

COMPANY NOTE

Portugal Telecom – Correção histórica anula prémio PT-Oi

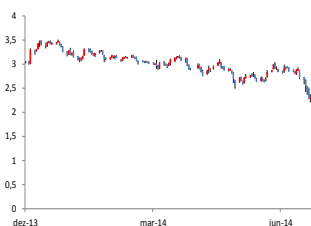
VISÃO – COMPRAR

Price Target: EUR 2,27

| Opinião do consenso | Nº de recomendações |
|---------------------|---------------------|
| COMPRAR | 6 |
| MANTER | 12 |
| VENDER | 5 |

| | |
|-----------------------------|-----------|
| Preço | 190 |
| Máx de 52 semanas | 4,48 |
| Mín de 52 semanas | 1,81 |
| YTD (%) | -39,87 |
| Volume médio diário (mn) | 7.994.376 |
| Capitalização bolsista (mn) | 1.703 |
| Beta | 1,166828 |
| Dividendo | 0,1 |
| EPS | 0,39 |

Evolução Gráfica



| Estrutura Accionista | |
|----------------------|-------|
| BES | 10,1% |
| RS Holding SGPS | 10,1% |
| Telemar Norte Leste | 10,0% |
| UBS | 5,0% |
| Norges Bank | 5,0% |
| Pictet Funds | 3,1% |
| Visabeira Group | 2,6% |

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Matos
Joao.matos@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt

1 – Sumário

A presente nota serve para actualizar os pressupostos e a respectiva avaliação da Portugal Telecom, procurando também explicar os diferentes cenários que poderão ainda ocorrer até (ao que se espera) à conclusão da fusão PT-Oi, que se estima em Setembro. **O título foi alvo de forte pressão nos primeiros meses do ano, no seguimento do aumento de capital da Oi e, mais recentemente, com o anúncio público da exposição da PT a dívida emitida pela Rioforte. Ambos exacerbaram o sentimento negativo e constituem dois factores que motivaram a nossa revisão em baixa da avaliação da Portugal Telecom.** Identificámos três cenários distintos para a avaliação da PT, conforme se concretize (ou não) uma eventual revisão dos termos da participação do negócio. O nosso cenário *Base* de avaliação mostra-se bastante conservador ao admitir uma eventual **revisão em baixa do stake da PT na CorpCo para 32,5% - Equity Value incluindo sinergias de EUR 2031,7 mn – e que representa um novo preço-alvo da PT de EUR 2,27** (vs. EUR 3,62 anterior em Novembro13). O menor preço-alvo identificado acaba por ser explicado pela forte desvalorização da Oi (em EUR 0,96) neste período e a eventual revisão em baixa do *stake* da PT na CorpCo (em EUR 0,39) – pelo que o **efeito agregado destes factores mostra um impacto negativo no Equity Value da PT em EUR 1220 mn, ou EUR 1,35 por acção.**

No passado dia 26 de Junho veio a público informação que revelou uma posição da Portugal Telecom no valor de EUR 900 mn (cerca de 35% do valor de mercado da PT à data) em papel comercial da Rioforte, uma das *holdings* do Grupo Espírito Santo – e que se encontra numa situação financeira muito fragilizada. Neste momento subsistem dúvidas sobre a capacidade da empresa reembolsar o investimento da PT, constituindo uma forte perda potencial para a operadora. Os accionistas da Oi, incluindo o actual CEO e ex-CEO da PT Zeinal Bava, afirmaram não ter qualquer conhecimento da operação.

O projecto de fusão PT-Oi em curso parece-nos já demasiado adiantado para conhecer algum *volte-face* inesperado, pelo que consideramos uma eventual revisão dos termos de troca da operação como o acontecimento potencial mais gravoso para a PT, não sendo de excluir a possibilidade de descarrilamento do calendário previsto para a operação. Com efeito, recordamos que a atribuição de um *stake* inferior a 36,6% da CorpCo poderá comprometer o negócio, ao passo que os responsáveis da operadora Portuguesa defendem-se afirmando que a informação sobre as aplicações (instrumentos de dívida e papel comercial) da PT constava nos relatórios públicos divulgados pela empresa.

2 – Enquadramento Pós-Fusão

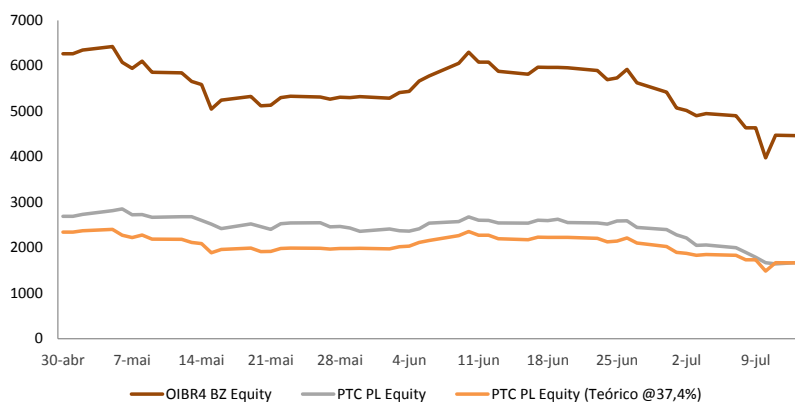
Os valores do aumento de capital da Oi resultante da fusão acabaram por se cifrar em BRL 13,22 mil mn, ligeiramente abaixo das estimativas originais de BRL 14 mil mn. Este valor reparte-se pelo aumento de capital pela Oi, em *cash*, no valor de BRL 7,5 mil mn, e a subscrição em espécie (transferência de activos) por parte da Portugal Telecom, com um valor de BRL 5,7 mil mn.

Concluído o aumento de capital, a Portugal Telecom passou a deter, directa e indirectamente, 37,4% da Oi. Uma vez que a subscrição da PT foi feita em espécie, realizada integralmente através da contribuição dos activos e participações da empresa, então podemos inferir que **a capitalização de mercado teórica da PT deveria tendencialmente corresponder a 37,4% da capitalização da Oi – pós aumento de capital.** Visualizando o gráfico abaixo (Figura 2.1), identificamos que **a Portugal Telecom tem consistentemente transaccionado a prémio face ao seu valor teórico**, uma situação que apenas foi corrigida no período mais recente (final de Junho), desde que foi anunciada a exposição a títulos de dívida da Rioforte. **Desde então o prémio tem estreitado, ocorrendo assim uma convergência lógica entre ambos os valores.**

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 correção 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

Figura 2.1 – Market Cap Oi, PT e PT teórico (EUR mn), Mai14-Jul14

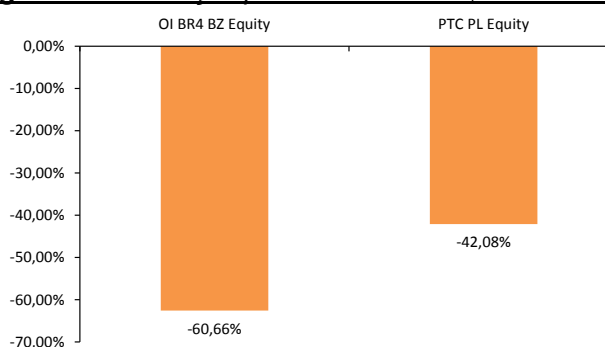


Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research;

O gráfico acima espelha claramente que os títulos da PT transaccionam, por fim, a um nível justo tendo por base a capitalização bolsista da Oi – situação que acreditamos poder consubstanciar-se numa oportunidade de entrada, caso obviamente não se materialize uma revisão em baixa dos termos de troca da Fusão.

Desde o anúncio da celebração do memorando de entendimento entre o projecto de fusão da Oi e da Portugal Telecom (2/Out/13), ambos os títulos têm desvalorizado fortemente em bolsa, como se pode ver pelo quadro abaixo (Figura 2.2). Parte dessa desvalorização deve-se à forte diluição da estrutura accionista da Oi perante a dimensão do aumento de capital realizado: a capitalização de mercado da empresa Brasileira no final de Abril era de BRL 3,86 mil mn, pelo que o aumento de capital em *cash* correspondeu a quase duas vezes o valor de mercado da empresa. A complexidade da operação, reflectindo a própria estrutura accionista da Oi pouco ortodoxa e em que se assistiu a uma tentativa de bloqueio por parte de accionistas minoritários acabou por contribuir negativamente para o desenrolar da operação e acarretou perdas ainda mais significativas para a base accionista da Oi e da PT.

Figura 2.2 – Variação percentual PT & Oi, Out/13 - Jul/14



Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research;

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Matos
Joao.matos@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt

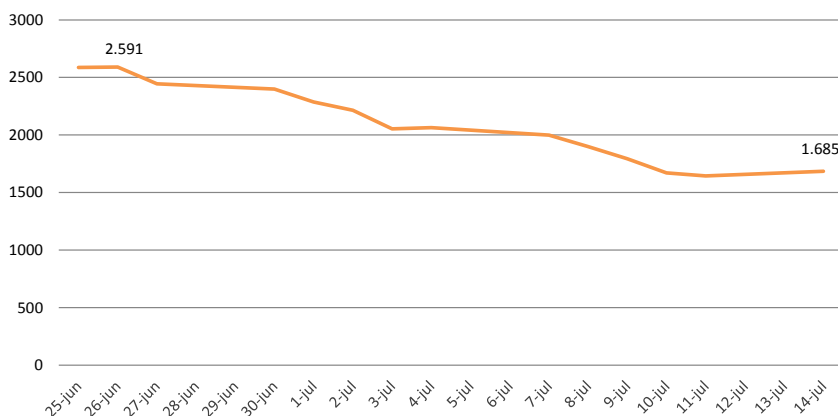
A nossa visão é que o mercado já extremou grande parte de possíveis perdas que a Portugal Telecom poderá incorrer com a posição que detém em papel comercial da Rioforte. Com efeito, em pouco mais de 15 dias (desde o anúncio da posição na Rioforte) de negociação, a capitalização bolsista da empresa (Figura 2.3) caiu mais do que EUR 900 mn, fixando actualmente novos mínimos históricos abaixo dos EUR 2 por acção. A maturidade da maior parte deste investimento é a 15 de Julho, permanecendo em aberto a possibilidade de

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

cenários tão distintos como um possível *roll-over* da dívida e/ou eventual incumprimento do emitente, pelo que a incerteza e a volatilidade deverão permanecer a níveis elevados nos prazos mais curtos.

Figura 2.3 – Market Cap PT (EUR mn), 26/Jun/14 – 14/Jul/14



Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research;

3 – Avaliação Portugal Telecom e Pressupostos

O desenvolvimento do caso Rioforte mostra-se ainda bastante incerto, sendo possível o reembolso por inteiro da dívida e/ou eventual *roll-over* do papel comercial, sendo também plausível um eventual incumprimento sobre os títulos de dívida detidos pela operadora sobre a Rioforte. Não obstante, refira-se que a **PT poderá ser duplamente prejudicada por uma perda da posição negocial nos termos de troca da fusão, se os accionistas da Oi impuserem uma redução na sua participação na CorpCo**, a sociedade final. Tendo esta possibilidade em conta, **construímos três possíveis cenários**, com diferentes participações finais para a PT na CorpCo.

| Base Valuation - PT Stake CorpCo @32,5% | |
|---|----------|
| OIBR4 BZ Equity (BRL mn) | 13405,00 |
| OIBR4 BZ Equity (EUR mn) | 4432,72 |
| PTC PL Equity (EUR mn) | 1682,75 |
| PTC PL Equity @32,5% (EUR mn) | 1440,63 |
| Prémio/desconto vs. Teórico | 16,8% |
| EUR/BRL | 3,024 |
| Sinergias PT (EUR mn) | 591,08 |
| Avaliação c/sinergias (EUR mn) | 2031,72 |
| # Acções PT (mn) | 896,5 |
| Preço-alvo s/ sinergias (EUR) | 1,61 |
| Preço-alvo c/ sinergias (EUR) | 2,27 |
| Upside/Downside @ 1,88 (14JUL) | 20,5% |

O cenário **Base Valuation pressupõe uma revisão em baixa ligeira da participação da PT na CorpCo para os 32,5%** que acreditamos ser admissível tendo em conta a complexidade da exposição a dívida da Rioforte. Nesta situação, obtemos um valor para o **Equity Value atribuível à Portugal Telecom de EUR 1440,6 mn, traduzindo ainda um prémio (ex-sinergias) acima de 16% dos preços actuais.**

Incorporando as respectivas sinergias decorrentes da fusão, no valor de EUR 591 mn, obtemos por fim **uma avaliação para a participação de 32,5% da PT na Oi de EUR 2031,7 mn, traduzindo um preço-alvo de EUR 2,27 respectivamente – corresponde a um upside superior a 20% face aos preços actuais.**

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Matos
Joao.matos@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt

COMPANY NOTE

Nos quadros em baixo, consideramos dois cenários de avaliação claramente distintos: i) **Current Valuation** em que não se verifica nenhuma alteração aos termos de troca da operação; ii) **Low Valuation** em que se concretiza uma agressiva redução da posição do stake final da PT na CorpCo para 25% e que tem por base uma *Recovery Rate* teórica de 40%.

O cenário i) **Current Valuation** pressupõe, tal como referido anteriormente, que se manterão inalterados os termos de troca da fusão – com a **PT a obter uma posição final de 37,5% na CorpCo**. O **Equity Value implícito da Portugal Telecom eleva-se para EUR 1657,8 mn** (ex-sinergias) e totaliza mais de EUR 2338 mn com a inclusão das sinergias operacionais e financeiras para o negócio. O **preço-alvo para os títulos da Portugal Telecom seria assim de EUR 2,61**, traduzindo um upside superior a 38% face aos preços actuais.

| Current Valuation - PT Stake CorpCo @37,4% | | Low Valuation - PT Stake CorpCo @25% | |
|--|-------------|--------------------------------------|-------------|
| OIBR4 BZ Equity (BRL mn) | 13405,00 | OIBR4 BZ Equity (BRL mn) | 13405,00 |
| OIBR4 BZ Equity (EUR mn) | 4432,72 | OIBR4 BZ Equity (EUR mn) | 4432,72 |
| PTC PL Equity (EUR mn) | 1682,75 | PTC PL Equity (EUR mn) | 1682,75 |
| PTC PL Equity @37,4% (EUR mn) | 1657,84 | PTC PL Equity @25% (EUR mn) | 1108,18 |
| Prémio/desconto vs. Teórico | 1,5% | Prémio/desconto vs. Teórico | 51,8% |
| EUR/BRL | 3,024 | EUR/BRL | 3,024 |
| Sinergias PT (EUR mn) | 680,20 | Sinergias PT (EUR mn) | 454,68 |
| Avaliação c/sinergias (EUR mn) | 2338,04 | Avaliação c/sinergias (EUR mn) | 1562,86 |
| # Acções PT (mn) | 896,5 | # Acções PT (mn) | 896,5 |
| Preço-alvo s/ sinergias (EUR) | 1,85 | Preço-alvo s/ sinergias (EUR) | 1,24 |
| Preço-alvo c/ sinergias (EUR) | 2,61 | Preço-alvo c/ sinergias (EUR) | 1,74 |
| Upside/Downside @ 1,88 14JUL | 38,7% | Upside/Downside @ 1,88 14JUL | -7,3% |

Por fim, o cenário ii) **Low Valuation** tem por base uma revisão em baixa agressiva dos termos de troca da fusão, cabendo à **Portugal Telecom nesta caso uma posição de apenas 25% da CorpCo** – assumindo uma *Recovery Rate* teórica de 40% (em relação aos termos vigentes) sobre o respectivo papel comercial da Rioforte, isto é, EUR 360 mn.

Neste caso mais extremo, obtemos um **Equity Value** para a Portugal Telecom, já incluindo as respectivas sinergias, que baixa para EUR 1562,8 mn, traduzindo um preço-alvo de EUR 1,74 por acção (*downside* de 7,3% vs preços actuais).

No global, obtemos um intervalo de avaliação para o **Equity Value** da Portugal Telecom, consoante o respectivo stake final na CorpCo, entre EUR 1562,8 mn (*Low Valuation*) e EUR 2338 mn (*Current Valuation*). De forma prudencial e não surpreendente, o nosso cenário **Base incorpora uma avaliação para a PT** algures entre este intervalo, nomeadamente nos **EUR 2031,7 mn e/ou EUR 2,27 por acção**. Reforçamos o perfil conservador deste cenário *Base*, tendo em conta que este não pressupõe qualquer criação de valor adicional com um eventual *turnaround* operacional e financeiro bem-sucedido na actividade Brasileira.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Matos
Joao.matos@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt

COMPANY NOTE

4 – Avaliação Relativa

No quadro em baixo enunciamos o valor das principais métricas fundamentais da Portugal Telecom e dos respectivos *peers*, sendo que no espaço Europeu a **operadora nacional transacciona a desconto pronunciado nas rubricas do P/E actual, P/E 15E e P/BV**. De notar que neste momento as **acções da empresa estão cotadas ligeiramente abaixo do valor contabilístico**, mais uma mostra da forte correcção imposta pelos mercados no título da PT. O nível de endividamento mostra-se relativamente elevado, explicado em grande medida pelos investimentos significativos em infra-estruturas e tecnologias de rede realizados nos últimos anos. Com efeito, a dívida líquida representa cerca de 4,3x o EBITDA gerado, um valor de endividamento acima da média sectorial (2,62x).

| MÚLTIPLOS EUROPA | P/E CURRENT | P/E 2015E | P/BV | YTD % | Margem EBITDA trail. | Div. Liq./EBITDA | EV/EBITDA 2013 | EV/SALES 2013 |
|------------------|-------------|-----------|------|--------|----------------------|------------------|----------------|---------------|
| ORANGE | 15,85 | 12,13 | 1,23 | 26,83 | 30,40% | 2,51 | 4,57 | 1,39 |
| DEUTSCHE TELEKOM | 24,53 | 18,10 | 2,19 | -1,33 | 30,00% | 2,60 | 6,31 | 1,65 |
| PORTUGAL TEL-REG | 5,67 | 10,22 | 0,95 | -40,82 | 38,95% | 4,28 | 7,02 | 2,75 |
| TELECOM ITALIA S | n.a. | 11,49 | 0,98 | 21,08 | 41,60% | 3,13 | 5,27 | 2,15 |
| TELEFONICA | 12,81 | 13,20 | 2,58 | 2,83 | 33,33% | 2,55 | 5,40 | - |
| BT GROUP PLC | 15,02 | 12,22 | n.a. | 1,77 | 33,44% | 1,20 | 6,26 | 1,81 |
| BELGACOM SA | 12,55 | 15,21 | 2,70 | 11,44 | 27,73% | 1,07 | 5,54 | 2,09 |
| TELEKOM AUSTRIA | 32,60 | 19,28 | 2,08 | 30,31 | 30,91% | 2,92 | 5,39 | 1,54 |
| média | 17,00 | 13,98 | 1,81 | 6,51 | 33,30% | 2,53 | 5,72 | 1,91 |
| média exc. PT | 18,89 | 14,52 | 1,96 | 13,28 | 32,49% | 2,28 | 5,53 | 1,77 |

Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research;

A margem EBITDA da operadora Portuguesa mostra-se uma das mais elevadas no espaço de telecomunicações Europeu, **reflectindo em grande medida o perfil tecnológico superior** da empresa em relação aos *peers*. Recorde-se que a PT foi a 2ª empresa da Europa a inovar com o lançamento dos actuais serviços de *quadruple play*.

Já a Oi, em termos relativos, **transacciona a desconto face aos resultados dos últimos 12 meses e a prémio face aos previstos para 2015, sendo que os múltiplos P/E trail. e P/E 15E situam-se nos 1,86x e 28,45x respectivamente**. A explicação para esta discrepância é a quebra significativa dos resultados projectados para a Oi neste período, em resultado da necessidade incremental do CAPEX que traduz um efeito de deterioração sobre a evolução do *Free Cash Flow*.

| MÚLTIPLOS BRASIL | P/E CURRENT | P/E 2015E | P/BV | YTD (%) | Margem EBITDA trail. | Div. Liq./EBITDA | EV/EBITDA 2013 | EV/SALES 2013 |
|------------------|-------------|-----------|------|---------|----------------------|------------------|----------------|---------------|
| OI SA | 1,86 | 28,45 | 0,23 | -54,29 | 36,80% | 3,43 | 3,80 | 1,66 |
| TELEF BRASI-PREF | 12,41 | 13,06 | 1,16 | -2,45 | 29,88% | 0,21 | 5,48 | 1,28 |
| TIM PART | 18,11 | 17,63 | 1,90 | -4,46 | 26,62% | -0,11 | 5,72 | 1,67 |
| AMERICA MOVIL-L | 16,64 | 12,20 | 5,13 | -2,10 | 32,56% | 1,73 | 5,28 | 1,49 |
| média | 12,26 | 17,84 | 2,10 | -15,83 | 31,46% | 1,31 | 5,07 | 1,53 |
| média exc. Oi | 15,72 | 14,30 | 2,73 | -3,01 | 29,69% | 0,61 | 5,49 | 1,48 |

Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research;

A margem EBITDA da Oi permanece a mais elevada entre os concorrentes, mas mantém-se sob pressão evidente a tendência das margens no curto-médio prazo e que, naturalmente, **acaba por ser conflituante para o objectivo** da empresa em assegurar, no mínimo, uma **estabilização dos actuais níveis de quota de mercado**.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Matos
Joao.matos@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt

COMPANY NOTE

5 – Conclusão

Mesmo considerando o pior dos cenários (um eventual incumprimento por parte da Rioforte no reembolso da dívida detida pela Portugal Telecom) **a conclusão com sucesso da fusão PT-Oi pode ser tido como o cenário mais provável**, ainda que acreditemos que a volatilidade e o *newsflow* globalmente difuso poderão persistir no período de verão. **Resta saber em que medida os termos negociais**, no que toca à participação final da PT na CorpCo, **podem vir ou não a sofrer algum tipo de alterações**. Tal como referimos acima, o **cenário Base da nossa avaliação da Portugal Telecom**, que entendemos como bastante conservador, **pressupõe uma revisão dos termos da participação da PT na CorpCo para 32,5%**, um vez que uma eventual revisão excessivamente agressiva dos termos do negócio poderá comprometer toda a operação, pelo que as partes terão necessariamente de aproximar-se do ponto de vista do diálogo. Recordamos que, de acordo com os termos do memorando, a fusão pode teoricamente colapsar caso seja atribuída um *stake* da PT na CorpCo inferior a 36,6% respectivamente.

Tendo em conta o estágio bastante avançado da fusão (estima-se final do processo em Setembro), **não acreditamos num volte-face muito significativo no processo** – o qual teria implicações gravosas tanto para a PT como para a própria Oi. Não podemos, no entanto, excluir a possibilidade de um novo adiamento do calendário de fusão (nomeadamente para 2015), sobretudo caso se verifique alguma questão judicial para o balanceamento de negociações adicionais.

O binómio risco-retorno subjacente ao intervalo de avaliação da PT, para cada um dos cenários identificados anteriormente, mostra-se globalmente atractivo, pelo que obtemos um **range de avaliação do Equity Value da PT entre EUR 1562,8 mn e EUR 2338 mn** (EUR 1,74 e EUR 2,61 por acção respectivamente), conforme se materialize ou não uma eventual revisão mais agressiva dos termos de troca da fusão, traduzindo no pior cenário um *downside* de 7% face aos preços actuais e, em relação ao melhor cenário, um *upside* de quase 40% face aos níveis actuais da Portugal Telecom.

Já o cenário Base, assente num conjunto de pressupostos relativamente conservadores, incorpora um Equity Value de EUR 2031,7 mn – reflecte uma ligeira deterioração dos termos de troca da Fusão @32,5% - **o que representa um novo preço-alvo da PT de EUR 2,27** (vs. EUR 3,62 anterior na recomendação de Novembro13).

A nossa visão para os títulos da Portugal Telecom mantém-se assim globalmente positiva, não obstante a nossa revisão em baixa do respectivo preço-alvo para EUR 2,27. Acreditamos ainda assim que se trata de uma **avaliação conservadora**, uma vez que não pressupõe os efeitos de um eventual *turnaround* das operações no Brasil no médio prazo, ao passo que o nível de sinergias também poderá ser incrementado num *timeframe* alargado.

Visão: COMPRAR

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.ptJoão Matos
Joao.matos@bancobig.ptJosé Ramada
Jose.ramada@bancobig.ptAna Mendonça
Ana.mendonca@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 30 de Junho de 2014:

| | Número de Recomendações | % |
|------------------|----------------------------|--------|
| Acumular/Comprar | 4 | 57,1% |
| Manter/Neutral | 3 | 42,9% |
| Reduzir/Vender | 0 | 0,0% |
| Total | 7 | 100,0% |

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2014

| | Número de Recomendações | % |
|---------------|----------------------------|--------|
| Profit Taking | 6 | 54,5% |
| Stop Loss | 2 | 18,2% |
| Em Vigor | 3 | 27,3% |
| Total | 11 | 100,0% |

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2014:

| | Número de Recomendações | % |
|---------------|----------------------------|--------|
| Profit Taking | 2 | 50,0% |
| Stop Loss | 2 | 50,0% |
| Em Vigor | 0 | 0,0% |
| Total | 4 | 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 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@bancobig.pt

João Matos
Joao.matos@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@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.