicadores “Zon-Optimus”

2012 (Valores em EUR mn)	Receitas	EBITDA	Res. Líquido	Dívida Líquida	Custos Operacionais	CAPEX
Optimus	720,7	242,6	88,1	386,2	489,4	128,9
ZON	858,6	312,9	36	605	545	123,1
ZON-Optimus	1579,3	555,5	124,1	991,2	1034,4	252

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

COMPANY NOTE

A empresa ZON-Optimus atingirá receitas no valor global de EUR 1,58 mil mn e EBITDA de EUR 555,5 mn, ao passo que a dívida líquida consolidada deverá totalizar aproximadamente EUR 991 mn (face aos valores observados em 2012). **A complementaridade de activos das duas empresas reforça a lógica desta fusão, permitindo-lhe adquirir uma nova escala e formar um operador muito consistente** em termos da capacidade de Oferta de produtos/soluções integradas e convergentes (fixo + móvel / voz + dados + televisão) que poderá enfrentar melhor o líder de mercado - Portugal Telecom – cuja dimensão estritamente em Portugal ainda será relativamente superior (cerca de 2x).

As sinergias estimadas para esta operação variam entre EUR 350-400 mn, segundo cálculos enunciados pelas equipas de gestão das duas empresas. O valor das sinergias decorre essencialmente pela redução dos custos operacionais e de CAPEX em resultado da partilha de redes e de outras infra-estruturas (publicidade, sistemas administrativos e de cobrança, estruturas comerciais, etc) e possibilita a redução de custos inerentes ao investimento do grupo Zon no segmento móvel, bem como do grupo Optimus, no segmento fixo e no projecto de televisão por subscrição, com a captura recíproca de valor dos negócios 'core' de cada um dos grupos. Por outro lado, o redimensionamento do grupo Zon-Optimus será também importante para o reforço do respectivo plano de internacionalização, bem como, sobretudo no actual contexto de restrições de liquidez, também poderá facilitar o acesso ao mercado de dívida (nomeadamente no plano internacional).

3 – Avaliação vs Termos da proposta de fusão

No quadro em baixo, enunciamos a metodologia que nos levou ao cálculo do Equity Value implícito da Optimus e/ou Sonaecom em função do preço de mercado da Zon aquando foi anunciado a fusão (14-Dezembro) e, mais recentemente, no dia 13 de Março.

Cálculo Equity Value implícito Optimus/Sonaecom @ preços de mercado ZON			
# Acções Zon (mn):	309,1	Preço ZON (13/03):	3,37
# Acções Sonaecom (mn):	366,2	Preço Sonaecom (13/03):	1,568

	14-Dez	13-Mar
Preço Referência ZON	2,81	3,37
MKT CAP ZON	868,57	1041,67
Enterprise Value ZON	1473,57	1646,67
(1) Optimus Equity Value implícito (MKT CAP ZON/1,5)	579,05	694,44
(2) SSI + Público Equity Value*	72	72
(3) SONAECON Equity Value Implícito	651,05	766,44
(4) SONAECON MKT CAP	562,48	574,20
SONAECON Enterprise Value	994,85	1110,24
Desconto implícito Sonaecom ((4)/(3))	-13,6%	-25,1%
Preço Implícito Sonaecom	1,78	2,09
Desconto Holding (@20%)	1,42	1,67
Incremento Sinergias p/ acção**	0,30	0,30
Preço Alvo Sonaecom	1,72	1,97
Upside/Downside	9,8%	25,9%

Notas:

* Cálculo do EV da unidade SSI foi extrapolado pelo múltiplo 6x EV/EBITDA (média sector @ desconto 20%)

* Assumimos dívida líquida = 0 das unidades Público e SSI

** Consideramos Sinergias globais de EUR 280 mn e um rácio de afectação 60/40 (ZON/Optimus)

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

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.

COMPANY NOTE

Torna-se facilmente perceptível que a **Sonaecom tem, desde o anúncio do projecto de fusão, transaccionado a desconto face à Zon, sendo que esse diferencial tem vindo aliás a alargar, ao invés de estreitar como seria naturalmente previsível.** A principal razão que justifica este diferencial recai no facto de ser atribuído um desconto de holding à Sonaecom tendo em conta que a empresa irá destacar a sua principal actividade operacional de telecomunicações (Optimus) quando o processo de fusão estiver concluído, tornando-se assim numa mera *holding* com participações financeiras de 32,2% na “Zon-Optimus” (sendo o seu maior accionista com uma participação indirecta de 25% e outra directa de 7,2%), isto para além das participações detidas a 100% no capital da SSI e do próprio Público. Desta forma, acreditamos que a Sonaecom deve transaccionar a desconto face à Zon, ainda que nos pareça que o desconto actual (-25,1%) afigura-se excessivo tendo em conta o nível de desconto referencial (-13,6%) quando foi anunciado o projecto de fusão no passado dia 14 de Dezembro – tanto mais que a probabilidade de se observar uma Oferta concorrente sobre a Zon é “pouco mais que zero” e as questões regulatórias que podem condicionar o desfecho da operação têm vindo gradualmente a ser mitigadas.

Nos cálculos acima e **tendo em conta o actual nível de capitalização bolsista da ZON, obtemos uma avaliação do Equity Value da Sonaecom em EUR 766,4 mn, francamente acima do actual MKT CAP** de EUR 574,2 mn respectivamente – derivando um preço por acção implícito de EUR 2,09. Adicionalmente, aplicámos um desconto de holding relativamente significativo (20%) e considerámos o efeito incremental das sinergias num valor algo modesto (80% do limite inferior considerado expectável pelas equipas de gestão: EUR 350-400 mn), pelo que aproximadamente EUR 112 mn seria afectas à Sonaecom – o que implica um efeito incremental de aproximadamente EUR 0,30 por acção. **No final, obtemos assim uma avaliação de EUR 1,97 por acção da Sonaecom** (Equity Value de EUR 723,1 mn), o que confere um upside adicional face ao preço actual de quase 26%.

Os pressupostos relativamente conservadores que foram utilizados e que serviram de base para as estimativas das diferentes rubricas no quadro acima acabam por reforçar a nossa opinião amplamente positiva para o título num prazo alargado. O valor global das sinergias utilizado (EUR 280 mn) e o desconto de holding de 20% são exemplos paradigmáticos da cautela das nossas estimativas, tanto mais que apesar da Sonaecom converter-se numa mera *holding* de participações (Zon-Optimus, SSI e Público), a maior parcela do seu negócio continuará a advir da actividade de telecomunicações (mais de 90%), pelo que a assunção de um desconto de *holding* de 20% mostra-se claramente conservador.

Uma nota final para a expectável compensação por parte de Isabel dos Santos à Sonaecom, de forma a que a empresária Angolana detenha uma participação no veículo (50%) idêntica à da SNC, uma vez que não é suficiente a inclusão da totalidade da sua participação da Zon no veículo (28,80%). Para atingir este objectivo, pensamos que Isabel dos Santos deverá comprar uma participação de aproximadamente 20% na Optimus (dos 82% que vão ser inseridos no veículo), o que deverá render um **encaixe extraordinário à Sonaecom um valor no intervalo entre EUR 115-140 mn respectivamente**, sendo expectável que uma parte desse valor poderá ser distribuída aos accionistas por via do pagamento de um dividendo extraordinário.

4 – Resultados Anuais

O enquadramento macro-económico mais desfavorável no mercado doméstico penalizou a evolução do *topline* que recuou 4,4% YoY em 2012, reflectindo essencialmente a descida nas receitas de serviços (-3,3%) e de 15,7% das vendas de equipamentos (-15,7%). No âmbito do negócio de telecomunicações, para além da lógica quebra do consumo dos diversos agentes económicos, a Optimus tem vindo a ser impactada negativamente pelas tarifas reguladas, ao passo que a actividade de Software e Sistemas de Informação (SSI) o Volume de Negócios global também foi alvo de um ligeiro declínio (-4,3%), ainda que numa base trimestral já se

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

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.

COMPANY NOTE

assista a alguma recuperação dos diferentes indicadores – quebra mais baixa do volume de negócios consolidado e incremento do *topline* nalgumas unidades do grupo (Fixo e SSI).

Valores: EUR mn	2012	2011	Var. (%)	4Q12	4Q11	Var. (%)
Volume de Negócios	825,4	863,6	-4,4%	208,5	213,3	-2,3%
Móvel	528,1	570,7	-7,5%	128,6	140,6	-8,5%
Fixo	222,5	220,4	1,0%	60,9	56,9	7,0%
SSI	103,8	108,5	-4,3%	26,9	25,2	6,7%
Outros & Eliminações	-29,1	-36	-	-7,9	-9,3	-15,1%

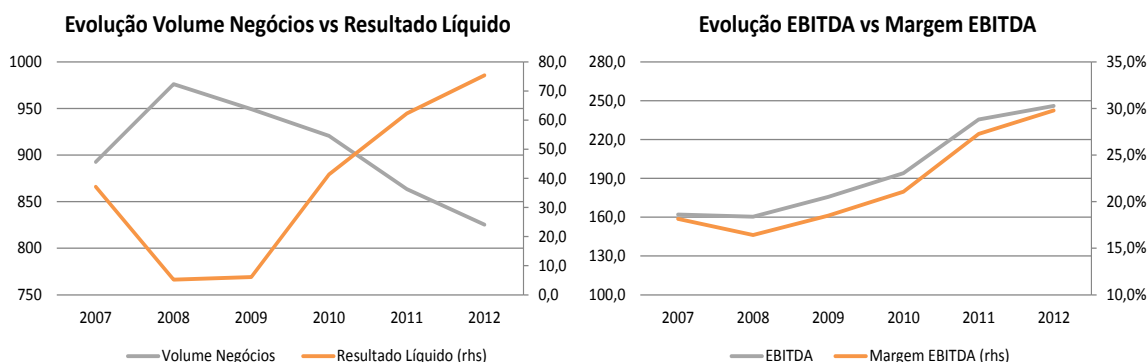
O EBITDA consolidado aumentou 4,5% para EUR 246 mn, beneficiando da evolução favorável do EBITDA de todas as áreas de negócio do grupo nos últimos dois anos, sendo que o negócio móvel registou a maior evolução em termos absolutos. Refira-se que excluindo o efeito de reestruturação do Público, o EBITDA consolidado da Sonaecom teria ascendido a EUR 248,8 mn, traduzindo um incremento de 5,7% face a 2011.

O resultado líquido atribuível ao Grupo ascendeu a EUR 75,4 mn (+21,1% YoY), em resultado da performance operacional favorável (+ EUR 10,5 mn) e de uma diminuição dos impostos suportados (+7,8 mn), o que mais do que compensou a deterioração observada ao nível do resultado financeiro.

O CAPEX, excluindo efeitos extraordinários (investimento de EUR 110,4 mn na aquisição do espectro 4G em 2011), aumentou 4,1% para EUR 133,2 mn, ao passo que a rubrica EBITDA-CAPEX situou-se nos EUR 112,8 mn em 2012. A melhoria do desempenho operacional da empresa permitiu um incremento de 13,8% do Free Cash Flow ajustado para EUR 66,9 mn.

Valores: EUR mn	2012	2011	Var. (%)	4Q12	4Q11	Var. (%)
EBITDA	246	235,5	4,5%	54,9	55,2	-0,5%
Margem EBITDA	29,8%	27,3%	2,5 p.p.	26,3%	25,9%	0,4 p.p.
Custos Operacionais	588,7	637	-7,6%	156	160,7	-2,9%
CAPEX Operacional	133,2	238,3	-44,1%	32,4	156,3	-79,3%
EBITDA-CAPEX	112,8	-2,8	n.a.	18	16,6	8,4%
Resultado Líquido	75,4	62,3	21,0%	11,5	5,5	109,1%

Numa lógica plurianual, as tendências operacionais confirmam os sinais de recuperação da empresa, materializando-se essencialmente no incremento substancial do EBITDA e do nível de rentabilidade - margem EBITDA consolidada atingiu 29,8% em 2012 vs 16,4% em 2008 – o que acarretou efeitos amplamente positivos sobre a evolução dos lucros no mesmo período de análise (2008: EUR 5,2 mn; 2012: EUR 75,4 mn).



CONTACTOS

Research

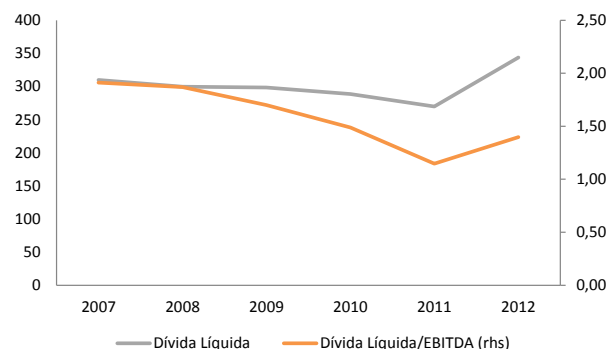
João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

COMPANY NOTE

A evolução do nível de endividamento tem-se mantido relativamente estável (dívida líquida em 2012 situou-se nos EUR 343,8 mn, ainda que a maior capacidade de geração de cash por parte da empresa levou a que o rácio dívida líquida/EBITDA tenha encetado uma trajectória favorável no período em análise (2007: 1,91x vs 2012: 1,40x respectivamente).



No âmbito da Conference Call após a divulgação dos resultados anuais, a empresa anunciou que irá propor a distribuição de um dividendo anual no valor de EUR 0,12 por acção – traduzindo uma dividend yield implícita de aproximadamente 7,5%, sendo que as alternativas de gestão interna (nomeadamente a venda de parte da posição da Optimus a Isabel dos Santos) apenas deverá ser clarificada quando houver a aprovação dos reguladores (AdC e CMVM) para a conclusão do projecto de fusão.

A equipa de gestão referiu que antecipa uma decisão favorável por parte dos reguladores, tanto pela AdC como pela CMVM, tendo em conta o nível de votação favorável muito expressivo observado pelos respectivos accionistas em Assembleia Geral, reforçando a convicção de que essas decisões regulatórias serão igualmente céleres tendo em conta o actual contexto sectorial – situação competitiva da ZON/Optimus mostra-se relativamente fragilizada tendo em conta os lançamentos das ofertas Quadruple Play por parte dos principais concorrentes, nomeadamente a Portugal Telecom (MEO) e Vodafone (RED). No limite, a conclusão do projecto de fusão estará concluído no 4Q13, sendo eventualmente possível uma antecipação do fecho da operação para meados do 3Q13 – caso se verifique a concomitância de um conjunto de factores globalmente favoráveis.

5 – Avaliação Relativa

No quadro em baixo enunciamos o valor das principais métricas fundamentais da Sonaecom e dos respectivos peers, sendo que no espaço Europeu a operadora nacional transacciona relativamente alinhada com o sector nas rubricas do PER e exhibe um desconto assinalável na métrica de EV/EBITDA. Refira-se que a Sonaecom mostra-se igualmente menos alavancada que os seus principais peers, o que se materializa nos valores globalmente confortáveis dos rácios CP/Activo (56,9%) e Net Debt/EBITDA (1,31x).

	P/E 2013E	P/E 2014E	P/BV	EV/EBITDA 12	CP/ACTIVO	Net Debt/EBITDA	YTD %
SONAECOM SGPS SA	10,40	9,69	0,53	3,51	56,98%	1,31	6,01
MOBISTAR SA	7,73	8,25	3,18	3,15	26,56%	0,80	-2,32
VODAFONE GROUP	12,22	11,25	1,30	5,96	56,03%	1,44	18,68
HELLENIC TELECOM	8,49	8,16	1,68	3,68	24,09%	1,82	9,02
TISCALI SPA	-	-	-	6,97	-42,33%	5,56	2,34
US CELLULAR CORP	38,60	32,62	0,83	4,29	57,62%	0,50	3,94
Média Europa	15,49	13,99	1,50	4,59	29,83%	1,90	6,28
Média ex. Sonaecom	16,76	15,07	1,75	4,81	24,39%	2,02	6,33

Numa perspectiva histórica, a média dos últimos 5 anos do rácio do PER e do EV/EBITDA situa-se nos 7,60x e 3,80x respectivamente, valores que não se encontram distantes face ao que se observa no momento vigente.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

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.

COMPANY NOTE

6 – Conclusão

O processo de fusão em curso com a Zon continuará a ser o principal driver de valorização do título, sendo que **os títulos da Sonaecom exacerbaram no período recente o desconto relativo que têm mantido face à Zon** – um cenário que consideramos exagerado tendo em conta o rácio de troca implícito no projecto de fusão (Zon=150% Equity Value Optimus). Mesmo que consideremos que a Sonaecom deva transaccionar a desconto face à Zon, tendo em conta que o seu novo perfil de *holding* lhe retira visibilidade de mercado e/ou alguma liquidez, consideramos que o desconto actual afigura-se claramente excessivo – cerca de 26%.

A probabilidade do projecto de fusão concretizar-se até ao 4Q13 mostra-se elevado (acima de 80%), sendo que este apenas se encontra dependente da autorização da Autoridade da concorrência e da declaração de derrogação do dever de OPA por parte da CMVM – uma vez que o veículo (Isabel dos Santos e Sonaecom) deterá 50,1% da empresa resultante do projecto de fusão. Tendo em conta a votação expressiva da base accionista da ZON na última Assembleia Geral de accionistas (99% de votos a favor representativos de 76,2% do capital), estamos em crer que a CMVM não deverá colocar entraves à concretização da fusão nos termos previamente definidos.

No global e com o *overhang* da venda da posição da France Telecom no capital da Sonaecom (20%) ultrapassada, pensamos que a recuperação da dinâmica operacional no período recente, as métricas fundamentais apelativas do título e sobretudo o **forte desconto da Sonaecom (quase 26%) em relação ao valor implícito definido com a incorporação da Optimus na Zon** – traduzem um agregado de factores que suportam a nossa visão positiva para o título num timeframe alargado. Consideramos que o desconto implícito da Sonaecom deverá ser, no mínimo, parcialmente mitigado à medida que se aproximar a conclusão do projecto de fusão, o que nos leva a adoptar a recomendação de comprar o título com preço-alvo de EUR 1,97 por acção.

Visão: COMPRAR

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

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.

COMPANY NOTE

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 Dezembro de 2012:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	3	37,5%
Manter/Neutral	3	37,5%
Reduzir/Vender	2	25,0%
Total	8	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2012:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	8	50,0%
Stop Loss	8	50,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	16	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2012:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	50,0%
Stop Loss	4	50,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	8	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.

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.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt