

COMPANY NOTE

Sonae SGPS – *Outperformance* recente materializa *triggers* de médio-prazo

1 – Sumário

VISÃO – Manter

Price Target: 1,405

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

Preço	1,34
Máx de 52 semanas	1,42
Mín de 52 semanas	0,63
YTD (%)	27,84
Volume médio diário (mn)	4.131.907
Capitalização bolsista (mn)	2.682
Beta	1,034829
Dividendo	0,0348
EPS	0,16

Evolução Gráfica



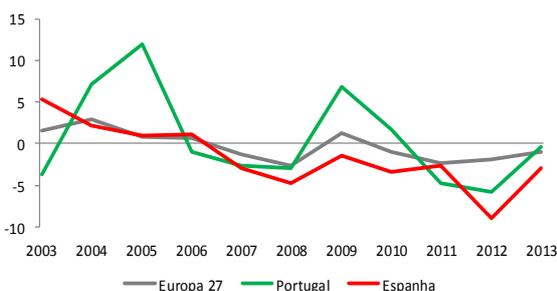
O aumento da concorrência e o frágil ambiente económico levantaram desafios difíceis para a Sonae, ainda assim, o Grupo reportou um **resultado líquido significativamente acima face a 2012**, justificado maioritariamente pelos resultados indirectos derivados da fusão entre a ZON e a Optimus. A **melhoria** observada no **volume de negócios** e no **EBITDA do Grupo** são justificados pela melhoria do negócio de retalho.

Os **resultados consolidados reflectem os objectivos traçados pelo Grupo** - que se traduz numa melhoria significativa da solidez do balanço - com um aumento do número de lojas no negócio de retalho alimentar e um aumento de quota de mercado no retalho não alimentar.

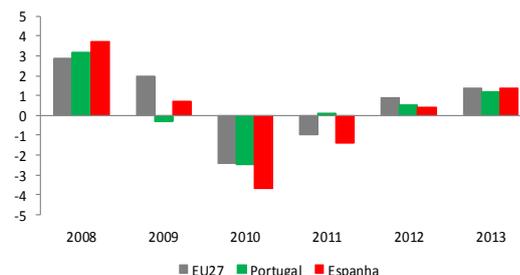
Actualmente, a Sonae **transacciona com um perfil de múltiplos mais dispendioso** do que os seus principais *peers*, nomeadamente na métrica do P/E – contrastando com o desconto que ostentou no passado recente.

2 – Resultados 2013

Vendas a Retalho



Evolução CPI-PPI Spread



Fonte: Bloomberg/Banco BiG Research.

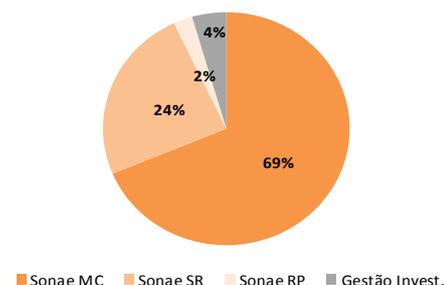
Fonte: Bloomberg/Banco BiG Research.

No exercício de 2013 verificou-se uma **suavização dos riscos macroeconómicos no bloco europeu**, ainda que se tenha continuado a observar uma retracção no índice de confiança dos consumidores e nas vendas a retalho. A **economia portuguesa** manteve-se em recessão no ano 2013, no entanto, verificou-se um **menor ritmo de contracção do consumo privado** e uma **evolução positiva nas exportações**. Em **Espanha** tem-se observado um **esforço contínuo na correcção dos diversos desequilíbrios acumulados** no período pré-crise, com o sector das exportações a ser um dos mais dinâmicos.

Estrutura Accionista	
Efanor	52,7%
BPI	8,9%
Bestinver	7,7%
Fundação Berardo	2,5%
Norges Bank	2,0%
Free Float	26,3%

EUR mn	2012	2013	Δ
Volume de Negócios	4.670	4.821	3%
'Underlying' EBITDA	330	378	14%
Margem 'Underlying' EBITDA	7,10%	7,80%	0,8 p.p
Res. Método Equiv. Patrim.	31	28	-9%
Res. de oper. Desc.	101	71	-29%
Itens não recorrentes	7	-2	-
EBITDA	469	475	1%
Margem EBITDA	10,00%	9,80%	-0,2 p.p.
Depreciações & Amortizações	-209	-188	10%
EBIT	260	286	10%
Resultados Financeiros	-94	-82	13%
EBT	166	205	23%
Impostos	-22	-30	-32%
Resultado Directo	144	175	22%
Resultado Indirecto	-72	289	-
Resultado Líquido total	-72	464	-
Interesses sem controlo	-39	-145	-
Res. Liq. Atribuível a accionistas	33	319	-

Volume de Negócios por área



Fonte: Sonae.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

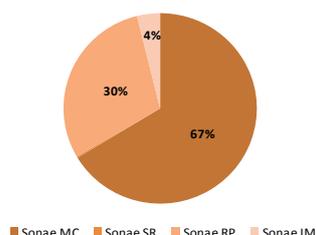
João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt
José Ramada
jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
ana.mendonca@bancobig.pt

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.

COMPANY NOTE

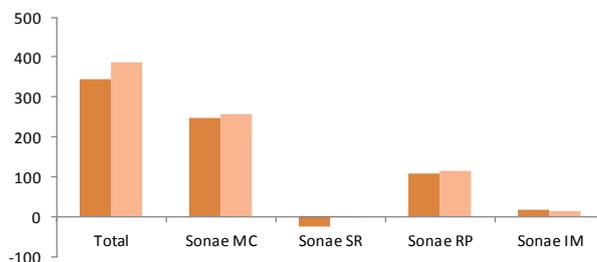
A Sonae reportou um **resultado líquido de EUR 319mn**, significativamente acima face a 2012, em consequência dos resultados indirectos derivados da fusão entre a ZON e a Optimus. O **volume de negócios e o EBITDA do grupo registaram um aumento face a igual período homólogo**, justificado pela melhoria do negócio de retalho, nomeadamente o não alimentar e do negócio de Software e Sistemas de Informação.

EBITDA por área



Fonte: Sonae.

Evolução EBITDA por área



Fonte: Sonae.

O **Resultado Financeiro** ficou 13% abaixo do valor registado em 2012, suportado por um nível consideravelmente **mais baixo de dívida líquida**, que se fixou nos EUR 1.214mn, um decréscimo face a igual período homólogo, apesar do impacto da distribuição de dividendos entre 2011 e 2013. A Sonae continuou a **reforçar a sua estrutura de capital**, com o rácio Dívida Líquida/EBITDA a atingir 2,0x no final do ano 2013.

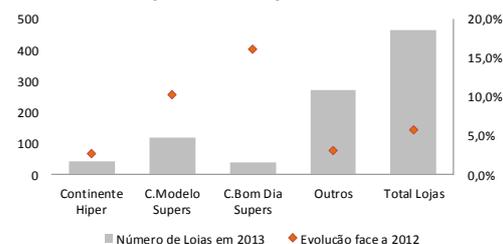
O **Capital investido atingiu os EUR 3.127mn**, sendo que EUR 1.254mn foram alocados ao negócio da Sonae RP. O **investimento na Sonae SR e Sonae MC** foi essencialmente concretizado na abertura de novas lojas e no caso do retalho não alimentar observou-se uma maior consolidação no mercado internacional.

O Conselho de Administração propôs um **dividendo ilíquido por acção** de EUR 0,0348, que corresponde a um *dividend yield* de 3,3%.

SONAE MC

O **reforço de posição de mercado**, em Portugal, contribuiu para uma evolução positiva no **volume de negócios da Sonae MC – aumento de 4,1% face a 2012**. Este incremento foi reflexo da expansão selectiva da área de vendas e um crescimento de vendas no universo comparável de lojas. As **vendas online** cresceram 8%, sustentadas pela nova plataforma de comércio electrónico. A Sonae MC alcançou um EBITDA de EUR 258mn, o que resulta de uma **margem EBITDA de 7,6%** - apesar do ambiente competitivo que levou a um forte esforço promocional, em particular no último trimestre.

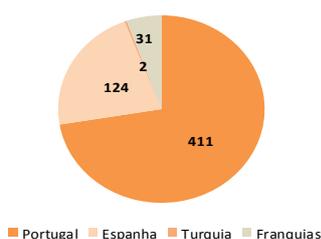
Lojas Geridas pela Sonae



Fonte: Sonae.

SONAE SR

Lojas Sonae SR



Fonte: Sonae.

A **Sonae SR consolidou a sua quota de mercado** na Península Ibérica, com especial ênfase no segmento de electrónica de consumo. Aumentou a sua actividade internacional através de novos contratos de *franchising* e abertura de novas lojas. A Sonae SR obteve um **'underlying' EBITDA positivo** em 2013 e **alcançou um volume de negócios de EUR 1.210mn**, representando um crescimento face ao ano 2012, com impacto significativo no mercado internacional – sendo a expansão um dos objectivos para 2014.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt

José Ramada
jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@bancobig.pt

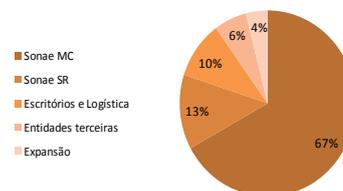
Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se 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.

COMPANY NOTE

SONAE RP

O volume de negócios da Sonae RP aumentou 3% face ao ano transacto, fixando-se nos EUR 124mn, tendo alcançado um *'underlying'* EBITDA de EUR 115mn, que se traduz numa margem EBITDA de 92,74%. A Sonae RP sustenta actualmente, um nível de *freehold* consideravelmente superior ao dos restantes retalhistas da Europa - 74% na Sonae MC e 28% na Sonae SR.

Portfólio Sonae RP



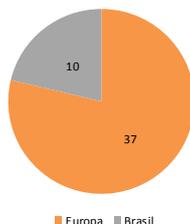
Fonte: Sonae.

Gestão de Investimentos

A área de Gestão de Investimentos registou um crescimento de 6% no volume de negócios face ao ano anterior, valor impulsionado pelo aumento de receitas do negócio de Software e Sistemas de Informação (SSI) – agora consolidado sob a unidade de gestão de investimentos. O *'underlying'* EBITDA alcançou os EUR 15mn, correspondendo a uma margem EBITDA de 6,6% também suportado pelo peso crescente do negócio de SSI.

Sonae Sierra

Número de Centros Comerciais



Fonte: Sonae.

O volume de negócios da Sonae Sierra em 2013 manteve-se praticamente no mesmo nível quando comparado com o ano anterior – o aumento de confiança dos consumidores compensou o ambiente macroeconómico desfavorável registado no início do ano. O resultado líquido de EUR 3,6mn, compara com o resultado negativo de EUR 46mn registado no ano 2012.

Sonaecom

O ano 2013 foi um ano estratégico para a Sonaecom, com a fusão entre a Zon e a Optimus. As receitas operacionais da ZON Optimus foram de EUR 1.427 mil mn, enquanto o EBITDA fixou-se nos EUR 537mn, um decréscimo de 0,9% face a 2012.

Oferta Pública de Aquisição



Após a fusão entre a ZON e a Optimus, a Sonaecom realizou uma oferta pública de aquisição parcial e voluntária para a aquisição de acções próprias, representativas de 24,16% do seu capital social. O nível de aceitação atingiu os 62% - sendo necessário 90% para o sucesso da operação - tendo a Euronext anunciado a exclusão da Sonaecom do PSI-20, com efeito a partir do dia 24 de Fevereiro. Após a oferta, a participação da Sonae na Sonaecom aumentou para 89,02% e a participação directa da Sonaecom na ZON Optimus foi reduzida para 2,14%.

A Sonae tem vindo a adquirir acções representativas do capital social da Sonaecom e quando atingir 90% do capital social pode solicitar à CMVM a exclusão da Sonaecom dos mercados de capitais - depois de garantir a aprovação de mais de 90% dos accionistas em Assembleia Geral. Caso não obtenha a aprovação, a Sonae tem três meses para adquirir acções dos accionistas que votaram contra, não sendo certo a que preço será a oferta, mas poderá ser a um preço médio dos últimos seis meses, que é de EUR 2,37, ou ao preço anteriormente oferecido de EUR 2,45.

Resultados Indirectos

Os resultados indirectos em 2013 totalizaram os EUR 289mn, o que compara com o resultado negativo de EUR 72mn alcançado no ano 2012. A fusão entre a Zon e a Optimus e os resultados indirectos da Sonae Sierra resultaram num ganho de EUR 443mn, no entanto, este resultado foi mitigado pelas imparidades *"non-cash"* em activos de exploração, bem como a identificação de novos conceitos nos formatos Sonae SR, que implicaram fortes investimentos e amortizações.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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 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

4 – Perspectivas para 2014

O enquadramento macroeconómico é encarado com optimismo pelo Grupo, ainda que com alguma prudência devido aos riscos ainda vividos no mercado ibérico. O Grupo espera **melhorar a sua capacidade de gerar fluxos de caixa**, fortalecendo o seu balanço, apesar do plano de investimentos e política de dividendos adoptados. No mercado de **retalho alimentar** o foco no reforço da posição de liderança, irá, provavelmente implicar uma redução nas margens de EBITDA. Já para a **Sonae SR** o Grupo pretende apostar no crescimento para novas geografias e no desenvolvimento dos modelos de negócio. No que diz respeito às parcerias, prevê-se, para a **Sonae Sierra**, uma **melhoria de mercado e uma maior confiança dos consumidores**, já na área das **telecomunicações** espera-se uma evolução positiva no impacto da fusão entre a Optimus e a Zon.

5 – Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	Pass./Activo (Endivid.)	Div. Liq./ EBITDA	EV/ EBITDA	EV/Sales
SONAE	27,94	19,16	1,71	27,84	2,47	65%	2,59	7,75	0,76
CARREFOUR SA	17,65	15,28	2,47	-3,92	2,24	80%	0,78	5,84	0,40
AHOLD NV	13,14	11,88	1,89	4,45	11,86	57%	0,00	5,92	0,38
CASINO GUICHARD	16,08	14,30	0,65	5,91	3,38	63%	-2,05	4,22	0,31
TESCO PLC	11,09	10,77	1,64	-10,78	5,50	71%	1,96	8,89	0,55
JERONIMO MARTINS	19,11	16,60	5,81	-10,20	2,31	65%	0,42	12,32	0,81
COLRUYT SA	17,54	16,67	3,44	-1,81	2,51	48%	-0,67	8,35	0,70
SAINSBURY PLC	10,08	10,40	1,06	-11,95	5,84	55%	1,68	7,23	0,42
DELHAIZE GROUP	12,55	11,68	1,04	21,09	2,68	56%	1,40	5,44	0,28
DISTRIBUIDORA IN	17,70	15,83	22,28	-3,32	2,07	95%	1,31	8,27	0,51
METRO AG	15,43	12,90	1,62	-20,03	n.a	82%	1,57	4,04	0,21
média	16,21	14,13	2,13	-0,25	4,09	67%	0,82	7,12	0,48
média exc. Sonae	15,04	13,63	2,18	-3,06	4,27	67%	0,64	7,05	0,46
SONAE	27,94	19,16	1,71	27,84	2,47	65%	2,59	7,75	0,76
BEST BUY CO INC	10,96	9,62	2,11	-39,07	2,80	72%	-0,62	3,43	0,16
DIXONS RETAIL PL	16,09	13,65	171,45	-7,13	n.a	95%	-572,23	6,37	0,21
média	18,33	14,14	1,91	-6,12	2,63	77%	0,99	5,85	0,38
média exc. Sonae	13,52	11,63	2,11	-23,10	2,80	83%	-0,62	4,90	0,19
SONAE	27,94	19,16	1,71	27,84	2,47	65%	2,59	7,75	0,76
GAP INC/THE	13,37	11,84	5,66	-0,54	1,98	61%	-0,04	6,44	1,04
ABERCROMBIE & FI	15,70	13,24	1,62	11,76	2,18	39%	-1,05	5,04	0,54
MARKS & SPENCER	14,06	12,60	2,85	0,76	4,33	67%	1,65	8,16	1,02
HENNES & MAURI-B	23,57	20,84	9,55	-7,33	3,46	61%	1,93	17,47	3,58
INDITEX	25,47	22,56	7,21	-10,64	2,06	31%	n.a	16,55	3,88
NEXT PLC	16,47	15,24	34,20	17,69	3,69	33%	-0,02	12,20	2,73
média	19,51	16,50	4,77	5,65	2,88	51%	0,84	10,51	1,94
média exc. Sonae	18,11	16,05	5,38	1,95	2,95	49%	0,96	10,98	2,13
SONAE	27,94	19,16	1,71	27,84	2,47	65%	2,59	7,75	0,76
JD SPORTS FASHIO	15,04	12,86	3,79	23,95	1,63	53%	-0,60	4,33	0,33
FOOT LOCKER INC	14,29	12,97	2,68	11,08	1,78	28%	-0,91	6,11	0,75
FINISH LINE-A	14,39	12,68	2,36	-5,54	1,09	53%	0,01	7,81	0,70
SPORTS DIRECT IN	25,05	20,29	6,14	8,95	n.a	72%	n.d.	16,33	1,96
média	19,34	15,59	3,34	13,26	1,74	54%	0,27	8,47	0,90
média exc. Sonae	17,19	14,70	3,74	9,61	1,50	52%	-0,50	8,65	0,93

Análise Fundamental

Em termos de avaliação fundamental, **na importante métrica do P/E, os títulos da Sonae negociam a prémio face à média sectorial** em todos os subnegócios do Grupo. No que diz respeito ao retalho alimentar, o negócio com maior peso, a Sonae negocia com um P/E 2014E e P/E 2015E de 27,94x e 19,16x, o que compara negativamente com os 15,04x e 13,63x ostentados pelo sector. Ao nível do P/BV a Sonae transacciona a desconto quando comparada com os seus principais *peers*, a negociar a 1,71x vs 2,18x do sector do retalho alimentar.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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 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

YTD

Desde o início do ano a Sonae SGPS segue a **negociar com uma valorização de 27,84%**, uma performance francamente superior à registada pelos seus principais *peers* em todos os negócios onde opera. O desempenho em bolsa da Sonae tem sido, de certa forma, influenciado pelo ambiente favorável nos mercados periféricos desde o início do ano e, em particular, na recuperação mais acelerada pelo mercado doméstico.

Estrutura do Balanço

Os principais **indicadores de endividamento da Sonae estão em linha com os seus *peers***, com 65% do Activo da empresa a ser financiado por o Passivo, salientando que as métricas de endividamento têm vindo a evoluir de forma relativamente favorável nos últimos anos.

6 – Price Target

Sonae MC (EUR mn)	1.689,72
EV/Sales (<i>média peers</i>)	0,46
EV/EBITDA (<i>média peers</i>)	7,05
Vendas (Sonae)	3.415,00
EBITDA (Sonae)	258,00
EV/Sales	1.560,03
EV/EBITDA	1.819,40
Sonae MC Enterprise Value	1.689,72

Sonae SR (EUR mn)	423,93
Múltiplo EV/Sales Ponderado	0,67
Electrónica	0,19
Textil	2,13
Desporto	0,93
Múltiplo EV/EBITDA Ponderado	8,17
Electrónica	4,90
Textil	10,98
Desporto	8,65
Vendas (Sonae)	877,00
EBITDA (Sonae)	39,00
EV/Sales	584,65
EV/EBITDA	263,21
Sonae SR Enterprise Value	423,93

Sonae Sierra (EUR mn)	500,00
NAV	1.000,00
%Stake	50%
NAV x % Ownership	500,00

Sonaeacom (EUR mn)	524,57
Preço de fecho do último trading	2,26
Número de acções ('000 000)	311,30
Market Cap (M€)	703,85
%Stake	89%
debt related to the acquisition of 20% stake held by France Telecom	102,00
Market Cap x % Ownership	524,57

Avaliação (EUR mn)	
Sonae SR enterprise value	424
Sonae MC enterprise value	1.690
Sonae RP (invested capital @ book value)	1.254
Negócio de retalho avg. net debt (incl. shareholder loans)	-912
Negócio de retalho equity value	2.456
Sonae Sierra equity value (NAV)	500
Investment management equity value	56
Sonaeacom equity value	525
Sonae Gross Asset Value (GAV)	3.536
Holding net debt (incl. Empréstimos a accionistas)	-413
Sonae Net Asset Value (NAV)	3.123
Nº Acções	2.000
Holding Discount	10%
Equity Value	2.811
Price Target	1.405
Upside/Downside	4,81%

Consenso de Mercado

O preço alvo por nós calculado mostra-se sensivelmente em linha com o consenso de mercado, como é possível constatar no quadro abaixo:

	Preço	Up Side/ Down Side
Preço Actual	1,34	
Price Target (Hight)	1,75	31%
Price Target (Low)	0,87	-35%
Price Target (Average)	1,45	8%

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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.

COMPANY NOTE

7 – Conclusão

Durante o ano 2013, constatou-se uma suavização dos riscos macroeconómicos no bloco europeu, ainda que se tenha verificado uma contracção nas vendas a retalho e no consumo privado. Ainda assim, a **Sonae SGPS mostrou alguma resiliência num contexto macroeconómico mais adverso**, reforçando a sua posição no mercado nacional e aumentando o seu volume de negócios e o EBITDA – ainda que se tenha verificado uma redução nas margens EBITDA, resultado do ambiente fortemente concorrencial.

Os **resultados consolidados do Grupo** – incrementados pelos resultados indirectos derivados da fusão entre a ZON e a Optimus – **reflectem os objectivos traçados** e traduzem uma melhoria significativa da solidez do balanço.

No que diz respeito à avaliação fundamental, na métrica do P/E a Sonae SGPS **transacciona a prémio face aos seus principais peers** nos diferentes subsectores, contrastando com a métrica do P/BV que negocia a desconto. O título tem apresentado uma **outperformance consistente face ao principal índice nacional bem como aos seus principais comparáveis**, influenciada, em parte, pelo ambiente favorável vivido nos mercados periféricos, a qual deverá ser, na nossa opinião, progressivamente mais difícil de sustentar num prazo mais alargado.

O sentimento dos investidores é ainda dominado por alguma **incerteza em relação ao futuro da economia** e a **concorrência mostra-se cada vez mais agressiva**, ainda assim, a **mitigação gradual do desconto de holding**, em resultado da progressiva simplificação das áreas de negócio, a **recuperação mais acelerada do mercado doméstico** e a **expansão internacional** são *triggers* a médio prazo e que **poderão ainda conferir algum valor adicional à nossa avaliação**. Não obstante, tendo em conta o fortíssimo *rally* do título no período recente – transaccionando junto de máximos históricos e com a significativa expansão dos múltiplos fundamentais – **acreditamos que o título incorpora já um cenário globalmente optimista e que acaba por prejudicar o binómio risco-retorno**.

Desta forma, a **nossa avaliação para a Sonae SGPS – obtida via metodologia do NAV – traduz um Equity Value de EUR 2.811 mn** (incorporando a aplicação de um desconto de *holding* de 10%), pelo que adoptamos a **recomendação de “Manter”** os títulos da Sonae SGPS ao identificar um **upside relativamente estreito face aos níveis actuais e que resulta um preço alvo de EUR 1,405 por acção**.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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.

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:
 - o Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - o Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - o Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - o Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - o 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 31 de Março de 2014:

	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 31 de Março de 2014

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	6	75,0%
Stop Loss	2	25,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	8	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2014:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	1	33,3%
Stop Loss	2	66,7%
Em Vigor	0	0,0%
Total	3	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 Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt