

COMPANY NOTE

Sonae SGPS – Avaliação atractiva e perfil resiliente sugerem *upside*

VISÃO – ACUMULAR

Price Target: EUR 0,89

Preço e Performance

Preço	0,58
Máx de 52 semanas	0,59
Mín de 52 semanas	0,37
YTD (%)	25,93
Volume médio diário (mn)	1468,893
Capitalização bolsista (mn)	1,56
Beta	102844
Dividendo	0,035455
EPS	0,06

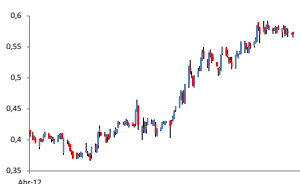
Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	6
MANTER	2
VENDER	2

Informação Financeira

Vendas (mn)	5.738
EBITDA (mn)	625
Nº de empregados	35.685
ROA (%)	1,25
ROE (%)	6,32
D/E	0,89
DY	0,92

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista

Efanor	53,10%
BPI	8,90%
Fundação Berardo	6,35%
Bestinver	2,50%
Norges Bank	2%
Free Float	27,15%

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

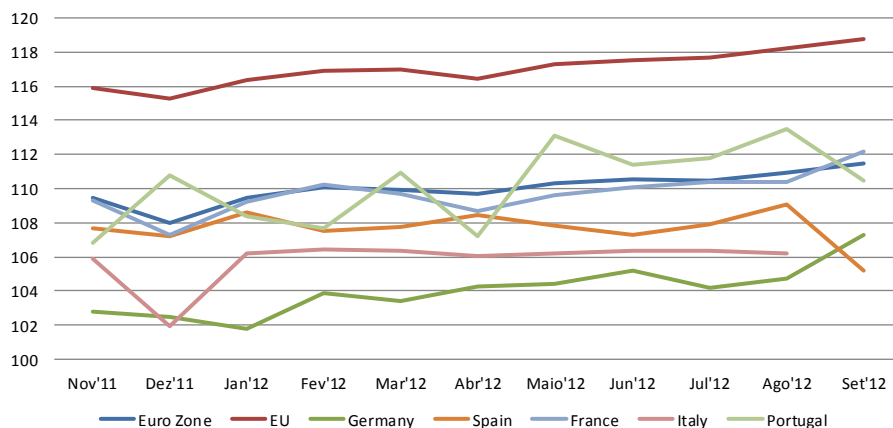
1 – Sumário

A Sonae SGPS é uma holding portuguesa, com operações maioritariamente no sector do retalho, mas também com parcerias ao nível de centros comerciais e telecomunicações, operando também, por via de subsidiárias, como administradora de imóveis e disponibilizando serviços de investimentos financeiros. Detida em 53% pela EFANOR, as operações da empresa dividem-se pela Sonae MC (retalho alimentar) e Sonae SR (retalho não-alimentar) - negócios *core* -, Sonae Sierra (centros comerciais) e Sonaecom (Telecomunicações) - parcerias *core* -, Sonae RP (Retail Proper ties) e Investment Management, que gere investimentos de activos. A empresa encontra-se presente em 41 países e emprega mais de 43 mil colaboradores.

O sector de retalho tem sido penalizado desde 2011 pela conjuntura macroeconómica, que afectou mais profundamente os retalhistas nos países onde as medidas de austeridade implementadas pelos governos locais se fizeram sentir com mais intensidade. A Sonae SGPS não ficou imune a este efeito negativo, algo que ficou espelhado nos resultados trimestrais recentemente divulgados. A empresa mostra, contudo, confiança no plano estratégico adoptado, que aposta na protecção da rentabilidade, aumento da quota de mercado e expansão e crescimento internacional, tanto nas geografias onde a empresa já opera como também em novas localizações.

2 – Enquadramento Sectorial

Volume de negócios: Retalho alimentar



(Fonte: Eurostat)
(Nota: Ano base: 2005 = 100)

Após o exercício de 2011 ter ficado marcado pela contracção do consumo privado a nível global, especialmente no que diz respeito ao consumo não-alimentar, algo directamente relacionado com o agravar da crise da dívida periférica e o alastrar da mesma a países que anteriormente não tinham sido afectados, assim como com as medidas de austeridade implementados em diversos países, alguns dos quais mercados chave para o negócio do grupo, 2012 registou algum pick-up na tendência do volume de negócios ao nível do retalho alimentar, com especial destaque para os países *core* e para a média da UE e da Zona Euro. Espanha e Portugal continuam algo pressionados a nível do consumo privado, algo espelhado

COMPANY NOTE

no comportamento do volume de negócios do sector, que registou alguma quebra após o período de Verão.

A procura no sector a nível europeu continua difícil de antecipar com alguma precisão, atendendo à volatilidade associada às constantes mudanças e incertezas a nível da introdução de medidas de austeridade como forma de debelar a actual crise da dívida. A incerteza parte ainda da contínua deterioração dos volumes e das pressões inflacionárias que se continuam a fazer sentir, apesar da observância de algum alívio face aos valores registados no final do ano transacto. Contudo, o abrandar das pressões inflacionárias só terá o impacto positivo desejado no sector com o fortalecimento do consumo privado, algo que continua a parecer incerto no clima macroeconómico actual.

3 – Resultados 9M12

(EUR mn)	9M12	9M11	Var.%
Resultado Líquido	92	107	-14%
Volume de Negócios	3.935	4.023	-2%
EBITDA	436	418	4%
Margem EBITDA (%)	11,1%	10,7%	0,7%
Dívida Líquida	2.047	2.228	-8%

(Fonte: Sonae)

Os primeiros nove meses do presente ano repercutiram a tendência já registada no ano transacto, onde o clima de austeridade levou a uma forte contracção do consumo, consequência inevitável do clima macroeconómico adverso que se fez sentir a nível global, mas com especial enfoque nos mercados ibéricos, geografias chave para todos os segmentos de negócio do grupo. O continuar do clima económico de austeridade, ainda que se tenha feito sentir em alguns segmentos de negócio, não impediu que a quota de mercado do grupo aumentasse, algo que minimizou o impacto negativo antecipado no volume de negócios.

O resultado líquido total da empresa recuou 14% face ao período homólogo de 2011, para os EUR 92 mn, por via da inexistência de ganhos não recorrentes associados com vendas de activos pela Sonae RP, assim como uma menor contribuição dos resultados da Sonae Sierra para os resultados globais do grupo, fruto da desvalorização de superfícies comerciais em Portugal e Espanha.

O volume de negócios do grupo recuou 2% para EUR 3,94 mil mn, reflectindo a quebra de vendas generalizada nos mercados ibéricos durante os últimos meses, ainda que seja de referir que é antecipado que o grupo registre ganhos de quota de mercado no segmento de retalho alimentar no final do ano de 2012.

O EBITDA do grupo registou um aumento de 4% face ao período homólogo, cifrando-se agora nos EUR 436 mn, evolução esta que foi determinada pelo crescimento do indicador nos segmentos de retalho alimentar e telecomunicações, sendo que esta performance positiva permitiu atingir uma valorização da margem EBITDA de 0,7 p.p. Os pontos-chave da performance positiva registada recaem sobre os ganhos de produtividade e melhorias de eficiência operacional obtidos pelas diversas áreas de negócios.

A dívida líquida da empresa continua a registar a tendência de diminuição já notada no período anterior, sendo que o grupo cortou esta rubrica em 8% para EUR 2,05 mil mn, apesar dos impactos resultantes do primeiro pagamento relativo à aquisição do espectro LTE pela Sonaecom, assim como a manutenção da política de distribuição de dividendos.

A empresa anunciou recentemente a concretização de operações de financiamento de médio e longo prazo no montante de EUR 370 mn o que, conjuntamente com os financiamentos já

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

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

COMPANY NOTE

contratados com ao longo de 2012, asseguram a cobertura das necessidades de financiamento do grupo até 2014.

A empresa continua empenhada na sua expansão a nível Europeu, mas também em mercados fora da Europa. O investimento durante os primeiros nove meses do ano foi essencialmente alocado em projectos como a abertura de novas lojas de retalho em Portugal (Continente Modelo, Continente Bom dia e Worten), assim como a remodelação de um conjunto de unidades de retalho, de forma a garantir um melhoramento da performance nas zonas de implementação.

O grupo Sonae anunciou recentemente a celebração de contrato de expansão internacional, através da Sonae SR, para a região do Cáucaso, com um plano que prevê a entrada no Azerbaijão, Arménia e Geórgia. A empresa avançou ainda que fez a sua primeira entrada na Venezuela e tem já data marcada para a expansão internacional do segmento de retalho têxtil na Colômbia.

4 – Avaliação Comparativa

4.1 – Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2012E (IBES)	P/E 2013E (IBES)	P/BV	YTD %	Dividend Yield	BETA	ROA	EV/Sales 2012	Pass./ Activo (Endividamento)	Div. Liq./ Activo
SONAE	12,44	10,37	0,87	22,00	5,91	1,03	1,48	0,59	75%	35%
CARREFOUR SA	14,32	12,67	1,89	0,94	2,92	1,09	1,24	0,26	84%	25%
AHOLD NV	9,59	8,86	1,63	-10,96	4,32	0,71	6,44	0,40	61%	8%
CASINO GUICHARD	12,99	11,30	1,12	2,43	4,50	0,78	1,97	0,48	68%	19%
TESCO PLC	9,86	9,28	1,46	-21,58	5,18	0,71	5,38	0,55	65%	16%
JERONIMO MARTINS	21,88	18,52	6,85	8,44	1,98	0,74	8,65	0,88	68%	5%
SAINSBURY PLC	11,32	10,64	1,15	10,66	0,77	0,77	5,02	0,39	54%	16%
WM MORRISON SUP	9,48	9,01	1,19	-21,28	0,51	0,51	7,09	0,48	45%	15%
média	12,73	11,33	2,02	-1,17	3,26	0,79	4,66	0,50	65%	17%
média exc. Sonae	12,78	11,47	2,18	-4,48	2,88	0,76	5,11	0,49	64%	15%
SONAE	12,44	10,37	0,87	22,00	5,91	1,03	1,48	0,59	75%	35%
BEST BUY CO INC	4,83	5,04	1,32	-41,16	0,97	0,97	-7,92	0,16	73%	6%
DIXONS RETAIL PL	17,86	12,50	2,31	154,58	1,20	1,20	-4,66	0,09	87%	3%
média	11,71	9,30	1,50	45,14	2,69	1,07	-3,70	0,28	78%	15%
média exc. Sonae	11,34	8,77	1,81	56,71	1,09	1,09	-6,29	0,13	80%	5%
SONAE	12,44	10,37	0,87	22,00	5,91	1,03	1,48	0,59	75%	35%
GAP INC/THE	14,73	13,09	5,11	81,08	1,06	1,06	12,79	1,13	63%	-3%
HENNES & MAURI-B	20,61	18,60	9,19	-3,93	0,92	0,92	31,80	3,48	27%	-35%
INDITEX	25,67	22,83	8,53	57,95	0,70	0,70	19,44	3,53	32%	-32%
NEXT PLC	12,91	11,69	38,04	30,98	0,66	0,66	24,72	1,70	88%	33%
média	17,27	15,31	12,35	37,62	1,85	0,87	18,05	2,09	57%	-1%
média exc. Sonae	18,48	16,55	15,22	41,52	0,83	0,83	22,19	2,46	52%	-9%

(Fonte: Bloomberg)

A Sonae SGPS negocia com um perfil de múltiplos marginalmente inferior à generalidade dos seus concorrentes, com excepção para o segmento de electrónica, onde se verifica um ligeiro prémio face aos principais congéneres. A empresa regista um P/E2012 e um P/BV de 12,44x e 0,87x, respectivamente, enquanto os valores registados no segmento de retalho alimentar se cifram nos 12,78x e 2,18. Já no segmento de electrónica, os mesmos indicadores cifram-se nos 11,34x e 1,81x, respectivamente.

Ao nível da valorização YTD do título, este tem sido dos mais beneficiados desde o início do ano, seguindo já com uma valorização de 22%, o que compara positivamente sobretudo com o sector de retalho alimentar – o de maior peso na estrutura da empresa – que regista perdas de cerca de 4,5%. O desfasamento que se regista face à média da valorização YTD no segmento da electrónica deve-se à valorização muito superior à média de um dos concorrentes próximos da empresa nesta área de negócio.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

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

COMPANY NOTE

O dividendo distribuído pela empresa cifra-se nos 5,91%, enquanto as médias dos concorrentes nos segmentos de retalho alimentar, electrónica e retalho têxtil se cifram nos 2,88%, 1,09% e 0,83%, respectivamente.

4.1 – Avaliação Relativa – Price Target

Sonae MC (Euro mn)	1.364
	2012 Est
Sales	3.207
EBIT DA	225
EV/Sales	1.402
EV/EBITDA	1.327
Valuation Average (excluding real estate)	1.364

Sonae SR (Euro mn)	419
	2012 Est
Vendas ponderadas	197
Electrónica	70
Desporto	14
Textil	14
Implied Valuation Sonae SR	281
Múltiplo EV/Sales ponderado	0,24x

Sonae com (Euro mn)	280
Preço de fecho último dia de trading	1,44
Número de acções (*000 000)	366,25
Market Cap (MC)	527,40
%Stake	53,16%
Market Cap x % Stake	280

Sonae Sierra (Euro mn)	564
NAV (publicado pela Sonae Sierra)	1.127
% Stake	50,0%
NAV x % Ownership	564

Avaliação SoP Sonae SGPS	2012E
<i>Valores em EUR mn</i>	
Sonae MC Enterprise Value	1.364
Sonae SR Enterprise Value	281
Sonae RP (invested capital @ 80%book value)	1.074
Negócio de retalho Enterprise Value	2.720
Negócio de retalho avg. net debt (incl. shareholder loans)	-982
Negócio de retalho Equity Value	1.738

Sonae Sierra Equity Value (NAV)	564
Investment management Equity Value (book value)	105
Sonae com Equity Value	280
Sonae Gross Asset Value (GAV)	2.687
Holding net debt (incl. Empréstimos a accionistas)	635
Dividendos 12E	66
Sonae Net Asset Value (NAV)	1.986

Equity value per share	0,99
Holding discount	10%
Price Target Sonae	0,89
Upside/Downside	0,54

5 – Conclusão

Em linha com as previsões da empresa para o ano de 2012, os últimos meses têm prolongado o cenário macroeconómico já vivido em 2011, originário na desalavancagem do sector privado, ao mesmo tempo que os governos dos principais países da Zona Euro continuam com os esforços para a consolidação orçamental e que persistem as dificuldades em controlar os níveis de desemprego nos país mais atingidos pela crise da dívida periférica.

A redução do rendimento disponível continua a ser a tendência registada de uma forma generalizada nos países periféricos, algo que já em 2011 se tinha verificado. Os diminutos níveis de rendimento disponível impactam negativamente o nível de consumo privado, com especial enfoque para os mercados ibéricos, áreas geográficas chave para o Grupo e onde a crise da dívida tem afectado mais profundamente os consumidores. Estes efeitos têm sido visíveis sobretudo ao nível do consumo discricionário.

Os restantes mercados Europeus começaram nestes últimos meses a se fazerem ressentir mais do que o registado no final de 2011, com o alastrar das condições macroeconómicas de austeridades a países core que anteriormente não tinham sido tão profundamente afectados. Já os mercados internacionais, estes mantêm uma performance inalterada a positiva, em linha com o já previsto anteriormente, e compensando pelo comportamento menos positivo registado nos mercados Europeus.

A empresa mostra-se confiante nos resultados apresentados, tendo conseguido registar uma performance consistente com o antecipado anteriormente, acompanhada de aumentos de rentabilidade operacional e de geração de cash-flow. A evolução positiva dos resultados surge interligada com a capacidade do grupo de reforçar a sua posição de mercado em Portugal no segmento de retalho alimentar e continuar a implementar melhorias ao nível da produtividade.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabecana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt

COMPANY NOTE

O Grupo continua a apostar na apresentação da melhor proposta de valor aos consumidores, apesar da implementação de novas medidas de austeridade em Espanha e Portugal e que deverão influenciar negativamente o rendimento disponível das famílias e o nível do consumo privado durante o restante 2012. A empresa acredita na capacidade do negócio de manter a performance positiva e acima da média de mercado no que diz respeito às vendas, algo que deverá ser conseguido com base nos princípios de reforço de quotas de mercado, protecção de rentabilidade nos mercados domésticos e expansão e crescimento nos mercados internacionais.

Apesar do contexto de fortes restrições que se abatem sobre o país, a Sonae SGPS continua a apresentar um perfil resiliente da actividade de retalho a nível nacional, algo que acoplado com o processo de desalavancagem da Sonae Sierra, assim como o desconto em termos de avaliação fundamental (NAV), representam *triggers* para uma valorização contínua para o título a médio prazo. Adicionalmente, o melhor momento recente da unidade de telecomunicações nacional Sonaecom, e a possibilidade de algum movimento de consolidação neste segmento que continua a ser largamente difundido pelos meios de comunicação nacionais, exacerba o espaço de valorização do grupo Sonae SGPS.

Visão: ACUMULAR

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.ptJoão Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.ptFilipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponível. 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.

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
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
Joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

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