

**VISÃO – Comprar**

**Price Target: EUR 1,369**

(Para mais detalhes do modelo de avaliação consultar a PSI-20 Note 'Sonae - Avaliação atractiva confere potencial ao título' do dia 28 de Abril de 2016)

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	0,70
Máx de 52 semanas	1,22
Mín de 52 semanas	0,62
YTD (%)	-33,40%
Volume médio diário (mn)	4.139.004
Capitalização bolsista (mn)	1.396
Beta	1,07
Dividendo (EUR por acção)	0,08
EPS	0,10

Nota: Valores de 19/08/2016, pelas 09h45m.

Fonte: Bloomberg

Opinião do consenso (últimos 6 meses)	
Comprar	6
Manter	1
Vender	0

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	5.014
EBITDA (mn)	343
Nº de empregados	43.261
ROA (%)	3,25%
ROE (%)	10,53%
D/E	1,14
DY (%)	5,52%

Fonte: Bloomberg

Nota: Valores relativos aos resultados anuais

**Evolução Gráfica**



Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
28-04-2014	Manter	1,405

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
Bernardo Cânciao  
research@big.pt

**Sonae – Resultados 1º Semestre 2016**

(Reiteramos recomendação de 'Comprar', com um price-target de EUR 1,369)

A Sonae reportou um **crescimento de 4,4% no volume de negócios** para EUR 2.431mn, beneficiando do contributo positivo da Sonae MC (+3,6%) e da Sonae SR (5,5%), que compensaram a quebra nas vendas da Sonae RP (-27%).

O **underlying EBITDA da Sonae registou uma quebra de 15% para EUR 111mn**, com a respectiva margem a cair para 4,6% (v.s 5,7% do período homólogo). O **EBITDA ascendeu a EUR 190mn**, sensivelmente em linha com igual período de 2015.

O **resultado líquido directo aumentou 18,7%**, beneficiando de menores custos financeiros, resultantes de um menor nível de dívida líquida (quebra de 1,7%), não obstante o valor mais reduzido ao nível do EBIT. O **resultado líquido atribuível aos accionistas recuou 20,9% para EUR 77mn devido a um menor resultado indirecto** – com efeito negativo do *mark-to-market* da NOS e à menor contribuição da Sonae Sierra.

Analisando a estrutura de capital, o **gearing médio em valores de mercado** (endividamento líquido/capitalização bolsista) **foi de 0,7x**, um aumento em termos homólogos penalizado pelo valor de mercado da Sonae. O **rácio loan-to-value manteve-se inalterado em 13%**. O **Capex da Sonae aumentou 8,6% para EUR 208mn**, justificado pela Sonae SR (+16,5%) devido à aquisição da Salsa.

	EUR mn	1S2015	1S2016	Δ
<b>Volume de Negócios</b>		2.329	2.431	4,4%
Sonae MC	1.633	1.691	3,6%	
Sonae SR	582	614	5,5%	
Sonae RP	64	47	-27,0%	
Sonae IM	124	127	2,3%	
E&A	-74	-48	-	
<b>'Underlying' EBITDA</b>		132	111	-15,4%
Sonae MC	86	81	-6,3%	
Sonae SR	-11	-8	30,9%	
Sonae RP	58	41	-29,1%	
Sonae IM	5	5	15,8%	
E&A	-6	-8	-35,8%	
<b>Margem 'Underlying' EBITDA</b>		5,7%	4,6%	-1,1 p.p
<b>Res. Método Equiv. Patrim.</b>		24	23	-4,5%
Sonae Sierra	13	13	0,1%	
NOS	11	10	-5,5%	
<b>Itens não recorrentes</b>		35	55	59,4%
<b>EBITDA</b>		191	190	-0,4%
Margem EBITDA	8,2%	7,8%	-0,4 p.p	
Depreciações & Amortizações	-88	-97	-10,5%	
<b>EBIT</b>		103	93	-9,8%
Resultados Financeiros	-36	-26	28,8%	
<b>EBT</b>		67	67	0,7%
Impostos	-11	-1	93,9%	
<b>Resultado Directo</b>		56	66	18,7%
<b>Resultado Indirecto</b>		43	11	-74,3%
<b>Resultado Líquido total</b>		99	77	-21,7%
Interesses sem controlo	-2	-1	58,4%	
<b>Res. Liq. Atribuível a accionistas</b>		97	77	-20,9%

Fonte: Resultados 1º Semestre 2016

Nota: Sonae IM inclui a contribuição da área de Tecnologia e Parcerias

**Áreas de negócio**

No segmento de retalho alimentar (Sonae MC) o volume de negócios registou um aumento de 3,6% para EUR 1.691mn, com um crescimento *like-for-like* de 0,4%. O contínuo investimento em preço acabou por penalizar a evolução da margem EBITDA (recuou de 5,3% para 4,8%) sendo que o EBITDA recuou para EUR 81mn.

Na Sonae SR (retalho especializado) o volume de negócios aumentou 5,5% para EUR 614mn, com o contributo positivo das duas divisões. Na Worten, as receitas aumentaram 1,4% com um desempenho positivo em Portugal e uma contínua recuperação em Espanha. O EBITDA desta insígnia aumentou EUR 2mn, com as operações nos dois países a contribuírem de forma positiva. Na **divisão de Sports and Fashion**, as vendas aumentaram

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.

14,6% para EUR 210mn, beneficiando da contribuição da Losan e da Zippy em Portugal. O **EBITDA desta divisão foi negativo em EUR 11mn**, penalizado pela contribuição negativa da Modalfa (MO). Nota ainda para a expansão internacional da Zippy que entrou no Chipre no segundo trimestre.

Na **Sonae RP, a redução de freehold da Sonae MC** de 63% para 51% (próximo do *target* de 50%) **pressionou o volume de receitas em 27% para EUR 47mn**. O **impacto foi igualmente negativo em termos de EBITDA** que desvalorizou 29% para EUR 41mn, com redução de margem para 87,8%. Durante o semestre foram **concretizadas 3 operações de sale and leaseback**, com ganhos de capital de EUR 63mn.

Na **Sonae IM, o volume de negócios aumentou 1,9%** para EUR 61mn, no entanto o **underlying EBITDA registou uma quebra de 52%** para EUR 2mn.

Na **Sonae Sierra, as receitas desceram 7,7%** justificado pela execução da estratégia de reciclagem de capital. O **EBIT recuou 5,9% para EUR 47mn** penalizado pelas alterações de portfólio e pelo efeito cambial, sendo que excluindo estes factores o crescimento no EBIT foi de 11%. O **resultado líquido recuou 25,6% para EUR 59mn**, castigado pelo resultado indirecto (-38,7%). O **NAV (Net Asset Value) atingiu os EUR 1.244mn**, uma melhoria face ao registado em Dezembro de 2015.

### ▲ Conclusão

Na **Sonae MC**, o Grupo pretende continuar a **reforçar e melhorar a proposta de valor**, através de preço e qualidade e a prosseguir com o programa de **expansão de formatos de conveniência e proximidade**. Para responder ao aumento de competitividade e elevado nível promocional, a empresa deverá continuar a investir em preço e melhorar a conveniência para os clientes, **preservando a sua quota de mercado**.

No **retalho especializado (Sonae SR)**, **continuamos a acreditar que este será um ano mais positivo** (quer ao nível de vendas como de EBITDA) continuando a desenvolver novos conceitos de loja, a racionalizar custos e a apostar na internacionalização.

O título segue com uma **desvalorização de 33% desde o início do ano**, em *underperformance* face ao índice PSI-20 (-11%), movimento que consideramos extremado e que não reflecte o real valor do Grupo. As novas oportunidades de internacionalização (alicerçada em parcerias sólidas), forte estrutura de balanço (capaz de potenciar oportunidades de expansão) e simplificação da estrutura organizacional leva-nos a reiterar a **recomendação de 'Comprar'** com um **price target de EUR 1,369**, atribuído na nota "Sonae - Avaliação atractiva confere potencial ao título " de 28 de Abril de 2016.

### ▲ Glossário

**Freehold:** Nível de detenção de activos de retalho.

**Sale and leaseback:** Operação de venda de um imóvel e posterior arrendamento do mesmo.

**Vendas like-for-like:** Vendas realizadas em lojas que funcionaram nas mesmas condições, nos dois períodos. Exclui lojas abertas, fechadas ou sujeitas a obras de remodelação consideráveis num dos períodos.

#### Analista:

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

#### Research:

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
Bernardo Cândia  
research@big.pt

**DISCLOSURES**

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
  - 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 pela Equipa de Research do BiG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	62,5%
Manter/Neutral	3	37,5%
Reduzir/Vender	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	40,0%
Stop Loss	5	50,0%
Em Vigor	1	10,0%
<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>100,0%</b>

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	66,7%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>100,0%</b>

**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. Saliencia-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 disponibilizadas. 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.

**Analista:**

João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt

**Research:**

João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
Bernardo Cânciao  
research@big.pt

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