

**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	0,75
Máx de 52 semanas	1,13
Mín de 52 semanas	0,62
YTD (%)	-28,34%
Volume médio diário	3.959.194
Capitalização bolsista (mn)	1.502
Beta	1,06
Dividendo (EUR por acção)	0,08
EPS	0,10

Nota: Valores de fecho de 10/11/2016.

Fonte: Bloomberg

Opinião do consenso (últimos 5 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 (%)	3,24%
ROE (%)	9,77%
D/E	1,07
DY (%)	5,13%

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

**Sonae – Resultados 9 Meses 2016**

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

O volume de negócios, nos primeiros nove meses do ano, aumentou 6,7% para EUR 3.882mn, com o contributo positivo de todos os segmentos, à excepção da Sonae RP (-25%) devido às operações de *sale and leaseback* realizadas em 2015.

O *underlying* EBITDA recuou 6,8% com a recuperação na Sonae SR (ao nível da Worten e da unidade de *Sports and Fashion*) a não ser suficiente para compensar as perdas nos restantes segmentos. Os resultados pelo método de equivalência patrimonial foram inferiores em 6,3%, com uma menor contribuição da Sonae Sierra e da NOS. O EBITDA do Grupo aumentou 3,1%, beneficiando de itens não recorrentes (EUR 55mn), com a respectiva margem a recuar 0,3 p.p para 7,8%.

O resultado financeiro beneficiou da combinação de um menor nível de dívida líquida e do menor custo da dívida (custo das linhas de crédito diminuiu para 1,4%). O resultado líquido recuou 3% para EUR 141mn, com o resultado directo a contribuir com EUR 120mn e o indirecto com EUR 21mn (-59%) – que inclui o efeito positivo da reavaliação da Sonae Sierra e o ganho de capital obtido com a venda da participação directa de 2,14% da NOS.

EUR mn	9M2015	9M2016	Δ
<b>Volume de Negócios</b>	<b>3.639</b>	<b>3.882</b>	<b>6,7%</b>
Sonae MC	2.549	2.685	5,3%
Sonae SR	917	1.008	9,9%
Sonae RP	92	69	-24,9%
Sonae IM	187	190	1,5%
E&A	-107	-69	n.d.
<b>'Underlying' EBITDA</b>	<b>226</b>	<b>210</b>	<b>-6,8%</b>
Sonae MC	152	147	-3,5%
Sonae SR	-9	8	n.d.
Sonae RP	83	60	-27,3%
Sonae IM	9	9	-1,6%
E&A	-10	-13	n.d.
<b>Margem 'Underlying' EBITDA</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>-0,8 p.p</b>
<b>Res. Método Equiv. Patrim.</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>-6,3%</b>
Sonae Sierra	21	20	-5,1%
NOS	16	16	-3,9%
<b>Itens não recorrentes</b>	<b>28</b>	<b>55</b>	<b>95,4%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>292</b>	<b>301</b>	<b>3,1%</b>
Margem EBITDA	8,0%	7,8%	-0,3 p.p
Depreciações & Amortizações	-135	-146	-8,3%
<b>EBIT</b>	<b>157</b>	<b>155</b>	<b>-1,3%</b>
Resultados Financeiros	-52	-37	27,9%
<b>EBT</b>	<b>105</b>	<b>118</b>	<b>11,7%</b>
Impostos	-4	2	n.d.
<b>Resultado Directo</b>	<b>102</b>	<b>120</b>	<b>18,1%</b>
<b>Resultado Indirecto</b>	<b>44</b>	<b>21</b>	<b>-51,9%</b>
<b>Resultado Líquido total</b>	<b>146</b>	<b>141</b>	<b>-3,0%</b>
Interesses sem controlo	-3	-3	-0,4%
<b>Res. Liq. Atribuível a accionistas</b>	<b>142</b>	<b>138</b>	<b>-3,1%</b>

Fonte: Sonae - Resultados 9 Meses 2016

Nota: Sonae IM inclui a contribuição da área de Tecnologia e Parcerias (as parcerias registaram um volume de negócios de EUR 102,6mn e um *underlying* EBITDA de EUR 6,6mn).

O Capex da Sonae aumentou 7,5% para EUR 293mn, com um crescimento em todas as áreas de negócio, mas em particular na Sonae SR devido à aquisição da Salsa.

A dívida líquida da *holding* recuou 12,3% para EUR 517mn beneficiando da venda da participação do capital da NOS. A dívida líquida da MC, SR e RP aumentou EUR 31mn no período, com o rácio face ao EBITDA a totalizar 2,0x. A Sonae continua a apresentar uma estrutura de capital robusta, mantendo reservas de liquidez e melhorando a maturidade de dívida (superior a 4 anos).

Iniciou no último trimestre um programa de refinanciamento, tendo já refinanciado EUR 430mn e EUR 350mn em longo e curto prazo respectivamente. De acordo com o indicado na Conference Call, este refinanciamento deverá gerar uma poupança entre EUR 23mn e 25mn. A Sonae não possui necessidades de refinanciamento para os próximos 18 meses.

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.

**Research:**

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

**Áreas de negócio**

A área de retalho alimentar da Sonae (Sonae MC) registou um crescimento de 5,3% no volume de negócios, beneficiando não só da implementação de medidas para reforçar a proposta de valor bem como do programa de expansão de formatos conveniência. Realce para as vendas *like-for-like* que aumentaram 1,8% (vs. -2,2% do período homólogo) e para um aumento da quota de mercado. O investimento em preço, com o intuito de colmatar o forte ambiente competitivo levou a que a margem EBITDA recuasse 0,5 p.p para 5,5%.

A Sonae SR (retalho especializado) aumentou o volume de negócios em 9,9%, com um contributo positivo da Worten (+1,3%) e da área Sports na Fashion (+28,3%). O EBITDA cifrou-se em EUR 8mn, beneficiando das duas divisões de negócio. A Worten, manteve o foco na melhoria do EBITDA continuando a implementar a estratégia omnicanal na Ibéria (assente na rede física de lojas e no *e-commerce*), com as suas vendas *like-for-like* a aumentarem 2,9% (vs. -0,7% do período homólogo) e um EBITDA de EUR 9mn (vs. EUR 2mn dos 9M15). A divisão de Sports and Fashion aumentou o volume de negócios em 28,3%, com crescimento de vendas *like-for-like* de 0,1% (vs. -2,8% nos 9M15) com contributo da Zippy e Sport Zone e da consolidação da Losan e Salsa.

A Sonae RP (que gere o portfólio de bens de retalho imobiliário da Sonae) registou um declínio no volume de negócios de 25% para EUR 69mn, devido à redução do *freehold* da MC (62% em 2015 para 51%). O *underlying* EBITDA recuou 27%, com uma redução da margem para 87,2% (-2,9 p.p).

A Sonae IM (cria e gere um portfólio de empresa de base tecnológica) viu o seu volume de negócios no segmento de tecnologia comprimir 0,8% para EUR 88mn e o *underlying* EBITDA recuar 51% com uma quebra de 3,6 p.p na margem EBITDA para 3,6%. Na Conference Call, foi referido que este decréscimo não representa uma preocupação para a Sonae, uma vez que é uma área que apresenta oportunidades de crescimento.

A Sonae Sierra continuou a implementar a sua estratégia de reciclagem de capital, reduzindo a sua exposição a centros comerciais maduros e reinvestindo no desenvolvimento de outros (abertura do PrLake, primeiro projecto na Roménia). Ainda que o volume de negócios tenha recuado 7,2% a taxa de ocupação aumentou 1,3 p.p para 96,4%. A NOS apresentou uma performance nos primeiros nove meses do ano positiva, com um crescimento ao nível de Receitas (+5,3%), EBITDA (+5,3%) e Resultado Líquido (+6,6%).

**Conclusão**

Os resultados relativos aos primeiros nove meses do ano foram francamente positivos para a Sonae, com crescimento ao nível do volume de negócios (+6,7%) e do EBITDA (+3,1%), mantendo a sua estrutura de capital robusta, beneficiando no período de menores custos de financiamento do programa de refinanciamento (poupança entre EUR 23mn e 25mn).

Relativamente à Sonae MC, a equipa de gestão referiu na Conference Call que as medidas implementadas (percepção de preço, comunicação de oferta e campanhas promocionais inovadoras) tiveram um impacto bastante positivo (visível na evolução favorável das vendas *like-for-like*), referindo que a dinâmica de vendas deverá continuar, tendo encontrado um equilíbrio entre preço e margem. No que se refere à evolução futura das margens, as mesmas encontram-se dependentes da pressão concorrencial, com a Sonae a referir que pretende manter a posição de liderança no mercado.

Na Sonae SR, algumas das medidas adoptadas começam já a ter efeito, ainda que o maior impacto seja mais visível nos próximos trimestres. Na Worten, a melhoria observou-se tanto em Espanha como em Portugal, sendo que no mercado nacional foi em parte explicado pela redução da actividade promocional o que melhorou as margens da marca. Já a divisão de Sports & Fashion beneficiou da consolidação da Losan e da Salsa, num segmento que acreditamos ter espaço para crescer e expandir internacionalmente.

**Analista:**João Lampreia  
joao.lampreia@big.pt**Research:**João Lampreia  
Ana Mendonça  
Diana Oliveira  
Bernardo Cânciao  
research@big.pt

As novas oportunidades de internacionalização são um interessante *trigger* para o título, quer no segmento de retalho especializado (como referido anteriormente) como no segmento de retalho alimentar, onde, actualmente, a expansão é feita em parcerias, sendo que nos Emirados Árabes Unidos a primeira loja deverá abrir no primeiro semestre de 2017 e em Moçambique já existem duas lojas. O Grupo pretende expandir de forma moderada, optando por investir apenas depois de conhecer bem o mercado e se considerar haver perspectivas de crescimento.

Considerando os bons números apresentados nos segmentos de retalho (alimentar e especializado) e a resiliência dos restantes segmentos de negócio do Grupo, reiteramos a recomendação de 'Comprar' com um *price target* de EUR 1,39, 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 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.

## 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 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	2	28,6%
Manter/Neutral	4	57,1%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Sob Revisão	1	14,3%
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	2	25,0%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	1	12,5%
<b>Total</b>	<b>8</b>	<b>100,0%</b>

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	57,1%
Stop Loss	3	42,9%
Em Vigor	0	0,0%
<b>Total</b>	<b>7</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. 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 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.