

COMPANY NOTE

Portugal Telecom – Fusão PT-Oi: O epílogo já esperado;

VISÃO – MANTER

Preço Alvo: EUR 3,62

Preço e Performance

Preço	3,37
Máx de 52 semanas	4,46
Mín de 52 semanas	2,57
YTD (%)	-10,19
Volume médio diário (mn)	6.737.656
Capitalização bolsista (mn)	3.019
Beta	1,67477
Dividendo	0,325
EPS	0,27

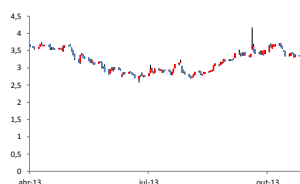
Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	5
MANTER	16
VENDER	7

Informação Financeira

Vendas (mn)	6.393
EBITDA (mn)	2.210
Nº de empregados	70.103
ROA (%)	2,04
ROE (%)	18,71
D/E	3,62
DY	2,75

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista

Grupo Espírito Santo	10,12%
RS Holding	10,05%
Telemar Norte Leste	10,00%
Norges Bank	4,96%
UBS	4,69%
Grupo Visabeira	2,64%
Blackrock	2,35%
Morgan Stanley	2,29%
Controlinveste	2,28%
Pictet Asset Management	2,04%
Ontario Pension Plan	2,01%
Bestinver	2,01%

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

1 – Sumário

A Portugal Telecom anunciou no passado dia 2 de Outubro a celebração de um memorando de entendimento com a Oi e respectivas participadas que define os princípios essenciais para uma proposta de fusão entre os dois grupos, com vista à constituição de uma única sociedade – denominada CorpCo que será cotada de forma tripartida na NYSE Euronext, NYSE e no Novo Mercado. A operação de fusão é uma consequência natural da aliança industrial entre as duas empresas estabelecida desde meados de 2010 e resultará na criação de um operador de telecomunicações líder nos países de língua Portuguesa – cobrindo uma área geográfica com cerca de 260 milhões de habitantes e cerca de 100 milhões de clientes.

A probabilidade da fusão concretizar-se parece-nos elevada (aproximadamente 80%) tendo em conta o relacionamento histórico dos dois grupos e o compromisso já estabelecido quer do ponto de vista das equipas de gestão, quer dos principais actores da base accionista das empresas, destacando-se neste particular a aceitação dos termos do respectivo negócio por parte dos dois maiores accionistas da Portugal Telecom – universo BES com 12,13% e Ongoing (via RS Holding) com 10,05% respectivamente. **Os principais riscos da operação decorrem assim de um conjunto de eventos específicos: i) decisão desfavorável do regulador – Portugal e Brasil - acerca da enquadramento e das consequências da fusão no processo concorrencial; ii) aprovação das respectivas bases accionistas e a realização integral dos aumentos de capital previstos; iii) a participação final da Portugal Telecom na CorpCo (dependerá do preço do futuro aumento de capital da Oi) terá de situar-se necessariamente no intervalo entre 36,6%-39,6%, caso contrário o consenso da proposta de fusão ficará definitivamente ameaçado.**

O desenho final da estrutura do negócio acaba por retirar alguma visibilidade aos títulos da Portugal Telecom a médio-prazo, no sentido estrito de que a empresa será incorporada directamente no novo grupo CorpCo - no qual terá uma participação minoritária de aproximadamente 38% - e que será cotado nos principais índices internacionais (NYSE Euronext, NYSE e Novo Mercado). Ainda assim, encaramos este projecto de fusão como “um passo natural” dentro da aliança industrial das duas empresas e que apenas surpreendeu de forma relativa pelo *timing* do anúncio, pelo que consideramos que a fusão representa um impacto neutro-positivo nos títulos da Portugal Telecom. Com efeito, os **principais aspectos positivos do negócio traduzem-se essencialmente na: 1) simplificação da estrutura accionista da CorpCo**, o que contrasta com a enorme complexidade da anterior estrutura da Oi, com impacto positivo ao nível da liquidez e da maior visibilidade internacional dos novos títulos; **2) obtenção de maior escala e alcance de sinergias relevantes (operacionais e financeiras)** independentemente da reduzida sobreposição da actividade entre as empresas PT e Oi; **3) maior facilidade no enfoque na disciplina financeira** do grupo e na prossecução no necessário processo de desalavancagem.

2 – Descrição e condições da proposta de Fusão

O objectivo de melhorar a flexibilidade financeira da empresa resultante da fusão (CorpCo) obrigará à condução em simultâneo de diferentes aumentos de capital, seja em dinheiro e/ou em bens/espécie. A conclusão com sucesso dos diferentes aumentos de capital são uma condição indispensável para a prossecução do projecto de fusão. Com efeito, o valor global das operações de aumento de capital ascende a BRL 14,1 mil mn (EUR 4,7 mil mn), sendo que a Oi pretende obter BRL 8,0 mil mn ou um mínimo de BRL 7 mil mn (EUR 2,7 mil mn e/ou EUR 2,3 mil mn respectivamente) em dinheiro, dos quais BRL 2,0 mil mn serão assegurados pelos actuais accionistas da Tpart e de um veículo de investimento gerido pelo BTG Pactual.

COMPANY NOTE

Adicionalmente ao aumento de capital em dinheiro da Oi (BRL 8 mil mn), a **Portugal Telecom irá subscrever um aumento de capital em bens no montante aproximado de BRL 6,1 mil mn (EUR 2,0 mil mn) a realizar integralmente através da contribuição dos activos PT** – devem incluir as participações directa ou indirectamente detidas pela Portugal Telecom nas sociedades que detêm a totalidade dos seus activos operacionais e os respectivos passivos à data da contribuição. Refira-se que a operadora Portuguesa poderá não consumir a subscrição de acções do aumento de capital da Oi, caso seja atribuído um valor aos activos da PT inferior a EUR 1,9 mil mn.

À data da conclusão da operação, após a incorporação das acções da Oi na CorpCo e assumindo um aumento de capital em dinheiro de BRL 8,0 mil mn (EUR 2,7 mil mn) e ao preço médio das cotações ponderado pelo volume dos últimos 30 dias das acções da Oi (anterior ao anúncio da fusão), os accionistas da Portugal Telecom irão deter 38,1% do capital social circulante e com direito de voto da CorpCo. Com base no valor estimado dos Activos PT referido anteriormente, prevê-se que em troca de **cada acção da Portugal Telecom detida, os accionistas receberão um número de acções da CorpCo equivalente a EUR 2,2911, a que acrescerão 0,6330 acções da mesma CorpCo.**

Síntese condições da Fusão PT-Oi	Mínimo	Máximo
Aumento Capital Oi (dinheiro)	7 mil mn	8 mil mn
Subscrição accionistas Tpart e BTG Pactual	2 mil mn	2 mil mn
Aumento Capital bens - Activos PT	6,1 mil mn	
Intervalo Avaliação - Activos PT	5,8 mil mn	6,4 mil mn
Aumento Capital Oi (Total)	13,1 mil mn	14,1 mil mn
% participação PT na CorpCo pós-aumento de capital	38,10%	
Intervalo exigível participação PT na CorpCo pós-aumento de capital	36,60%	39,60%

Nota: Valores em BRL

Condições interpedentes e necessárias para a prossecução do projecto de Fusão PT-Oi:

- Acordo em relação aos termos e condições dos contratos definitivos referentes à combinação de negócios;
- Aprovação das condições da operação pelos accionistas e órgãos sociais respectivos da Portugal Telecom, Oi e demais sociedades intervenientes no Memorando de Entendimento;
- Obtenção das autorizações legais e administrativas necessárias no Brasil, em Portugal e nas restantes jurisdições aplicáveis, nomeadamente a Autoridade da Concorrência em Portugal e no Brasil, bem como as autoridades reguladoras do sector ANATEL (Brasil) e ANACOM (Portugal) e as entidades reguladoras dos mercados de capitais (CVM, CMVM e SEC);
- Obtenção das aprovações prévias de credores da Portugal Telecom e das suas holdings, da Oi e das suas subsidiárias e da Tpart e de terceiros;
- A execução completa e válida do aumento de capital da Oi, sem prejuízo da execução de passos subsequentes da combinação de negócios;

Após a conclusão da operação, as acções da CorpCo serão admitidas à negociação no segmento do Novo Mercado da BM&BOVESPA, bem como na NYSE Euronext e na NYSE, ao qual corresponderá uma única categoria de acções, atribuindo idênticos direitos de voto e dividendos a todos os accionistas.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

A conclusão da transacção prevê-se para o 1H14, sendo que o Memorando de Entendimento permanecerá em vigor até 1 de Outubro/14, podendo ser prorrogado pelas respectivas partes.

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

3 – Indicadores Operacionais e Financeiros

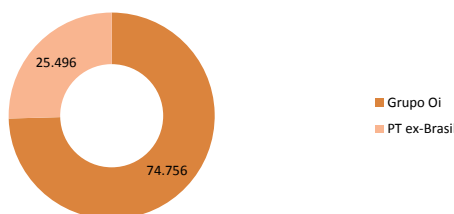
A combinação dos negócios da Portugal Telecom e da Oi resultará na criação de um operador de telecomunicações líder, cobrindo uma área geográfica com cerca de 260 milhões de clientes e mais de 100 milhões de clientes.

Figura 3.1 – Breakdown segmento de clientes CorpCo (PT & Oi)

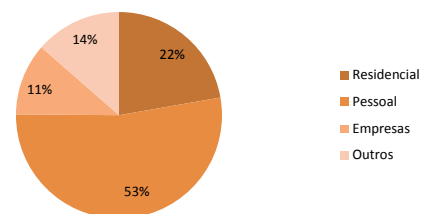
	CorpCo (pós-fusão)	Grupo Oi	PT ex-Brasil
Residencial	22308	18438	3870
Pessoal	53016	46896	6120
Empresas	11325	8755	2570
Outros	13603	667	12936
Total	100252	74756	25496

A transacção em curso consolidará a posição das duas sociedades como o operador líder nos países de língua Portuguesa, prosseguindo o objectivo de alcançar economias de escala significativas, a maximização de sinergias operacionais e financeiras, bem como a criação de valor para as respectivas bases accionistas e de clientes das duas empresas. Nos gráficos, em baixo enunciamos o **mix da base de clientes que constituem as empresas PT-Oi, sendo que a empresa Brasileira assegura cerca de 75% do número de clientes do grupo** ao nível consolidado, destacando-se claramente os segmentos Residencial (53%) e Pessoal (22%) – em termos estritamente absolutos - como os mais relevantes no seio da estrutura do grupo.

Número Clientes - CorpCo (PT & Oi)

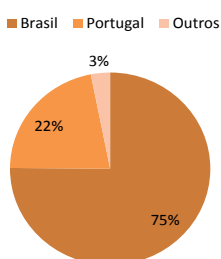


Segmento clientes - CorpCo (PT & Oi)

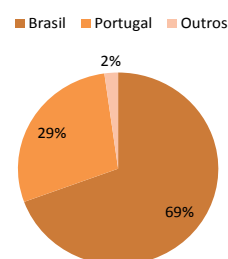


Do ponto de vista operacional, **o mercado Brasileiro representa 75% das receitas consolidadas e pouco mais de 69% ao nível do EBITDA agregado**, ao passo que Portugal não representa mais de 22% do topline e quase 29% do EBITDA consolidado, uma situação que acaba por ser justificada pela dinâmica operacional mais favorável – traduzido em margens operacionais mais elevadas – que se observa no mercado Português em detrimento do mercado Brasileiro, ainda que **esta situação não reflecta as necessárias diferenças entre os dois países no que respeita o estágio de maturidade e consequentes perspectivas de crescimento que se adivinham para o sector num prazo mais alargado.**

Breakdown Receitas - CorpCo (PT&Oi)



Breakdown EBITDA - CorpCo (PT & Oi)



CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

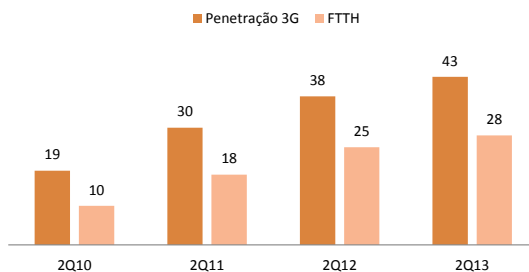
Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

COMPANY NOTE

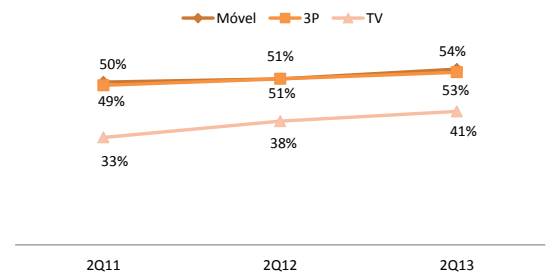
O desempenho operacional da Portugal Telecom, apesar da difícil conjuntura macro-económica, mostra-se globalmente interessante no período recente, traduzindo essencialmente: i) histórico de sucesso no que respeita a obtenção de eficiências de custo; ii) adoção de tecnologia de ponta que possibilita uma melhor experiência ao cliente e acarreta margens mais elevadas; iii) **desempenho muito positivo de Ofertas convergentes disruptivas, de que é exemplo o mais recente lançamento do M4O** – plataforma de *quadruple play* inovadora e no qual a PT se assumiu como o 2º player na Europa, numa lógica estritamente temporal, a lançar um produto/serviço deste género.

A dinâmica operacional favorável do grupo PT no mercado doméstico mostra-se evidente nos gráficos em baixo – os quais evidenciam o crescimento sustentado da quota de mercado nos principais segmentos da empresa, nomeadamente as unidades móvel, 3P e de TV por subscrição. O lançamento do serviço de quadruple play – M4O – deverá contribuir nos próximos trimestres para cristalizar de forma ainda mais progressiva os ganhos sustentados de quota de mercado obtidos no mercado doméstico.

Penetração 3G e FTTH - Portugal



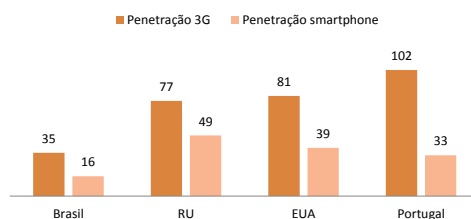
Quota Mercado - Portugal



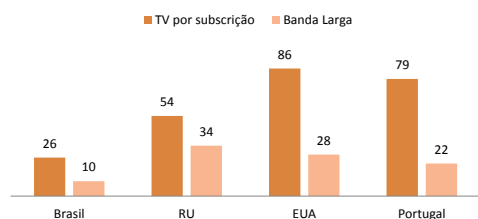
Adicionalmente, a Portugal Telecom cota-se como o operador líder no espaço Europeu no que respeita a qualidade da rede e/ou infra-estrutura de Fibra, uma situação que em certa medida justifica o maior nível de endividamento da empresa Portuguesa face aos *seus* peers. Não obstante, o **estágio de desenvolvimento mais avançado da generalidade dos investimentos em infra-estruturas de rede em Portugal pressupõe uma libertação progressiva do CAPEX** num prazo alargado – situação que deverá consubstanciar uma maior robustez ao nível operacional.

Em relação ao Brasil, para além de factores demográficos e socio-económicos que sustentam as perspectivas de crescimento do sector, nomeadamente um peso relativo da população bastante jovem, um nível de desemprego muito reduzido e uma classe média em ritmo de expansão acelerada, **o mercado Brasileiro oferece um amplo upside no que respeita as próprias tendências de transformação seculares que se têm concretizado ao nível sectorial**. Com efeito, os gráficos em baixo ilustram de forma significativa o espaço de crescimento que o mercado Brasileiro exhibe no que respeita as perspectivas de crescimento dos segmentos de 3G (35% vs 86% média do bloco desenvolvido), smartphone (16% vs 40% média), TV por subscrição (26% vs 73% média) e Banda Larga (10% vs 28% média respectivamente).

Penetração 3G e smartphone (em % da População)



TV Subscrição e Banda Larga (em % da População)



CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

COMPANY NOTE

A oportunidade de crescimento do Brasil passa assim em grande medida pela **aceleração do crescimento via convergência e mobilidade**, isto é, cimentar a posição de liderança no segmento fixo e tornar a oferta mais atractiva e rentável, por via do enfoque nos serviços residencias 3P e 4P – os quais acarretam maior valor e, naturalmente, margens mais elevadas. O ponto de partida mostra-se interessante, ainda que as metas a alcançar no futuro mostram-se desafiantes. Refira-se que a Oi ainda não conseguiu inverter, de forma relevante, a trajectória declinante da rede fixa – nomeadamente o declínio gradual da quota de mercado e das respectivas margens operacionais durante o período que vigorou a aliança industrial PT-Oi. Não obstante, **acreditamos que a simplificação da estrutura de gestão e da base accionista da Oi deverá traduzir-se em benefícios**, directos e indirectos, no ponto de vista da própria qualidade da gestão.

Figura 3.2 – Principais Indicadores CorpCo (PT & Oi)

BRL (mn)	CorpCo (pós-fusão)	Grupo Oi	Grupo PT	PT ex-Brasil	PT ex-Brasil/CorpCo
Receitas	37.453	28.142	19.916	9.311	24,9%
EBITDA	12.770	8.870	6.847	3.900	30,5%
Margem EBITDA (%)	34,1%	31,5%	34,4%	41,9%	n.a.
CAPEX	8.560	6.564	3.974	1.996	23,3%
Op FCF	4.209	2.306	2.873	1.903	45,2%
Dívida Líquida	41.200	26.000	24.975	15.478	37,6%
Dividendos	500	-	-	-	n.a.
Equity Value	21.368	15.368	9.828	6.000	28,1%
Enterprise Value	62.568	41.368	34.803	21.478	34,3%

A tabela em cima ilustra os principais indicadores consolidados da CorpCo, sendo que as receitas e o EBITDA agregado atingirão BRL 37,45 mil mn e BRL 12,77 mil mn, sendo que o grupo PT (ex-Brasil) traduz um peso relativo sobre esses indicadores entre 25% a 30% respectivamente. As margens EBITDA em Portugal são naturalmente mais elevadas (41,9% vs 31,5% no Brasil) e a trajectória para a evolução do CAPEX mostra-se distinto nas duas geografias - ascendente no Brasil e descendente em Portugal – em função do diferente estágio de maturidade/qualidade das infra-estruturas de rede que se observam nos dois países.

Figura 3.3 – Síntese Múltiplos CorpCo (PT & Oi)

	CorpCo (pós-fusão)	Grupo Oi	Grupo PT	PT ex-Brasil
EV/EBITDA	4,90	4,66	5,08	5,51
EV/OPFCF	14,87	17,94	12,11	11,29
NET Debt/EBITDA	3,23	2,93	3,65	3,97
Dividend Yield (%)	2,34%	-	-	-

A empresa CorpCo manter-se-á, de forma não surpreendente, com um grau de endividamento relativamente elevado – materializando-se num rácio dívida líquida/EBITDA de 3,23x, a prémio face à média do sector e que compara com os actuais registos de 2,93x do grupo Oi e os 3,97x da PT ex-Brasil. Efectivamente, o perfil de múltiplos da empresa resultante da fusão (CorpCo) não se mostra particularmente atractivo, o que acaba por limitar uma visão mais positiva para esta operação, cristalizando-se num múltiplo EV/EBITDA de 4,90x e EV/OPFCF de 14,87x (vs 4,30x e 11,90x da respectiva média sectorial). Já a Dividend Yield fica algo abaixo da média dos *peers* no Brasil, tanto mais que o *mix* geográfico da actividade da CorpCo (69% do EBITDA advém do Brasil) mostra um potencial de crescimento moderadamente mais reduzido quando comparado directamente com as suas principais rivais.

As sinergias estimadas para esta operação, segundo cálculos realizados pela própria equipa de gestão, poderão atingir um valor actual líquido de BRL 5,5 mil mn, sendo que o mix decompõe-se em sinergias operacionais (60%) e sinergias financeiras (40%).

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

COMPANY NOTE

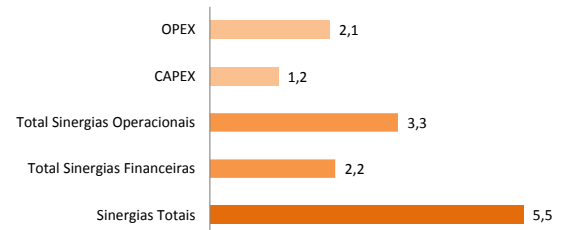
Figura 3.4 – Projecção Sinergias CorpCo – PT & Oi

Breakdown Sinergias CorpCo - PT & Oi



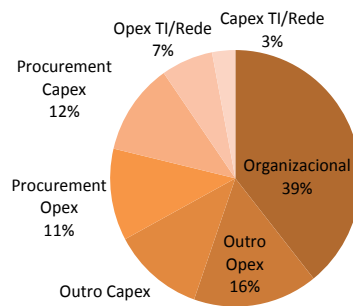
Breakdown Sinergias CorpCo - PT & Oi

(valores em BRL mil mn)



O valor das sinergias projectado pela equipa de gestão, apesar de ambicioso, parece ser exequível na medida em que as sinergias operacionais (60% do total) deverão totalizar BRL 3,3 mil mn – o que representa pouco mais de 10% do Opex e Capex combinado.

Breakdown Sinergias Operacionais CorpCo



Assumindo, a execução das sinergias operacionais num prazo de 4 anos, a percentagem de sinergias anuais do Opex e Capex agregado representa cerca de 2% do total, um valor relativamente alinhado com o observado em operações idênticas e que se afigura consistente com o estágio de plano de investimentos das duas empresas – em particular a redução assinalável do Capex (e em menor escala do Opex) previsto para a Portugal Telecom no mercado doméstico.

Em relação às metas para as sinergias financeiras (40% do total), estas deverão totalizar BRL 2,2 mil mn (traduz cerca de 5% da dívida líquida consolidada da CorpCo – representa pouco mais de poupanças anuais com dívida/encargos financeiros de 1% consolidado se assumirmos uma execução de 4 anos), um **objectivo que acreditamos também ser alcançável**. Com efeito, a melhoria da flexibilidade financeira e o enfoque no *deleveraging* representa um dos objectivos centrais da fusão PT-Oi, sendo obviamente expectável uma melhoria da gestão financeira por via da implementação de uma equipa de tesouraria centralizada. **A maior visibilidade e liquidez da empresa (CorpCo) nos mercados internacionais deverá implicar melhorias na capacidade de financiamento da empresa, isto para além do perfil de risco de crédito da Portugal Telecom também poder registar melhorias** - alinhado com o rating BB da Oi por parte da agência S&P – o que deverá implicar consequências favoráveis ao nível dos custos de financiamento.

Ainda que não se verifique uma sobreposição geográfica da actividade das duas empresas que potenciaria a obtenção de sinergias adicionais, estamos em crer que, no geral e face ao disposto nos parágrafos anteriores, os objectivos para a obtenção de sinergias totais no valor de BRL 5,5 mil mn afiguram-se realizáveis. Segundo os termos de troca propostos e assumindo uma participação da PT na CorpCo de 38,1%, o impacto das sinergias para a operadora nacional ascende a EUR 678 mn – traduzindo um *upside* adicional de EUR 0,76 por acção nos actuais títulos da Portugal Telecom.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

COMPANY NOTE

4 – Avaliação Portugal Telecom e Pressupostos

No quadro em baixo, procuramos determinar o *fair value* da Portugal Telecom implícito aos termos de troca propostos da fusão entre a PT-Oi e à prossecução dos aumentos de capital calendarizados – os quais são condição indispensável para o sucesso da respectiva operação.

Avaliação PT @ MKT CAP vs Avaliação PT @ 38,1% CorpCo	BRL (mn)	EUR (mn)
Oi Market Cap @ 5 NOV.	6.846	2.216
Aumento Capital Oi	8.000	2.589
Aumento Capital Oi (Activos PT)	6.000	1.942
CorpCo Equity Value	20.846	6.746
CorpCo Equity Value @PT 38,1%	7.942	2.570
Dívida Líquida CorpCo	41.200	13.333
Enterprise Value CorpCo	62.046	20.080
Sinergias Operacionais & Financeiras	5.500	1.780
Impacto Sinergias @38,1% PT (EUR mn)	2.096	678
Equity Value PT pós-Fusão = CorpCo Equity Value @PT 38,1% + Sinergias	10.038	3.248
Market Cap PT @ 5 NOV.	-	3000,60
Nº de acções	-	896,50
Preço Teórico - Fair Value - Portugal Telecom (EUR)		3,62
Upside/Downside PT Fair Value vs Preço PT @ 5 NOV.		8,3%

De forma simples, podemos inferir que o **Equity Value da CorpCo resultante da fusão ascenderá a BRL 20,84 mil mn**, depois de assegurado os dois aumentos de capital previstos: i) em cash por parte da Oi no valor de BRL 8 mil mn; ii) em espécie por parte da integração dos Activos da PT no valor de BRL 6 mil mn; **No caso de se cumprir os termos de troca propostos** pelas respectivas equipas de gestão, a Portugal Telecom passará a deter **38,1% da nova empresa (CorpCo)**, pelo que o **fair value da operação para o Equity Value da Portugal Telecom ascenderá a BRL 7,94 mil mn ou EUR 2,57 mil mn** respectivamente, um valor que compara de forma negativa com a actual capitalização bolsista da empresa (5 de Novembro) que se quedou nos EUR 3,03 mil mn.

O **impacto positivo das sinergias** operacionais e financeiras estimadas da operação (BRL 5,5 mil mn), as quais serão absorvidas em 38,1% pela Portugal Telecom (EUR 678 mn), **motiva uma revisão em alta do Equity Value da Portugal Telecom** para BRL 10,03 mil mn ou EUR 3,24 mil mn (vs MKT CAP a 5 Nov. de 3,0 mil mn). **No final, obtemos um Fair Value da Portugal Telecom (@ 38,1% da CorpCo+Sinergias @38,1%) de EUR 3,62 por acção**, o que confere um **upside potencial de 8,3%** face ao preço de fecho na sessão de 5 de Novembro.

O **desconto implícito dos títulos da Portugal Telecom face ao Fair Value implícito da operação** por nós identificado anteriormente (EUR 3,62 por acção) **acaba por ser parcialmente justificado pela subsistência de alguns riscos de execução** do processo de fusão, em particular ao nível da concretização com sucesso dos respectivos aumentos de capital. Noutro âmbito, refira-se que mesmo que a operação de fusão entre a PT-Oi seja um sucesso e decorra nos prazos previstos, a **CorpCo continuará a exibir um nível de endividamento significativo** (net debt/ebitda de 3,23x) e as **perspectivas de crescimento do negócio e/ou mix geográfico de actividade mostram-se ligeiramente inferiores** à média dos principais comparáveis, factores que de algum modo também contribuem para justificar o actual desconto dos títulos da PT face à avaliação da operadora doméstica.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

COMPANY NOTE

Em síntese, o processo de fusão vigente representa um efeito neutro-positivo face à actual avaliação dos títulos da PT, sendo que o principal mérito da operação, para além das já referidas sinergias, obtenção de escala/maior visibilidade e enfoque na disciplina financeira/redução do endividamento, **recai essencialmente sobre a simplificação da estrutura societária e accionista do grupo Oi** – outrora excessivamente complexa que removia algum interesse do ponto de vista estratégico/institucional – **factor que per se deverá ser suficiente para obter uma melhor capacidade de gestão operacional da actividade no Brasil** e promover o necessário *turnaround* da respectiva operação, com enfoque nas oportunidades de crescimento que se desenham via convergência e mobilidade.

4.2 – 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 nas rubricas do P/E 13E e P/BV, em oposição ao prémio que a operadora nacional exhibe quando consideramos o múltiplo P/E 14E**. Salientamos que o nível de endividamento da empresa mostra-se relativamente mais elevado que a média dos peers, sendo que a dívida líquida representa cerca de 3,5x o EBITDA gerado e financia em quase 40% o activo total (vs média de 2,11x e 38% respectivamente).

	P/E 2013E	P/E 2014E	P/BV	YTD %	Div. Liq./Activo	Div. Liq./EBITDA	EV/EBITDA 2012	EV/SALES 2012
ORANGE	9,92	9,97	1,05	16,50	34,18%	2,49	4,13	1,18
DEUTSCHE TELEKOM	17,80	16,43	2,13	34,79	35,73%	2,18	5,07	1,54
PORTUGAL TEL-REG	10,69	20,66	1,45	-10,19	38,37%	3,49	5,04	1,74
TELECOM ITALIA S	7,04	7,63	0,83	7,25	40,68%	2,71	3,88	1,53
KPN (KONIN) NV	15,71	17,92	1,90	7,37	56,26%	2,78	4,36	1,59
SWISSCOM AG-REG	14,72	14,50	5,12	17,19	40,83%	2,00	7,35	1,59
BT GROUP PLC	14,57	13,14	n.a.	62,66	34,47%	1,44	5,98	2,65
BELGACOM SA	10,72	11,96	2,45	-7,39	20,59%	0,95	4,84	1,95
HELLENIC TELECOM	13,19	13,76	2,30	70,20	33,70%	1,82	3,30	1,35
TELEKOM AUSTRIA	18,68	18,28	2,87	5,75	44,07%	2,19	3,87	1,09
TELIASONERA AB	12,69	12,10	2,22	20,97	24,29%	1,77	7,91	1,30
TELENOVA ASA	14,37	12,79	2,99	31,55	24,38%	1,04	6,42	2,64
TELEFONICA	12,64	12,01	3,04	23,16	42,48%	2,60	4,89	2,52
média	13,29	13,93	2,36	21,52	0,36	2,11	5,16	1,74
média exc. PT	13,50	13,37	2,45	24,17	0,36	2,00	5,17	1,74

Numa perspectiva histórica, a média dos últimos 5 anos do rácio do PER e do EV/EBITDA situa-se nos 11,67x e 6,09x respectivamente, valores que não se encontram distantes face ao que se observa no momento vigente. **Na tabela em baixo, extrapolamos o valor teórico dos títulos da Portugal Telecom em relação à média dos múltiplos sectoriais** mais relevantes – preço-alvo de PT situar-se-ia nos EUR 4,24, traduzindo um eventual *upside* acima de 25%, o qual se afigura lógico, tendo em conta o fortíssimo desconto exibido pelo título essencialmente nas métricas do P/E 13E e P/BV respectivamente.

4.3 – Avaliação Múltiplos de Mercado

	PER 13E	PER 14E	P/BV	EV/EBITDA	EV/SALES
Média Sector	13,50	13,37	2,45	5,17	1,74
Preço-alvo PT	5,40	2,14	5,67	4,14	3,83
EPS PT 13E	0,4				
EPS PT 14E	0,2				
BVS PT	2,84				
EBITDA 12 PT	2210,4				
SALES 12 PT	6392,3				
Net Debt	7711,2				

Preço-Alvo Portugal Telecom	4,24
Upside/Downside	26,9%

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

Fonte: Bloomberg/ Banco BiG Research (Valores em EUR mn)

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

5 – Newsflow Recente

- O responsável máximo do grupo PT- Oi, **Zeinal Bava**, admitiu em entrevista a órgãos de comunicação social especializados que se mostra confiante no potencial da aliança/fusão entre as duas empresas. Em particular, o CEO do grupo **destacou que o potencial de sinergias obtidas com o processo de fusão poderá ultrapassar em 5,5%** o valor comunicado anteriormente ao mercado (BRL 5,5 mil mn). Assim, poderão ser geradas **sinergias adicionais no valor de BRL 302,5 mn (cerca de EUR 100 mn), o que representa um upside adicional para os títulos da PT de EUR 0,12 por acção – price target teórico dos títulos da PT elevar-se-ia, desta forma, para EUR 3,74 por acção.**
- **O grupo Caixa Geral de Depósitos anunciou no passado dia 24 de Outubro que alienou, num processo exclusivo a investidores qualificados, a participação social que detinha no capital da operadora Portuguesa.** A venda de um lote de acções de 54.771.741 representativos de 6,11% do capital da Portugal Telecom (no valor global de EUR 190,6 mn), **ainda que se afigure surpreendente no timing da operação, era já amplamente esperada pelo mercado** e, inclusive, constava entre uma das obrigações impostas pela Troika ao grupo CGD no âmbito do MoU do Estado Português com os parceiros internacionais. **Apesar de indiciar uma maior fragilização do núcleo accionista Português no decorrer do projecto de fusão PT-Oi, o que poderá resultar numa eventual deterioração dos rácios de troca finais da operação, esta venda da posição da CGD não acarreta qualquer tipo de impacto ao nível da nossa avaliação final (Fair Value) dos títulos da Portugal Telecom.**
- **O período recente tem sido fértil em movimentos de consolidação no bloco desenvolvido, destacando-se, para além deste negócio entre a PT-Oi, a oferta da America Movil sobre a KPN, a aquisição da germânica E-Plus por parte da Telefonica e o buyout pela Verizon da participação de 45% detida pela Vodafone na joint venture conjunto no mercado móvel norte-americano. Acreditamos que face à diminuição da rentabilidade do sector e aos constrangimentos associados a níveis de dívida globalmente elevados, manter-se-á a médio-prazo esta tendência de proliferação dos movimentos de consolidação.**
- Em relação ao ponto desenvolvido no parágrafo anterior, refira-se que **tem sido ventilado nas últimas semanas/meses a possibilidade da Telecom Italia proceder à venda parcial/total de determinados activos estratégicos – em particular a TIM Brasil – de forma a evitar cortes de rating de crédito adicionais (para além da já consumada redução para a notação de BBB- pela agência S&P).** Estamos em crer que, caso se verifique **uma eventual venda da TIM Brasil, o grupo PT-Oi seria um dos principais interessados na compra de parte desses activos, ainda que o elevado nível de endividamento da CorpCo obrigaria à realização de aumentos de capital adicionais – que no curto prazo poderiam acarretar alguma pressão junto do(s) título(s).** Não obstante, acreditamos que o inegável valor dos activos da TIM Brasil e a captura de sinergias adicionais resultantes de uma operação deste género fomentaria a criação de valor numa perspectiva de longo prazo.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

COMPANY NOTE

6 – Conclusão

O processo de fusão vigente entre a PT-Oi afigura-se uma consequência lógica da aliança industrial que perdura desde meados de 2010, sendo que esta operação mostra-se particularmente atractiva no que respeita a criação de economias de escala e a obtenção de sinergias (operacionais e financeiras) relevantes. Não obstante, pensamos que **o principal mérito da operação recai sobre a simplificação da estrutura accionista da Oi**, a qual se afigurava a todos os níveis excessivamente complexa e inibidora de interesse institucional, **situação que deverá acarretar benefícios directos e indirectos** – nomeadamente a maior visibilidade/liquidez dos títulos da CorpCo e perspectiva de maior capacidade de promover consensos com impacto positivo na gestão operacional da actividade no Brasil.

Os títulos da Portugal Telecom transaccionam no momento presente com um desconto razoável face ao fair value implícito da transacção – que se situa nos EUR 3,62 por acção (ver pressupostos identificados no ponto 4.1). A incerteza quanto ao sucesso desta operação (realização dos aumentos de capital) e a manutenção de um elevado nível de endividamento por parte da CorpCo (rácio net debt/ebitda pós-fusão situa-se nos 3,23x respectivamente) explicam, de forma parcial, o actual desconto implícito dos títulos da operadora de telecomunicações nacional.

O sucesso da fusão PT-Oi também dotará a CorpCo de uma maior capacidade financeira no que respeita a possibilidade de concretizar aquisições selectivas no mercado Brasileiro, conforme tem sido veiculado na comunicação social de forma recorrente a possibilidade de venda de activos pela TIM Brasil. Caso se materialize alguma situação deste género, o elevado nível de endividamento da CorpCo obrigaria a empresa à realização de aumentos de capital adicionais – os quais poderiam acarretar um efeito negativo numa lógica de curto-prazo.

No geral, **adoptamos uma Visão neutra-positiva para os títulos da Portugal Telecom** no rescaldo desta operação de fusão, **ainda que seja relevante destacar que os pressupostos para a avaliação da Portugal Telecom assumidos mostram-se bastante conservadores**. Com efeito, a perspectiva de obtenção de sinergias adicionais em 5,5% implicaria uma revisão em alta do nosso preço-alvo em EUR 0,12 para EUR 3,74 por acção e, mesmo este cenário, não incorpora a possibilidade de qualquer criação de valor adicional para a actividade no Brasil – a qual deverá concretizar-se no longo prazo mediante o desfecho com sucesso (elevada probabilidade) da operação de fusão em curso.

O desconto dos títulos da Portugal Telecom face ao valor implícito da operação (vs termos de troca propostos), o perfil de múltiplos da empresa relativamente atractivo e a perspectiva de sucesso da operação de fusão - deverá fomentar a cristalização do potencial de crescimento no mercado de telecomunicações Brasileiro via enfoque no binómio convergência e mobilidade - traduzem um agregado de factores que suportam a nossa visão de “Manter” os títulos da Portugal Telecom.

Visão: MANTER

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

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 Setembro de 2013:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	71,4%
Manter/Neutral	2	28,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	7	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2013

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	9	64,3%
Stop Loss	4	28,6%
Em Vigor	1	7,1%
Total	14	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2013:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	0	0,0%
Stop Loss	2	100,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	2	100,0%

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes Research consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt