

## VISÃO – Manter

Price Target: 15,53 EUR

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	15,33
Máx de 52 semanas	16,59
Mín de 52 semanas	12,55
YTD (%)	4,00
Volume médio diário	789.409
Capitalização bolsista (mn)	9.647
Beta	0,94
Dividendo	0,27
EPS	0,94

Nota: Valores de fecho de 23/02/2017

Fonte: Bloomberg

Opinião do consenso (últimos 12 meses)	
COMPRAR	10
MANTER	17
VENDER	6

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	14.622
EBITDA (mn)	830
Nº de empregados	89.027
ROA (%)	12,04
ROE (%)	38,55
D/E	0,04
Dividend Yield (%)	1,73

Fonte: Bloomberg

### Evolução Gráfica



Fonte: Bloomberg

Shareholder	%
Soc Francisco Manuel dos Santos	56,1%
Aberdeen	5,0%
Asteck	5,0%
BNP Paribas	2,2%
BlackRock	2,0%
Vanguard Group	1,5%
Norges Bank Government Pension	1,0%

Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
17-08-2016	Manter	14,7
08-03-2016	Manter	14,09
10-09-2015	Acumular	13,89

### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

### Research:

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

## Jerónimo Martins – Estratégia de crescimento justifica preço actual (Visão Manter, com revisão em alta do price-target para EUR 15,53)

### Sumário

O ano 2016 foi francamente positivo, tendo sido concretizados os objectivos a que o Grupo se tinha comprometido. Prova disso foi o crescimento ao nível das vendas (+6,5%), EBITDA (+7,8%) e Resultado Líquido (+14% excluindo a venda da Monterroio) que permitiu à Jerónimo Martins propor um pagamento de dividendo superior ao período homólogo (para EUR 0,605/acção).

Na divulgação de resultados a empresa referiu que mantém a determinação em continuar a crescer de forma rentável e sustentável, garantindo a eficiência do modelo de negócio e o foco na geração de fluxos de caixa. Esta estratégia da empresa é considerada por nós um ponto forte do Grupo e revela confiança de que a empresa irá conseguir entregar resultados favoráveis ao nível das rúbricas de resultados e de balanço – com crescimento ao nível das vendas e uma eficiência ao nível dos custos.

As alterações face ao modelo anterior apresentado a 17 de Agosto de 2016 prendem-se maioritariamente com i) a actualização dos resultados relativos a 2016; ii) a actualização de alguns pressupostos ao nível do crescimento das vendas e margens EBITDA para cada região; e iii) alterações relacionadas com o nível de investimento, amortizações e evolução dos níveis de dívida.

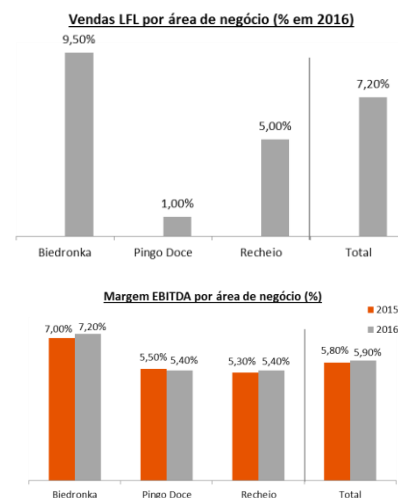
Os *triggers* positivos mantêm-se inalterados e prendem-se com a estratégia adoptada pela empresa, com foco num crescimento sustentado (aumento das vendas com controlo de custos), melhoria da proposta de valor para o consumidor (que leva a um crescimento da quota de mercado nas diferentes geografias) e uma elevada geração de fluxos de caixa. Ainda assim, acreditamos que este perfil único já se encontra incorporado no preço da acção (com reflexos ao nível dos múltiplos de preço) e que o título apresenta alguns riscos que podem condicionar a sua evolução como: i) elevada intensidade da concorrência que pode levar a uma redução de margens; ii) decisões governamentais pendentes; iii) valores deprimidos do índice de preços alimentares.

**Resultados Anuais e Perspectivas para 2017**

**Tabela 1 – Resultados Anuais**

EUR mn	2016	2015	Δ
<b>Vendas e Prestações de Serviços</b>	<b>14.622</b>	<b>13.728</b>	<b>6,50%</b>
Margem Total	3.113	2.937	6,00%
Custos Operacionais	-2.251	-2.138	5,30%
<b>EBITDA</b>	<b>862</b>	<b>800</b>	<b>7,80%</b>
Margem EBITDA	5,9%	5,8%	
Depreciação	-294	-294	-0,10%
<b>EBIT</b>	<b>568</b>	<b>505</b>	<b>12,40%</b>
Resultados Financeiros	-17	-26	-34,50%
Ganhos em Empresas Associadas	10	17	n.d.
Itens não Recorrentes	184	-20	n.d.
<b>EBT</b>	<b>744</b>	<b>475</b>	<b>56,70%</b>
Impostos	-130	-117	11,50%
<b>Resultados Líquidos</b>	<b>614</b>	<b>358</b>	<b>71,50%</b>
Interesses que não controlam	-21	-25	-15,50%
<b>Res. Líquido atribuível a JM</b>	<b>593</b>	<b>333</b>	<b>78,0%</b>
Res. Líquido/acção (€)	0,94	0,53	78,0%

Fonte: Jerónimo Martins: Resultados Ano de 2016; Research BiG



Foco no consumidor permitiu um forte crescimento like-for-like de 7,2%

A estratégia adoptada pelo Grupo, com foco no consumidor, impulsionou as vendas *like-for-like* do Grupo em 7,2%, melhorando a quota de mercado nas várias geografias. As vendas totais registaram um crescimento homólogo de 6,5% para EUR 14,6mn, e são a confirmação de que a estratégia adoptada traduz-se numa competitividade de preços e reforço da atractividade do cabaz e experiência de compra. Em Portugal e na Polónia assistiu-se a uma melhoria da proposta de valor e diferenciação da oferta e numa consolidação da posição de mercado. Na Colômbia, foi realizada com sucesso a entrada na terceira região, Bogotá, conseguida através do conhecimento do mercado e dos consumidores.

Este crescimento das vendas e a cautelosa gestão de custos permitiu, não obstante uma inflação do cabaz ligeiramente negativa, que o Grupo registasse um aumento de 7,8% no EBITDA para EUR 862mn, com a margem a aumentar para 5,9%. O resultado líquido cifrou-se em EUR 593mn, ou EUR 361mn se excluirmos o impacto com a venda da Monterroio (à Sociedade Francisco Soares dos Santos por um total de EUR 310mn, uma mais-valia estimada de EUR 75mn).

Posição de caixa e solidez de balanço permitem dividendo de EUR 0,605/acção

O forte crescimento das vendas e a gestão de investimento e capital circulante permitiram uma melhoria da rotação de capital e uma evolução positiva da rentabilidade do capital investido (29,1% vs. 23,6% anteriores). A posição líquida de caixa (EUR 335mn) e a solidez de balanço permitiram ao Conselho de Administração propor, em Assembleia Geral, um aumento do pagamento do dividendo de EUR 0,605/acção. Esta decisão vem no seguimento da actual situação financeira da empresa e a expectativa de continuar a gerar um forte fluxo de caixa, assumindo um compromisso de estabilidade no futuro sobre a política de dividendos.

Aumento de investimento e flexibilidade para tirar proveito de oportunidades de expansão em destaque para 2017

Na divulgação de resultados o Grupo referiu que não obstante este aumento de dividendo, os planos de investimento mantêm-se (cerca de EUR 700mn em 2017, acima do que antecipávamos, mas não colocando em causa a posição líquida de caixa) e que poderá vir a tirar proveito de qualquer oportunidade de expansão que possa surgir no curto prazo - atribuímos alguma probabilidade de que haja um anúncio neste campo no decorrer de 2017. Na *conference call*, a empresa não concedeu detalhes relativamente a este assunto, tendo o *CEO* posteriormente referido que não tem outros mercados em vista, pretendendo focar-se nas actuais geografias.

**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 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.

**A Jerónimo Martins nas diferentes geografias**

A **Biedronka** beneficiou de um aumento de rendimento disponível através de um incremento do salário mínimo bem como da introdução de um novo subsídio infantil (aplica-se às famílias com mais de um filho menor de 18 anos, independentemente do rendimento do agregado familiar, e também ao primeiro filho no caso de famílias com menores rendimentos). As vendas cresceram 6,3% para EUR 9.781mn (*like-for-like* de 9,5%) e o EBITDA atingiu EUR 707mn, com uma margem EBITDA de 7,2%.

As previsões económicas para a Polónia em 2017 revelam-se favoráveis, com o mercado a apontar para um crescimento do PIB e inflação de 3,1% e 1,7% respectivamente. A nível sectorial, estão ainda pendentes duas decisões: i) aplicação de uma taxa sobre as retalhistas e ii) encerramento das lojas de retalho ao domingo. Relativamente ao primeiro ponto, o país encontra-se a trabalhar numa alternativa depois de ter visto chumbado o actual modelo pela Comissão Europeia (que abriu uma investigação mais aprofundada sobre o tema). Relativamente à segunda decisão, o Governo está a analisar o impacto que o encerramento do retalho ao domingo teria para a economia polaca, esperando-se uma decisão no final de Fevereiro – uma possibilidade mencionada é a introdução desta medida em apenas um domingo por mês, que eventualmente pode ser estendida a todos os domingos. Se as decisões finais forem implementadas para todas as retalhistas, sem distinção, acreditamos que o impacto para a Jerónimo Martins será reduzido.

A Biedronka irá registar uma taxa de vendas *like-for-like* inferior ao período homólogo (estimamos crescimento de 4,35%), ainda que o primeiro trimestre seja mais forte uma vez que o subsídio infantil só entrou em vigor a Abril de 2016. O crescimento total das vendas manter-se-á elevado e reflecte (i) a melhoria de proposta de valor (tendo sido introduzido um novo cartão de fidelidade que inclui promoções que pode impulsionar as vendas) (ii) o aumento do consumo disponível (iii) o foco no consumidor e (iv) a diferenciação da oferta. Ao nível da margem EBITDA, as alterações não deverão ser muito significativas, e com a certeza que o foco da empresa é nas vendas, podendo abdicar desta margem para o efeito.

**Em Portugal**, o Pingo Doce registou um crescimento de vendas de 4,4% para EUR 3.558mn (*like-for-like* de 1,2%), num sector em que o ambiente competitivo voltou a estar em destaque dominado por pressões promocionais, ainda que a inflação alimentar tenha sido positiva (+0,5%) em 2016. O EBITDA ascendeu a EUR 192mn, com a sua margem a fixar-se em 5,4%. Já o Recheio, beneficiou da sua sólida posição competitiva, da inauguração de uma nova loja em Junho e da melhoria registada no segmento HoReCa devido à forte actividade turística no país. As vendas cresceram 5,9% para EUR 878mn (*like-for-like* de 5%) e o EBITDA aumentou 7,4% para EUR 47mn, com a sua margem a fixar-se em 5,4%.

Em termos macroeconómicos, a economia portuguesa deverá crescer 1,3% em 2017 e a inflação deverá rondar os 1,2%. O Grupo deverá manter o seu investimento no reforço da atractividade da sua oferta e na remodelação de lojas, com vista a um crescimento das vendas, num ambiente que deverá manter-se fortemente competitivo (os consumidores mantêm-se sensíveis ao preço). Para 2017, as vendas do Pingo Doce deverão manter a tendência do último ano, sendo que no Recheio perspectivamos um crescimento mais modesto. Ao nível das margens, deverão manter-se em linha com 2016, ainda que há semelhança do referido para a Biedronka, estarão sempre dependentes da exigente concorrência, uma vez que o principal objectivo é o crescimento das vendas.

**Na Colômbia**, o Grupo encontra-se satisfeito com o plano de expansão, nomeadamente com a entrada na terceira região, Bogotá. As vendas em 2016 aumentaram 92,5% para EUR 236mn. Em 2017, o mercado antecipa que a economia colombiana cresça 2,4% e que apresente uma inflação em torno dos 4,4%. A Jerónimo Martins pretende continuar a investir em infra-estrutura e organização interna, pilares importantes para acelerar o seu programa de expansão – e que demonstra confiança no modelo de negócio adoptado. Prevemos um aumento do número de lojas face a 2016, que se irá reflectir num incremento das vendas mas também num maior nível de custos (penalizando o valor do EBITDA – o qual não perspectivamos que atinja o *break-even* antes de 2019).

*Impostos sobre o retalho e Encerramento de lojas ao domingo ainda por decidir*

*Em 2017 mantém-se o foco no consumidor, melhorando a proposta de valor e beneficiando de um aumento de consumo disponível*

*A melhoria da qualidade das lojas (através de uma oferta atractiva) deverá mitigar impacto de ambiente altamente competitivo*

*Em 2017 ocorrerá um acelerar dos planos de expansão nesta região*

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

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

**Múltiplos e Avaliação Relativa**

	P/E 2017E	P/E 2018E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	ROE	ROA	Div. Líq. / Activos	Passivo / Activo	EBITDA Margin	Receitas SY Growth	EV/EBITDA	EV/Vendas
<b>Carrefour</b>	14,87	12,98	1,74	-2,21	3,13	9,38	1,97	0,104	0,763	4,624	-1,120	7,2	0,3
<b>Ahold</b>	18,25	15,65	1,70	1,70	9,05	9,21	3,83	0,045	0,646	6,219	17,272	10,0	0,6
<b>Metro</b>	14,39	12,99	1,73	-5,33	3,34	4,41	0,84	0,095	0,786	3,325	2,085	5,4	0,2
<b>Jerónimo Martins</b>	22,12	19,93	5,55	4,00	1,73	38,55	12,04	-0,074	0,560	5,671	9,089	11,5	0,7
<b>DIA</b>	12,11	11,36	11,13	7,18	4,00	121,32	8,21	0,329	0,909	5,547	n.a.	8,6	0,5
<b>Casino Guichard</b>	22,83	15,75	0,82	15,09	5,95	36,67	6,02	0,178	0,688	2,992	5,056	16,1	0,5
<b>Tesco</b>	25,89	19,55	2,64	-7,40	n.a.	6,81	0,91	0,159	0,804	4,486	-2,837	9,0	0,4
<b>Delhaize</b>	18,45	17,01	n.d.	n.d.	1,75	7,68	3,65	0,054	0,526	5,783	4,467	n.d.	n.d.
<b>média</b>	18,61	15,65	3,62	1,86	4,13	29,25	4,68	0,11	0,71	4,83	4,86	9,80	0,45
<b>média exc. JMT</b>	19,11	15,04	3,29	1,51	4,54	27,93	3,63	0,14	0,73	4,71	4,15	9,46	0,42

Fonte: Bloomberg/ Research BiG

Analisando o múltiplo *price/earnings*, a retalhista negocia a prémio face ao sector de retalho europeu, em linha com o seu histórico e que é em parte justificado pelo seu perfil de crescimento – perceptível através de um superior crescimento das receitas nos últimos cinco anos. De realçar ainda a superior margem EBITDA e retornos de activo e de capital próprio face ao registado pelos principais comparáveis.

Em 2016 o título registou uma valorização de 25,27%, bastante superior ao verificado no sector de retalho a nível europeu (+4,58%) e ao índice PSI-20 (-11,93%) e que é espelhado nos respectivos múltiplos fundamentais.

**Avaliação**

**Análise de Sensibilidade**

		Crescimento em Perpetuidade				
		1,21%	1,71%	2,21%	2,71%	3,21%
WACC	8,38%	14,14	15,01	16,04	17,24	18,67
	8,88%	12,46	13,12	14,86	15,87	17,06
	<b>9,38%</b>	12,46	13,12	<b>13,59</b>	14,72	15,71
	9,88%	11,78	12,35	12,99	13,73	14,57
	10,38%	11,17	11,67	12,23	12,87	13,59

		EV/EBITDA				
		9,21	9,21	10,71	12,21	13,71
WACC	8,38%	16,26	16,26	18,38	20,51	22,64
	8,88%	16,03	16,03	18,12	20,20	22,29
	<b>9,38%</b>	15,80	15,80	<b>17,48</b>	19,91	21,96
	9,88%	15,58	15,58	17,60	19,62	21,63
	10,38%	15,37	15,37	17,35	19,33	21,31

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Cenário base

Método Perpetual Growth (000's)	
Terminal Free Cash Flow	665
WACC	9,4%
Taxa crescimento perpetuidade	2,2%
<b>Perpetuity Value</b>	<b>9.483</b>
Present Value of Terminal Value	6.540
(+) Present Value of Free Cash Flows	1.927
<b>(=) Current Enterprise Value</b>	<b>8.467</b>
(-) Dívida Líquida	-335
(-) Interesses Minoritários	253
<b>(=) Equity Value</b>	<b>8.549</b>
Shares outstanding	629
Current Price (EUR)	15,33
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	<b>13,59</b>
<b>Estimated Upside</b>	<b>-11,4%</b>

Método Crescimento Múltiplo EBITDA (000's)	
Terminal EBITDA	1.217
WACC	9,4%
Enterprise Value / EBITDA	10,71
<b>Terminal Value</b>	<b>13.034</b>
Present Value of Terminal Value	8.988
(+) Present Value of Free Cash Flows	1.927
<b>(=) Current Enterprise Value</b>	<b>10.916</b>
(-) Dívida Líquida	-335
(-) Interesses Minoritários	253
<b>(=) Equity Value</b>	<b>10.998</b>
Shares outstanding	629
Current Price (EUR)	15,33
<b>Estimated Value per Share (EUR)</b>	<b>17,48</b>
<b>Estimated Upside</b>	<b>14,0%</b>

<b>Média de Preço</b>	<b>15,53</b>
<b>upside/downside</b>	<b>1,3%</b>

WACC	
Rd (antes de imposto)	4,2%
Re	9,9%
Tx de Imposto	23%
Debt Target	152
Equity	1.675
V	1.827
<b>WACC</b>	<b>9,38%</b>

Outros Inputs	
Perpetual Growth Rate	2,2%
Dívida (EUR mn)	339,00
Interesses Minoritários (EUR mn)	253,00
Títulos Negociáveis e Depósitos (EUR mn)	674,00
Mercado de Referência	Eurostoxx
# Acções (Milhões)	629,29
EBITDA Múltiplo	10,71

Fonte: Bloomberg/Jerónimo Martins/ Research BiG

Nota: Síntese de Projeções e Informação adicional disponibilizada em anexos

O preço-alvo de EUR 15,53 representa um *upside* de 1,3% face à cotação de fecho de 23 de Fevereiro e uma revisão em alta face ao preço de EUR 14,70 definido na anterior Company Note do dia 17 de Agosto de 2016. Considerando o exposto inicialmente, as principais alterações ao modelo decorrem de: (i) revisão das taxas de crescimento das vendas para as diferentes geografias e a respectiva margem EBITDA; (ii) alterações ao nível do CAPEX, amortizações & depreciações e valores de dívida.

Tal como já anteriormente referenciado, a evolução favorável das principais rubricas de resultados e balanço reflecte a estratégia bem delineada da empresa. Não obstante, acreditamos que esta resiliência operacional e perfil distinto de crescimento encontram-se já, maioritariamente, reflectidos no preço.

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.

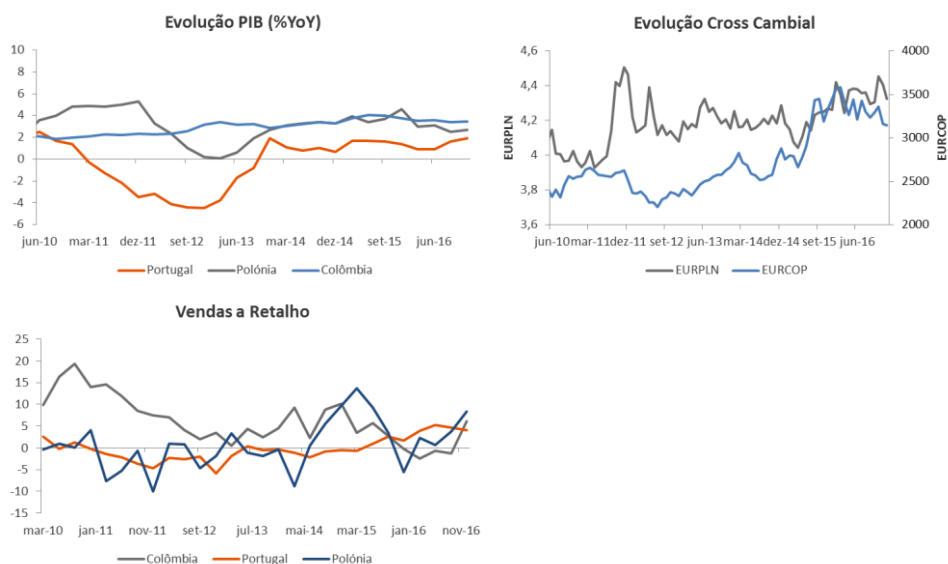
**Analista:**  
João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

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

**Anexos**

(EUR 000)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	CAGR 5Y
Receitas	14.621,00	15.711,03	16.746,97	17.708,61	18.654,82	19.525,95	5%
% Variação	6,5%	7,5%	6,6%	5,7%	5,3%	4,7%	
Custos das Vendas	11.508,00	12.356,26	13.170,99	13.927,29	14.671,46	15.356,57	
% Variação	6,7%	7,4%	6,6%	5,7%	5,3%	4,7%	
Vendas Líquidas	3.113,00	3.354,78	3.575,98	3.781,32	3.983,36	4.169,37	5%
% Margem	21,3%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	
Custos Operacionais	2.251,00	2.438,85	2.574,57	2.712,91	2.841,31	2.952,77	
% Variação	5,19%	8,35%	5,56%	5,37%	4,73%	3,92%	
<b>EBITDA</b>	<b>862,00</b>	<b>915,93</b>	<b>1.001,41</b>	<b>1.068,41</b>	<b>1.142,05</b>	<b>1.216,61</b>	<b>6%</b>
% Margem	5,9%	5,8%	6,0%	6,0%	6,1%	6,2%	
EBIT	568,00	605,02	672,63	720,72	774,36	827,77	6%
Resultados Financeiros	-17,00	-11,14	-10,75	-10,45	-10,12	-9,79	
% Variação	-35,8%	-34,5%	-3,5%	-2,8%	-3,1%	-3,2%	
EBT	745,00	593,88	661,88	710,27	764,24	817,98	1%
Impostos	130,00	138,78	154,67	165,98	178,59	191,15	
% Taxa	17,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	
Resultado Líquido antes interesses	615,00	455,10	507,21	544,29	585,65	626,83	
Interesses que não controlam	21,00	22,73	23,96	25,01	25,63	26,22	
% Variação	-13,6%	8,2%	5,4%	4,4%	2,5%	2,3%	
Resultado Líquido	594,00	432,37	483,25	519,27	560,02	600,61	
Número acções	629,29	629,29	629,29	629,29	629,29	629,29	
EPS	0,94	0,69	0,77	0,83	0,89	0,95	
Amortizações e depreciações	294,00	310,91	328,79	347,70	367,69	388,84	
Capex	482,00	700,00	472,20	469,57	466,95	464,34	
Change in Net Working Capital	-119,34	-129,00	-123,83	-114,95	-113,10	-104,13	
<b>FCF</b>	<b>369,34</b>	<b>206,15</b>	<b>498,37</b>	<b>547,81</b>	<b>609,62</b>	<b>665,24</b>	<b>11%</b>
PV of FCF	190,9473	422,05	424,14	431,52	458,77		

Fonte: Research BiG; Bloomberg; Jerónimo Martins



Fonte Gráficos: Research BiG; Bloomberg

**Vendas like for like (LFL):** Vendas das lojas que operam sob as mesmas condições nos dois períodos. Excluem-se as lojas que abrem ou encerraram num dos dois períodos. As vendas das lojas que sofreram remodelações profundas excluem-se durante o período da remodelação. (Fonte: Jerónimo Martins)

**Analista:**  
João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**  
João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
Bernardo Cância  
research@big.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.

## 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 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 31 de Dezembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	4	44,4%
Manter/Neutral	5	55,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	9	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	40,0%
Stop Loss	6	60,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	10	100,0%

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	50,0%
Stop Loss	2	25,0%
Em Vigor	2	25,0%
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 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 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.