

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Pharol – Redenomação corporativa não ilumina futuro
(Revisão em baixa da recomendação para Manter, com *price target* sob estudo)

VISÃO – MANTER

Price Target: S/R

Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	2
MANTER	7
VENDER	3

Preço e Performance

Preço	0,42
Máx de 52 semanas	3,04
Mín de 52 semanas	0,41
YTD (%)	-50,93
Volume médio diário (mn)	8.938.264
Capitalização bolsista (mn)	380
Beta	1238905
Dividendo	0
EPS	-0,35

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista	
Novo Banco	12,6%
RS Holding SGPS	10,1%
Telemar Norte Leste	10,0%
Norges Bank	5,0%
Morgan Stanley	3,5%
Visabeira	2,7%

Histórico de recomendação		
Data	Recomendação	Price-Target
15-jul-14	Comprar	2,27
19-mai-14	Comprar	s/r

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@big.pt

Diana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.pt

João Saldanha
joao.saldanha@big.pt

1 – Sumário

A criação do nome Pharol – **redenomação da anterior PT SGPS** – emerge com o objectivo do *management* em enaltecê-lo, do ponto de vista da nomenclatura, as diferenças estruturais que se verificavam entre a PT SGPS (holding que detém a participação na Brasileira Oi) e a PT Portugal – cuja venda de activos já foi concluída aos franceses da Altice. A emergência de duas entidades totalmente distintas (PT SGPS e PT Portugal) que resultam do espetacular fracasso do projecto de fusão entre a PT-Oi (anunciado em Outubro de 2013) gerou em determinados momentos alguma confusão/falhas de interpretação entre a comunidade e/ou generalidade dos investidores, pelo que a criação da Pharol surge precisamente para debelar esse tipo de fricções que se observaram ao longo deste período.

O novo nome da PT SGPS – Pharol – partiu, curiosamente, de um estudo de mercado que a Oi (na época então liderada por Zeinal Bava) tinha encomendado para escolher uma nova marca para a CorpCo, empresa que deveria ter nascido no âmbito da fusão entre a PT e a Oi, mas cuja nomenclatura foi, entretanto, adoptada pela PT SGPS uma vez consumada a separação da PT Portugal.

Após a assinatura do novo acordo entre a anterior PT SGPS e a brasileira Oi relativamente aos actuais termos da fusão e após a execução da permuta em 30 de Março de 2015, no momento vigente a **Pharol ostenta como principal activo o investimento de 27,5%** (participação directa e indirecta na Oi), **detendo**, para além de uma posição de caixa e equivalentes próxima de EUR 105 mn, **ainda os instrumentos de dívida sobre a Rio Forte e a opção de compra sobre 47.434.872 acções ON e 94.869.744 acções PN da Oi** – o que permitiria à Pharol o reforço da sua participação na Oi para os anteriores 37,4% do respectivo capital. Adicionalmente, refira-se que a Pharol é liderada por Luís Palha da Silva, substituindo João Mello Franco no cargo, tendo sido alterada igualmente a sede da empresa para as Amoreiras em Lisboa.

Os resultados no 1Q15 da Pharol redundaram em prejuízos de EUR 43 mn, traduzindo essencialmente a perda de EUR 28 mn correspondente à participação efectiva da Pharol (22,8%) no prejuízo de BRL 401 mn apurado pela Oi no 1Q15 e uma perda de EUR 10 mn correspondente ao impacto decorrente da alteração da participação efectiva da PT SGPS na Oi no âmbito da execução da permuta, que reflecte a variação negativa da situação líquida da Oi entre o 4Q15 e o 1Q15.

Noutro âmbito, recordamos que a formalização da venda dos activos da PT Portugal pela Oi à operadora francesa Altice foi já concluída no mês de Junho/2015, depois dos obrigacionistas da PT Portugal terem aprovado a passagem de obrigações no valor de EUR 400 mn para a PT International Finance, integrada na Brasileira Oi, cumprindo-se assim o último passo para a conclusão da venda da empresa à Altice – cujo valor global da transacção ascendeu a EUR 7,4 mil mn.

Nos tópicos seguintes procuramos explicar as principais tendências e *drivers* sobre a actividade da brasileira Oi – traduz obviamente o principal activo (participação de 27,5%) da redenominada Pharol.

2 – Visão

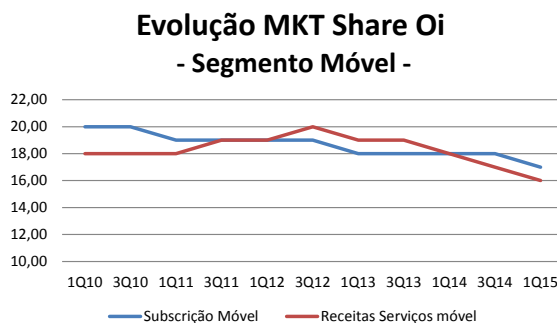
A visão de médio prazo sobre a “nova” Pharol traduz essencialmente a expectativa de longo prazo sobre o que poderá vir a suceder num eventual *turanround* em redor da actividade da Brasileira Oi. Apesar de se tratar de um dos maiores incumbentes de telecomunicações no Brasil, a empresa enfrenta desafios bastante significativos do ponto de vista operacional e financeiro.

As tendências operacionais da empresa afiguram-se marcadamente negativas no período recente, traduzindo o consistente declínio ao nível da quota de mercado, tanto no segmento fixo como no segmento móvel, o que contrasta significativamente com o desempenho claramente mais favorável

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

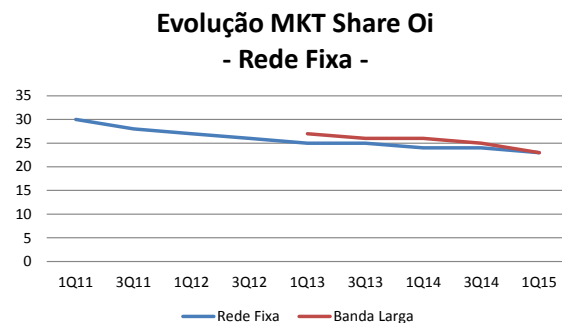
observado por alguns dos seus concorrentes, nomeadamente a Vivo no segmento móvel e a GVT (igualmente adquirida no ano transacto pela Telefónica) na rede fixa.

Figura 2.1 – Evolução MKT Share Oi – Móvel



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

Figura 2.2 – Evolução MKT Share Oi – Fixo



Fonte: Bloomberg; BiG Research;

O nível de margens EBITDA da Oi permanece acima dos peers e relativamente constante no período recente (acima dos 30%), fruto do superior nível de *pricing* (vs tecnologia de serviços) oferecido pela Oi aos seus clientes em relação à oferta de outros incumbentes no Brasil. Esta situação contribui para explicar em parte o declínio acelerado da quota de mercado da Oi em todos os segmentos no Brasil, fenómeno que obviamente não é estritamente justificado pelo *backdrop* macroeconómico negativo que afectou a economia Brasileira, uma vez que as tendências de outros concorrentes não se revelaram marcadamente negativas.

Figura 2.3 – Net Income vs EBITDA - Oi

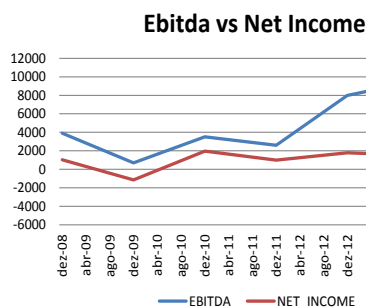
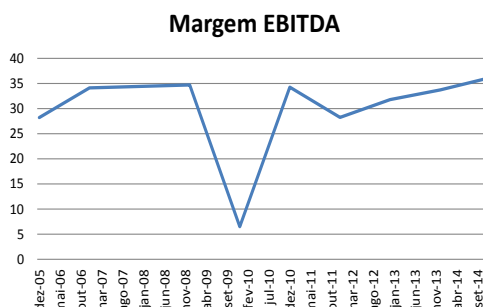


Figura 2.4 – Evolução Margem EBITDA - Oi



A visibilidade de resultados da empresa revela-se amplamente reduzida, sendo expectável que os importantes indicadores financeiros relacionados com a geração de resultados e do free cash flow (EBITDA-CAPEX) da empresa continuem a deteriorar-se até meados de 2017 (ver gráficos em baixo), situação particularmente preocupante uma vez que o ponto de partida já se revela claramente deprimido. A Oi acabou por ficar capturada num complexo equilíbrio de consequências imprevisíveis que resulta do efeito combinado entre diminuição de receitas – redução de investimento – lagging tecnológico – perda de quota de mercado e consequente diminuição de receitas – voltando a cumprir-se o círculo vicioso operacional e financeiro que tem constrangido a capacidade de resposta da empresa num quadro estratégico globalmente desafiante, ainda para mais num contexto de elevado nível de endividamento e/ou deterioração de Balanço.

Figura 2.5 – Evolução Resultado Líquido – Oi

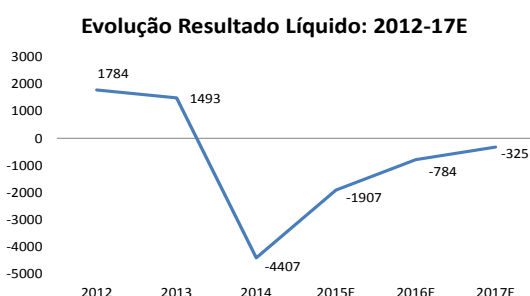
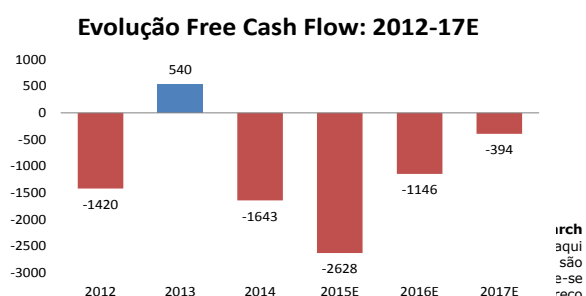


Figura 2.6 – Evolução Cash Flow - Oi



CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@big.pt

Diana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.pt

João Saldanha
joao.saldanha@big.pt

Se quaisquer valores puderem ser alterados 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.

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

O contexto desafiante do mercado de telecomunicações do Brasil, em conjunto com o débil foco da equipa de gestão no esforço de reestruturação da Oi – no qual o arrastamento da fusão PT-Oi acabou por representar um efeito particularmente adverso – o qual **tem penalizado significativamente a credibilidade da actual equipa de gestão**. Recorde-se que o *management* actualizou no início de Abril os termos da reestruturação corporativa vigente, destacando-se o facto da introdução dos títulos da Oi no Novo Mercado consubstanciar-se num projecto “eternamente adiado”, ao passo que outros aspectos da reestruturação corporativa passam eventualmente por uma concretização mais célere, nomeadamente: 1) conversão das acções preferenciais em ordinárias; 2) limitação dos direitos de voto até 15%; 3) fusão de um conjunto de entidades que controlam a cúpula da sociedade da Oi. Estes 3 aspectos de reorganização societária prevê-se que estejam concluídos até final de Outubro 2015, ainda que este novo *timeline* já se afigure estruturalmente atrasado face ao disposto aquando o anúncio do projecto de fusão PT-Oi (tornado público já na longínqua data de 2-Outubro-2013).

iii) **Diferencial Preço PHR PL vs Preço PHR Teórico**

O Equity Value da redenominada Pharol deverá teoricamente corresponder ao valor da participação (27,5%) na Oi, i.e, aproximadamente EUR 416 mn, pelo que a actual cotação (MKT CAP de EUR 374,8 mn) encontra-se claramente a desconto face ao respectivo valor teórico (desconto acima de 9%). Esta situação adquire ainda maior relevância, uma vez que a Pharol tem transaccionado de forma persistente a prémio face ao respectivo valor teórico desde a revisão da participação no Verão do ano passado (37,5% para 27,5%), acentuando-se a previsível convergência do valor dos títulos da Pharol para o valor teórico nos últimos meses de 2015. Esta tendência acabou por ser exacerbada nas últimas semanas – período em que se assistiu a uma relativa estabilização dos títulos da Oi (acima dos BRL 6/acção) em contraste com a quebra assinalável da Pharol (recuou cerca de 15% apenas no mês de Junho).

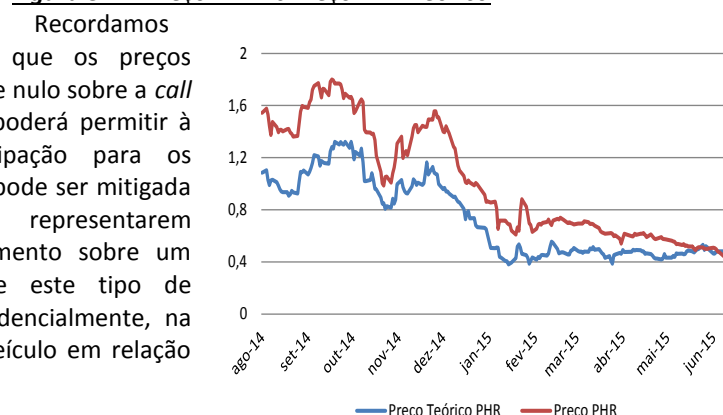
Figura 3.1 - Avaliação PHR @ 27,5% Stake Corpco;

Valuation - PHR Stake CorpCo @27,5%	
OIBR4 BZ Equity (BRL mn)	5285,33
OIBR4 BZ Equity (EUR mn)	1512,17
PHR PL Equity (EUR mn)	374,74
PHR PL Equity @27,5% (EUR mn)	415,85
Prémio/desconto vs. Teórico	-9,9%
EUR/BRL	3,495
Sinergias PHR (EUR mn)*	402,84
Avaliação c/sinergias (EUR mn)*	818,68
# Acções PT (mn)	896,5
Preço-alvo s/ sinergias (EUR)	0,464
Preço Actual PHR PL	0,424
Upside/Downside vs. Last Price	9,4%

* Sinergias totais estimadas em BRL 5.500 mn no âmbito do projecto de fusão PT-Oi

No geral, encaramos esta convergência para o valor teórico ajustado (EUR 0,46) como uma situação relativamente esperada e, de alguma forma, até saudável face à distorção de preços observada entre a Pharol e as acções da Oi num timeframe largo (ver gráfico 3.2 em seguida). Acreditamos que a quebra em baixa dos títulos da Pharol em relação ao seu valor teórico deverá propiciar, já no curto prazo, uma inversão do actual movimento recessivo.

Figura 3.2 – Preço PHR vs Preço PHR Teórico



Recordamos que os preços actuais sugerem um valor praticamente nulo sobre a *call* – detida pela PHR sobre a Oi - que poderá permitir à primeira o incremento da participação para os anteriores 37,3% da Oi. Esta situação pode ser mitigada pelo facto dos títulos da PHR representarem estritamente um veículo de investimento sobre um determinado activo (Oi), pelo que este tipo de correlação entre títulos resulta, tendencialmente, na atribuição de um desconto sobre o veículo em relação

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@big.pt

Diana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.pt

João Saldanha
joao.saldanha@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informa 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 disponibilidade. 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.

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

ao activo principal (situação mitigada na relação específica entre a PHR e a Oi em função da existência da *call option* – que aliás pode ser transaccionável – e pelo maior grau relativo de liquidez atribuído aos títulos da PHR quando comparados com os da Oi).

iv) **Avaliação Relativa & Síntese de Múltiplos**

	Activos	Net Debt	EBITDA 15E	Net Debt/EBITDA	MKT CAP
Oi	102.789	33.117	7.398	4,48	5.462
AMX*	1.256.307	534.435	277.520	1,93	69.680
Vivo	73.065	15.780	11.667	1,35	64.903
TIMP	32.695	6.736	5.727	1,18	22.685

Nota: Valores em BRL mn; AMX com valores em USD; Fonte: Bloomberg & BiG Research;

A análise estrita ao perfil de múltiplos do sector de telecomunicações no Brasil mostra-se pouco conclusiva, tendo em conta o nível de disparidades observadas entre os principais concorrentes – quer do ponto de vista da dimensão, quer do ponto de vista da qualidade do Balanço/Activos. No caso específico da Oi, revela-se inviável extrapolar uma avaliação credível da empresa por via de uma *proxy* de múltiplos tendo em conta a incapacidade da empresa em gerar resultados (P/E negativos), situação agravada pela deterioração do Balanço da empresa que se materializa num nível de endividamento significativamente acima dos peers (rácio net debt/EBITDA de 4,50x vs 2,40x média peers). A deterioração do valor dos Activos e o aumento do nível de endividamento da Oi explica igualmente o valor do rácio P/BV relativamente elevado (4,13x), apenas superado pela AMX cuja dimensão e especificidade operacional e financeira revela-se materialmente distinta. Nota positiva apenas para a margem EBITDA da Oi que ainda se mantém acima da média do sector (35% vs 32% sector), ainda que esta situação tem vindo a ser obtida pelo “sacrifício” acelerado da quota de mercado em todos os segmentos (móvel/fixo e dados) identificada anteriormente.

	EBITDA Margin (%)	P/E 15E	P/BV	EV/EBITDA 15E	EV/SALES
Oi	34,60	n.a.	4,13	5,70	1,55
AMX*	30,25	10,25	6,05	6,24	2,01
Vivo	30,20	12,44	1,10	4,32	1,38
TIMP	28,45	14,93	1,83	5,23	1,34

Fonte: Bloomberg; BiG Research

Numa perspectiva *stand alone*, facilmente percebemos que **o Equity Value da Oi mostra-se particularmente reduzido**, tendo em conta as significativas debilidades operacionais e financeiras da empresa **que são naturalmente agravadas pela falta de credibilidade do *management* no âmbito do espectacular falhanço do projecto de fusão entre as empresas Oi-PT e da sua incapacidade em promover uma efectiva reestruturação da empresa**. Assim, no ponto seguinte procuraremos identificar a perspectiva de valor potencial para os accionistas da Oi que poderá emergir num cenário de consolidação no Brasil – único cenário que poderá de alguma forma travar o inexorável destino da Oi.

v) **Perspectivas de Consolidação no Brasil**

O permanente declínio em toda a linha observado pela Oi nos últimos anos e a sua incapacidade de concretizar o eterno prometido plano de reestruturação pode atrasar a realização de alguns movimentos de consolidação que são amplamente expectáveis pelo mercado já há algum tempo a esta parte. A junção com a TIMP ou a compra da Oi pela participada Italiana surgem como os desfechos mais naturais no mercado de telecomunicações no Brasil, pelo que iremos aflorar estas duas possibilidades - contextualizando-as como Cenário 1) e 2) nas tabelas enunciadas abaixo. Já a compra da TIMP pela Oi parece-nos uma possibilidade mais remota, tendo em conta a fraca qualidade do Balanço da Oi e o seu estágio do plano de reestruturação, mesmo que esta operação implique uma tripla repartição dos activos da TIMP pelos remanescentes operadores (Oi, TEF.Brasil e Claro).

Refira-se que as operações da TIMP representam cerca de metade da dimensão dos activos da TEF.Brasil e da própria Claro, pelo que conceptualmente o racional da junção com uma Oi (mesmo

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@big.pt

Diana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.pt

João Saldanha
joao.saldanha@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.

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

declinante) acaba por fazer sentido, com o factor “tempo” a exercer um factor positivo para uma operação deste género, uma vez que o subinvestimento e/ou *lag* tecnológico da Oi acaba por agravar o círculo vicioso dos problemas operacionais e financeiros da empresa – cuja erosão de valor continuará a ser relevante no médio prazo. Os comentários de responsáveis da TIMP sobre alguma operação de junção com a Oi – não afastam, mas diferem-na no tempo – surge como um factor de pressão sobre a Oi para alcançar termos (preço) claramente mais favoráveis para a participada Italiana numa eventual operação deste género. Esta estratégia da TIMP não está isenta de riscos, uma vez que o diferimento excessivo de uma eventual operação de consolidação com a Oi pode motivar a antecipação de outros *players* que têm interesse estratégico no mercado de telecomunicações no Brasil. Neste particular, realce para as notícias que dão conta do objectivo da AT&T em entrar no mercado Brasileiro, tendo sido já adiantado que a empresa norte-americana ter-se-á esforçado em assegurar reuniões com o Governo Brasileiro de forma a apurar as reais possibilidades sobre uma eventual entrada no mercado local.

Tabela 5.1 – Breakdown Indicadores Oi + Tim

Breakdown Indicadores - Oi + TIM -	Oi 2014	TIM 2015E
Receitas (Oi + TIM)	48044	47546
Oi	28546	27860
Tim	19498	19686
EBITDA (Oi + TIM)	15899	13441
Oi	10361	7535
Tim	5538	5906
Capex (Oi + TIM)	10759	9332
Oi	6385	4636
Tim	4374	4696
EBITDA-Capex (Oi + TIM)	5140	4109
Oi	3976	2899
Tim	1164	1210
Net Debt (Oi + TIM)	-	39.853
Oi	-	33.117
Tim	-	6.736
Net Debt/EBITDA (Oi + TIM)	2,51	2,97
Oi	3,20	4,40
Tim	1,22	1,14

A tabela 5.1) evidencia as potencialidades em torno da combinação dos negócios entre a TIMP e a Oi. Neste âmbito, salientamos a diluição das necessidades de Capex, ainda que a geração de *Free Cash flow* deverá continuar pressionado. Já a dívida líquida agregada fixar-se-ia nos BRL 40 mil mn em 2015E, materializando-se num rácio dívida líquida/EBITDA de 2,97x, ainda assim bastante abaixo dos actuais 4,40x verificados pela Oi.

Quadro 5.2 – Tabela M&A Multiples Telecoms 2011/15

M&A Multiples - Telecoms Worldwide - 2011/15	
EV/EBITDA Multiple (Median)	7,9
EV/EBITDA Multiple (Low)	5
EV/EBITDA Multiple Oi 2015E	5,7
EV/EBITDA Multiple Oi 2015E (Discount)	5,5

Nota: Valores em BRL mn

Os cenários de consolidação mais prováveis que identificamos abaixo passam por um eventual projecto de fusão entre a TIMP-Oi (com stakes relativos de 75%-25% na nova empresa) e ou a formalização de uma OPA da TIMP sobre a Oi. Tal como referimos anteriormente, o facto da posição negocial da Oi mostrar-se amplamente fragilizado, leva-nos a considerar múltiplos implícitos da operação (EV/EBITDA) no limite inferior das operações de consolidação realizadas no sector de telecomunicações a nível global nos últimos 5 anos – ver quadro 5.2) anterior. Mesmo num contexto pouco ambicioso para o perfil de múltiplos implícito a uma eventual operação de fusão ou aquisição, o Equity Value afecto estritamente à Oi mostra-se particularmente acima do respectivo MKT CAP actual da Oi. Identificamos assim uma avaliação para a Oi de aproximadamente BRL 9.190 mn (Fusão com a TIMP) ou de BRL 8.326 mn (via OPA da TIMP), traduzindo um *upside* ex-sinergias de respectivamente 67% e 51% respectivamente face aos preços actuais. Caso se verifique algum tipo de movimento de consolidação que envolva a Oi mas que acabe por excluir a própria TIMP (vide caso da AT&T), acreditamos que a avaliação implícita para a Oi ficará igualmente, em termos gerais, dentro dos intervalos delineados nos Cenários 1) e 2), pelo que não iremos debruçar-nos sobre outras possibilidades de consolidação e avaliação para além das referidas nos quadros 5.3 em seguida.

Quadros 5.3 – Tabelas Avaliação de cenários M&A – TIMP/Oi

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@big.pt

Diana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.pt

João Saldanha
joao.saldanha@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.

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Cenário 1) Avaliação Fusão TIMP - Oi @(TIMP75% ; Oi25%)	
EV/EBITDA Multiple (x)	5,7
Enterprise Value (TIMP + Oi)	76.614
Net Debt (TIMP + Oi)	39.853
Equity Value (TIMP + Oi)	36.761
Equity Value (Oi @25%)	9.190
Oi MKT CAP Actual	5.499
Upside/Downside ex-sinergias	67,1%

Nota: Valores em BRL mn

Fonte: BiG Research

Cenário 2) Avaliação - Operação de Compra da Oi pela TIMP	
EV/EBITDA Multiple (x)	5,5
Enterprise Value Oi	41.443
Net Debt Oi	33.117
Equity Value Oi	8.326
Oi MKT CAP Actual	5.499
Upside/Downside ex-sinergias	51,4%

Estimativa Sinergias - Oi + TIM		Valor
Capex Combinado (@5%)	10759	2.690
Opex Combinado (@8%)	18787	7.515
Sinergias Totais (BRL mn) 2016E-20E		10.205
Sinergias atribuídas Oi@25% 5Y		2.551

Nota: Valores em BRL mn

Fonte: BiG Research

Os nossos pressupostos de avaliação em torno de uma eventual operação de fusão entre a TIMP-Oi (75%,25%) respectivamente, traduz a obtenção de um Equity Value atribuível ao respectivo stake da Oi no valor de quase BRL 9,2 mil mn.

O cenário de uma eventual aquisição da Oi pela TIMP, baseada num múltiplo EV/EBITDA de 5,5x, resulta numa avaliação (ex-sinergias) do Equity Value da Oi em BRL 8,33 mil mn – traduzindo um *upside* acima de 50% face aos valores actuais.

O cálculo das sinergias ascendeu a BRL 10,2 mil mn no período entre 2016E-20E, traduzindo aproximadamente poupanças de 5% e 8% do respectivo Capex e Opex combinado.

vi) OPINIÃO

A Oi continua a enfrentar desafios muito exigentes no que respeita a capacidade do *management* (até ao momento totalmente falhada) em inverter a tendência declinante estrutural que afecta todas as áreas de negócio da empresa (Fixo, Móvel, Dados), sendo que o inacreditável arrastamento da operação de fusão entre a Oi e a PT acabou por resultar num fiasco tremendo que também minou a credibilidade da equipa de gestão. Neste momento, **a Oi encontra-se em pleno círculo vicioso de quebra de receitas – subinvestimento - lag tecnológico – perda de quota de mercado – que tem e continuará a ter um efeito marcadamente perverso na erosão de valor da empresa.** O consenso de mercado prevê que tanto o Free Cash Flow como o Resultado Líquido manter-se-á negativo até, pelo menos, 2017 – com o impacto da compra da GVT pela Telefonica Brasil (2014) a contribuir para a deterioração mais acelerada das tendências operacionais e financeiras da empresa. Apesar do esforço tardio da equipa de gestão em fomentar a reestruturação societária da Oi, parece-nos que estas medidas são globalmente insuficientes e já demasiado atrasadas no tempo. Efectivamente, **a capacidade de inversão operacional/financeira da empresa dependerá, invariavelmente, por uma nova operação de consolidação no Brasil – sendo que o racional de junção com a TIMP parece-nos o mais lógico,** para as duas partes, entre as (poucas) possibilidades no mercado. Adicionalmente, o propalado interesse da norte-americana AT&T em entrar no mercado de telecomunicações no Brasil poderá criar alguma pressão para que seja encontrada uma solução via M&A mais célere do que se encontra actualmente esperada pelo mercado.

Ainda que seja extraordinariamente difícil proceder a uma estimativa conclusiva de avaliação sobre a Oi (perfil de múltiplos completamente distorcido), **os nossos cálculos anteriores conduziram a um Equity**

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@big.pt

Diana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.pt

João Saldanha
joao.saldanha@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.

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Value estimado para a Oi no intervalo entre BRL 4.150 mn e BRL 9.190 mn (impacto de eventual fusão entre TIM-Oi), traduzindo um eventual *downside* de aproximadamente 25% e um *upside* máximo de 67% face aos preços actuais, **o que perfaz um rácio risco-retorno globalmente atractivo** – ainda que a sua concretização dependa objectivamente de factores claramente especulativos difíceis de antecipar. Refira-se que o *downside* (-25%) projectado resulta essencialmente da contínua erosão de valor da empresa, enquanto não for encontrada uma solução (a qual passará inevitavelmente por um movimento de concentração) e que, no limite, poderá até envolver algum tipo de intervenção por parte do Estado, uma vez que o BNDES (Banco Público) tem um *stake* de quase 5% na empresa e constituiu linhas de crédito com a Oi superiores a BRL 6 mil mn, isto para além de alguns dos principais accionistas (via Fundo de Pensões) ainda serem controlados pelo Estado (Caravelas).

O complexo equilíbrio entre a relativa atractividade do título num contexto essencialmente especulativo (via junção ou aquisição pela TIMP) e a **falta de credibilidade da empresa em concomitância com a manutenção de tendências operacionais e financeiras marcadamente débeis**, ainda para mais sem perspectivas de inversão num prazo mais curto, **leva-nos a adoptar uma visão NEUTRAL** sobre o título da Oi e consequentemente a Pharol, uma vez que uma parte significativa do *newsflow* negativo parece estar já relativamente incorporado. Ainda assim, a previsível morosidade na concretização de uma solução via M&A no mercado Brasileiro poderá continuar a acarretar um efeito negativo sobre os títulos da Oi/Pharol, não obstante o esforço (tardio) na aceleração do processo de reestruturação societária no período recente.

vii) Síntese Racional de Investimento

Visão: Manter;

Preço-Alvo: s/r;

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@big.pt

Diana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.pt

João Saldanha
joao.saldanha@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.

João Lampreia

joao.lampreia@big.pt

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 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**João Lampreia
joao.lampreia@big.ptAna Mendonça
ana.mendonca@big.ptDiana Oliveira
diana.oliveira@bancobig.ptJoão Saldanha
joao.saldanha@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.