

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	0,88
Máx de 52 semanas	1,08
Mín de 52 semanas	0,62
YTD (%)	0,57%
Volume médio diário (mn)	3.599.645
Capitalização bolsista (mn)	1.758
Beta	1,03
Dividendo (EUR por acção)	0,08
EPS	0,11

Nota: Valores de fecho de 17/03/2017.

Fonte: Bloomberg

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

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	5.376
EBITDA (mn)	416
Nº de empregados	43.261
ROA (%)	4,00%
ROE (%)	12,08%
D/E	0,89
DY (%)	5,55%

Fonte: Bloomberg

Nota: Valores relativos aos resultados anuais

Evolução Gráfica



Fonte: Bloomberg

Estrutura Accionista	
Efanor	52,6%
BPI	8,9%
Fundação Berardo	2,5%
BESTINVER	2,0%
Outros	33,5%

Fonte: Sonae

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 Cândia
research@big.pt

Sonae – Resultados 2016

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

Em 2016, a Sonae continuou a desenvolver a sua estratégia corporativa e das diferentes áreas de negócio, o que teve resultado ao nível do crescimento e do reforço de posições competitivas. Manteve a sua sólida estrutura financeira, diminuindo os valores de dívida líquida (em cerca de 6%), optimizando os custos de financiamento e estendendo o perfil de maturidade da dívida.

Esta evolução operacional vai de encontro às nossas expectativas e confirmam a nossa visão de que o Grupo deverá continuar a desenvolver com sucesso a sua estratégia.

EUR mn	2015	2016	Δ
Volume de Negócios	5.014	5.376	7,2%
Sonae MC	3.490	3.687	5,6%
Sonae SR	1.294	1.438	11,1%
Sonae RP	121	92	-24,2%
Sonae IM	249	258	3,7%
E&A	-140	-98	n.d.
'Underlying' EBITDA	331	320	-3,3%
Sonae MC	215	210	-2,1%
Sonae SR	5	35	n.d.
Sonae RP	109	80	-26,2%
Sonae IM	16	13	-21,4%
E&A	-15	-18	n.d.
Margem 'Underlying' EBITDA	6,6%	5,9%	-0,6 p.p
Res. Método Equiv. Patrim.	48	44	-9,2%
Sonae Sierra	31	28	-6,8%
NOS	18	17	-5,0%
Itens não recorrentes	14	53	n.d.
EBITDA	393	416	5,9%
Margem EBITDA	7,8%	7,7%	-0,1 p.p
Depreciações & Amortizações	-187	-203	-8,6%
EBIT	206	213	3,5%
Resultados Financeiros	-57	-46	19,0%
EBT	149	167	12,1%
Impostos	-21	-19	10,9%
Resultado Directo	128	148	15,9%
Resultado Indirecto	49	74	n.d.
Resultado Líquido total	177	222	25,6%
Interesses sem controlo	-1	-7	n.d.
Res. Liq. Atribuível a accionistas	175	215	22,7%

Fonte: Sonae – Comunicado de Resultados 2016

O volume de negócios consolidado da Sonae aumentou 7,2% para EUR 5.376mn, com contribuições positivas da Sonae MC (+5,6%), Sonae SR (+11,1%) e Sonae IM (+3,7%), tendo a Sonae RP registado uma perda (-24,2%) devido ao menor nível de *freehold* da Sonae.

O EBITDA aumentou para EUR 416mn (+5,9%) resultado de: i) melhorias no *underlying* EBITDA da Sonae SR (EUR 30mn); ii) impacto do investimento em preço na Sonae MC e da expansão do parque de lojas (EUR -5mn) e iii) contribuição positiva de itens não recorrentes (de EUR 14mn para EUR 53mn).

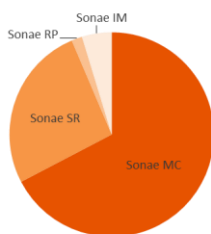
O resultado líquido atribuível aos accionistas aumentou 22,7% para EUR 215mn, beneficiando quer do resultado directo (+15,9%) bem como do resultado indirecto (aumentou para EUR 74mn). Se por um lado, o resultado directo beneficiou de um maior EBITDA e menores resultados financeiros e impostos, por outro o aumento do resultado indirecto deveu-se ao contributo da Sonae Sierra e movimentos relacionados com transacções em activos financeiros. Foi proposto um dividendo de EUR 0,04/acção, um valor 5% acima do período homólogo.

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 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.

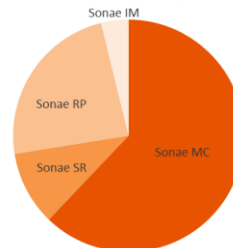
▲ **Áreas de negócio**

A Sonae tem evoluído para que as suas unidades de negócio sejam mais autónomas, ágeis e focadas, permitindo reagir às rápidas mudanças que ocorrem nos mercados onde actua.

Volume de Negócios - Distribuição por segmento



EBITDA - Distribuição por segmento



Fonte: Sonae – Comunicado de Resultados 2016; Research BIG

Vendas comparáveis aumentam, no entanto observa-se ligeira compressão da margem EBITDA

A unidade de retalho alimentar, Sonae MC, registou um crescimento de 5,6% no seu volume de negócios para EUR 3.687mn, suportado por um crescimento no universo comparável de lojas (+1,9%) e pela expansão do parque de lojas. Num ambiente bastante competitivo, a margem EBITDA recuou 0,50 p.p para 5,7% devido ao investimento continuado em preço.

Divisão de Sports & Fashion regista evolução exemplar em 2016

A Sonae SR, retalho especializado, aumentou em 11,1% o seu volume de negócios para EUR 1.438mn, tendo o EBITDA ascendido a EUR 35mn (vs. EUR 5mn do período homólogo). A Worten continuou a implementar a sua estratégia omnicanal na Ibéria, com o volume de negócios a aumentar 2,1% para EUR 910mn e um crescimento da quota de mercado em 20 p.b., não descurando o foco na rentabilidade (*underlying* EBITDA aumentou para EUR 26mn). A divisão de *Sports and Fashion* aumentou o volume de negócios em 30,9% beneficiando das contribuições da Losan e da Salsa e do desempenho positivo do portefólio original (Sport Zone, MO, Zippy). O Memorando de Entendimento anunciado com a JD Group e a JP Sprinter é um importante passo para a criação de um Grupo capaz de gerar escala e recursos para continuar o bom *momentum* das actuais marcas.

Sonae RP cumpre objectivo de 50% de freehold da Sonae MC

A Sonae RP, unidade responsável pela gestão do portefólio de imobiliário de retalho da Sonae, registou um decréscimo de 24,2% no volume de negócios para EUR 92mn, devido à redução do nível de *freehold* da MC de 62% para 50% (target inicialmente definido). O *underlying* EBITDA recuou para EUR 80mn (-26,2%) com a margem a cifrar-se em 87,5%. Em 2016 foram concluídas quatro operações de *Sale and Leaseback* que resultou num *cash-in* de EUR 251mn, tendo a Sonae RP encerrado 2016 com um valor contabilístico bruto do portefólio de activos de EUR 1.260mn.

Sonae Sierra mantém estratégia de reciclagem de capital

Na Sonae IM foram adquiridas posições relevantes em três importantes fundos de investimento com participações em algumas promissoras empresas portuguesas do sector tecnológico. A área de parcerias registou um volume de negócios de EUR 142mn e um *underlying* EBITDA de EUR 9mn. O negócio de tecnologia registou um crescimento de 1,6% no volume de negócios (EUR 117mn) e um *underlying* EBITDA de EUR 5mn.

A Sonae Sierra continuou a implementar a sua estratégia de reciclagem de capital, ao libertar capital para financiar novos desenvolvimentos e expandir a actividade de prestação de serviços. O desempenho operacional continuou a evidenciar uma gestão eficiente dos activos, com a taxa de ocupação a ascender a 96,6% (vs. 95,2% em 2015). O volume de negócios recuou 7,2% para EUR 209mn, o EBIT fixou-se em EUR 97mn (-8,2%) e o resultado directo atingiu EUR 125mn beneficiando da elevada compressão de *yields*. O NAV (*net asset value*) alcançou EUR 1.418mil mn e o *loan to value* atingiu 28% (vs. 40% em 2015).

A NOS continuou a registar uma evolução positiva nas principais métricas operacionais, com o volume de negócios a aumentar 4,9%, o EBITDA 4,4% e o resultado líquido a ascender a EUR 90mn (+9,3% face ao período homólogo).

Analista:
João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
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.

▲ Conclusão

Para 2017 a Sonae indicou que a implementação da sua estratégia será baseada em três pilares: (i) reforçar e alavancar os activos e competências chave; (ii) potenciar a expansão internacional e (iii) diversificar modelos de negócio. Na Sonae MC pretende reforçar a sua posição no sector, mantendo a rentabilidade e melhorando a proposta de valor (aumentando a presença em formatos de conveniência). A Sonae SR beneficiou da aquisição das marcas Salsa e Losan e iniciou 2017 com um Memorando de Entendimento que prevê a combinação dos negócios na Península Ibérica da JP Group e da JD Sprinter com a Sport Zone. A Sonae SR revela-se assim um importante negócio para uma expansão internacional do Grupo, continuando a melhorar os níveis de rentabilidade. Já a Sonae Sierra deverá manter-se focada na estratégia de reciclagem de capital, investindo em projectos com elevadas perspectivas de crescimento.

Consideramos que 2016 foi um ano positivo para a Sonae, com crescimentos nas suas principais áreas de negócio, no entanto, a sua performance em bolsa (-16,60%) não reflectiu este desempenho operacional. Acreditamos que 2017 poderá trazer novo ânimo ao título suportado por uma contínua melhoria operacional, por novas oportunidades de internacionalização (alicerçada em parcerias sólidas) e uma forte estrutura de balanço (capaz de potenciar oportunidades de expansão). Reiteramos 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.

Ainda assim, importa referir que relevantes desafios se colocam no percurso da Sonae e que podem comprometer o cenário base de avaliação, que se traduzem fundamentalmente no aumento de concorrência, a alteração das tendências de mercado e dos hábitos de consumo e potencial instabilidade económico-social nos países onde está presente.

▲ 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

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.

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%;
 A tipologia de investimento supra mencionada mostra-se meramente indicativa e não, globalmente, estrita.
- 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 31 de Dezembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	4	44,4%
Manter/Neutral	5	55,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	9	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	40,0%
Stop Loss	6	60,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	10	100,0%

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	50,0%
Stop Loss	2	25,0%
Em Vigor	2	25,0%
Total	8	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. 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 Cândia
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.