

# COMPANY NOTE

## Sonaecom – ZON/OPTIMUS: A realização de um destino inevitável

### VISÃO – COMPRAR

Preço Alvo: EUR 1,97

#### Preço e Performance

Preço	157
Máx de 52 semanas	180
Mín de 52 semanas	104
YTD (%)	6,01
Volume médio diário (mn)	472.399
Capitalização bolsista (mn)	575
Beta	0,8382323
Dividendo	0,12
EPS	0,21

#### Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	4
MANTER	1
VENDER	1

#### Informação Financeira

Vendas (mn)	825
EBITDA (mn)	246
Nº de empregados	2.025
ROA (%)	3,85
ROE (%)	7,18
D/E	0,67
DY	0,93

#### Evolução Gráfica



#### Estrutura Accionista

Sonae GPS	53,17%
Atlas Services Belgium	20,00%
BCP	3,41%
Sonaecom SGPS	1,37%
Free Float	22,05%

### CONTACTOS

#### Research

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

### 1 – Sumário

O projecto de fusão em curso por incorporação da Optimus na Zon, anunciado em meados de Dezembro do ano passado, mantém-se como o principal driver de valorização do título a médio prazo. Os termos de troca implícitos (avaliação da Zon representa 1,5x o Equity Value da Optimus) da proposta sugere que a Sonaecom mantém um desconto assinalável face à capitalização bolsista da Zon – situação que aliás tem vindo a acentuar-se no período recente tendo em conta a divergência da evolução dos preços de mercado dos dois títulos.

A probabilidade da fusão concretizar-se parece-nos elevada (aproximadamente 80%), sendo que os principais riscos da operação assentam em: i) decisão desfavorável do regulador acerca da enquadramento regulatório e das consequências da fusão no processo concorrencial; ii) eventual requerimento pela CMVM do lançamento de uma OPA obrigatória tendo em conta que o veículo detém mais de 50% do capital da nova empresa Zon-Optimus. Acreditamos que ambas as situações não deverão constituir-se entraves decisivos no processo, tendo em conta a lógica predominantemente de complementaridade dos activos das duas empresas e, por outro lado, a aprovação em A.G. da fusão pelos accionistas da Zon (99% de votos a favor representativos de 76,2% do capital) deverá levar a CMVM a aceder ao pedido de isenção de OPA (pelo veículo) que é aliás uma condição indispensável à conclusão do processo de fusão.

O desenho final da estrutura do negócio retira alguma visibilidade à Sonaecom e nesse sentido acaba por lhe ser um pouco mais penalizador, uma vez que a empresa torna-se numa mera *holding* com participações financeiras na “nova Zon-Optimus” – constituindo-se no seu principal accionista com cerca de 32% do capital – a que se juntam as participações nas unidades do Público e SSI. Desta forma, o desconto de *holding* que tem vindo a ser atribuído ao título (vs valorização da Zon) acaba por ser lógico, ainda que nos pareça neste momento um desconto excessivo (tendo em conta a posição de controlo da Sonaecom na nova empresa) e que, pelo menos parcialmente, deverá reverter a médio prazo à medida que evoluir/concretizar-se o objectivo de fusão.

### 2 – Enquadramento da proposta de fusão

A 14 de Dezembro de 2012, a Sonaecom e Isabel dos Santos tornaram público que chegaram a acordo no sentido de promover junto das administrações da Zon SGPS e da Optimus SGPS uma operação de fusão entre as duas empresas por incorporação da totalidade dos activos e passivos da Optimus SGPS na Zon. Adicionalmente, foi anunciado a criação de um veículo, detido em partes iguais pela Sonaecom e Isabel dos Santos, que controlará a maior parte do capital (50,1% est.) da nova empresa Zon-Optimus que resultará deste processo de fusão (ver figura 1). Já no final de Janeiro, a Optimus SGPS e a Zon Multimedia informaram que os Conselhos de Administração das duas empresas aprovaram por unanimidade o projecto de fusão, sendo que decisão idêntica foi tomada na última Assembleia Geral de accionistas da Zon que se realizou no passado dia 7 de Março.

O projecto de fusão baseia-se num rácio de troca que garante à Zon um valor que corresponde a 1,5x o valor da Optimus (ZON = 150% Equity Value Optimus), pelo que as sinergias implícitas decorrentes da operação deverão ser afectas em 60% à Zon e 40% à Sonaecom. Na sequência da fusão, a Zon irá aumentar o seu capital social, emitindo e garantindo aos accionistas da Optimus novas acções representativas de 40% do capital da ZON resultante do referido aumento. Assim, a Sonaecom como único accionista da empresa incorporada receberá 1,791866 acções da ZON, após a fusão, por cada acção representativa do capital registado da Optimus.

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

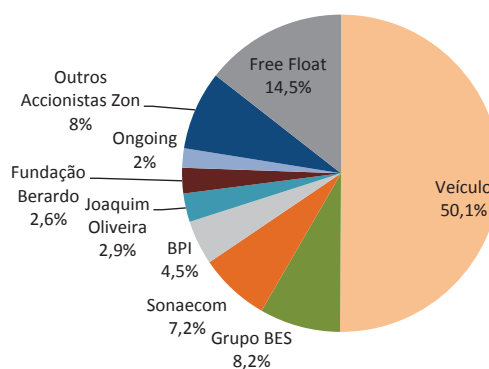
A empresa resultante do projecto de fusão irá adoptar a designação “ZON OPTIMUS SGPS”, sendo que a operação depois da aprovação esmagadora por parte dos seus accionistas em Assembleia-Geral, fica apenas dependente da não oposição da Autoridade da Concorrência (ou de outra qualquer autorização) e à emissão de um parecer de derrogação do dever de lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição, por parte da CMVM. A operação, caso não se verifique qualquer obstáculo à sua concretização, deverá ser formalmente efectivada no 4Q13.

**Figura 1 – Acordo e criação do veículo de controlo “Zon-Optimus”**

	ZON (60%)	Optimus (40%)	Veículo	Zon+Optimus
Isabel dos Santos	28,80%		50%	
Sonaecom		100%	50%	7,2%
Veículo	28,80%	82%	-	50,1%

O veículo detido em partes iguais (50%) por Isabel dos Santos e a Sonaecom controlará aproximadamente 50,1% da nova empresa Zon-Optimus, pelo que para atingir tal objectivo o veículo terá de integrar a totalidade da participação de Isabel dos Santos na Zon (28,8%) e 82% da participação da Sonaecom na Optimus. Perante esta disposição de participações, torna-se evidente que Isabel dos Santos terá de adquirir parte da participação da Optimus (cerca de 20%) que está inserida no veículo, de modo a atingir os 50% de controlo do veículo – pelo que a compensação da empresária Angolana à Sonaecom poderá situar-se no intervalo entre EUR 100-140 mn. Adicionalmente ao montante a receber, a Sonaecom manterá ainda uma participação directa de 7,2% (18%x40%) no capital da “nova empresa” Zon-Optimus.

**Figura 2 – Nova Estrutura Accionista “Zon-Optimus”**



Para além da posição de controlo maioritário por parte do veículo na “Zon-Optimus”, a estrutura accionista da nova empresa manterá basicamente os mesmos nomes dos accionistas individuais da Zon e da Optimus, ainda que as suas posições serão diluídas num rácio de 60% (ZON)/ 40% (Optimus) tendo em conta o valor e os termos de troca propostos para a concretização da fusão.

**Figura 3 – Principais Indicadores “Zon-Optimus”**

2012 (Valores em EUR mn)	Receitas	EBITDA	Res. Líquido	Dívida Líquida	Custos Operacionais	CAPEX
Optimus	720,7	242,6	88,1	386,2	489,4	128,9
ZON	858,6	312,9	36	605	545	123,1
<b>ZON-Optimus</b>	<b>1579,3</b>	<b>555,5</b>	<b>124,1</b>	<b>991,2</b>	<b>1034,4</b>	<b>252</b>

## 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

A empresa ZON-Optimus atingirá receitas no valor global de EUR 1,58 mil mn e EBITDA de EUR 555,5 mn, ao passo que a dívida líquida consolidada deverá totalizar aproximadamente EUR 991 mn (face aos valores observados em 2012). **A complementaridade de activos das duas empresas reforça a lógica desta fusão, permitindo-lhe adquirir uma nova escala e formar um operador muito consistente** em termos da capacidade de Oferta de produtos/soluções integradas e convergentes (fixo + móvel / voz + dados + televisão) que poderá enfrentar melhor o líder de mercado - Portugal Telecom – cuja dimensão estritamente em Portugal ainda será relativamente superior (cerca de 2x).

As sinergias estimadas para esta operação variam entre EUR 350-400 mn, segundo cálculos enunciados pelas equipas de gestão das duas empresas. O valor das sinergias decorre essencialmente pela redução dos custos operacionais e de CAPEX em resultado da partilha de redes e de outras infra-estruturas (publicidade, sistemas administrativos e de cobrança, estruturas comerciais, etc) e possibilita a redução de custos inerentes ao investimento do grupo Zon no segmento móvel, bem como do grupo Optimus, no segmento fixo e no projecto de televisão por subscrição, com a captura recíproca de valor dos negócios 'core' de cada um dos grupos. Por outro lado, o redimensionamento do grupo Zon-Optimus será também importante para o reforço do respectivo plano de internacionalização, bem como, sobretudo no actual contexto de restrições de liquidez, também poderá facilitar o acesso ao mercado de dívida (nomeadamente no plano internacional).

### 3 – Avaliação vs Termos da proposta de fusão

No quadro em baixo, enunciamos a metodologia que nos levou ao cálculo do Equity Value implícito da Optimus e/ou Sonaecom em função do preço de mercado da Zon aquando foi anunciado a fusão (14-Dezembro) e, mais recentemente, no dia 13 de Março.

Cálculo Equity Value implícito Optimus/Sonaecom @ preços de mercado ZON		
# Acções Zon (mn):	309,1	Preço ZON (13/03): 3,37
# Acções Sonaecom (mn):	366,2	Preço Sonaecom (13/03): 1,568

	14-Dez	13-Mar
Preço Referência ZON	2,81	3,37
MKT CAP ZON	868,57	1041,67
Enterprise Value ZON	1473,57	1646,67
(1) Optimus Equity Value implícito (MKT CAP ZON/1,5)	579,05	694,44
(2) SSI + Publico Equity Value*	72	72
<b>(3) SONAECOM Equity Value Implícito</b>	651,05	766,44
<b>(4) SONAECOM MKT CAP</b>	562,48	574,20
SONAECOM Enterprise Value	994,85	1110,24
<b>Desconto implícito Sonaecom ((4)/(3))</b>	<b>-13,6%</b>	<b>-25,1%</b>
Preço Implícito Sonaecom	1,78	2,09
Desconto Holding (@20%)	1,42	1,67
Incremento Sinergias p/ acção**	0,30	0,30
<b>Preço Alvo Sonaecom</b>	<b>1,72</b>	<b>1,97</b>
Upside/Downside	9,8%	25,9%

#### Notas:

\* Cálculo do EV da unidade SSI foi extrapolado pelo múltiplo 6x EV/EBITDA (média sector @ desconto 20%)

\* Assumimos dívida líquida = 0 das unidades Público e SSI

\*\* Consideramos Sinergias globais de EUR 280 mn e um rácio de afectação 60/40 (ZON/Optimus)

## 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

Torna-se facilmente perceptível que a **Sonaecom tem, desde o anúncio do projecto de fusão, transaccionado a desconto face à Zon, sendo que esse diferencial tem vindo aliás a alargar, ao invés de estreitar como seria naturalmente previsível.** A principal razão que justifica este diferencial recai no facto de ser atribuído um desconto de holding à Sonaecom tendo em conta que a empresa irá destacar a sua principal actividade operacional de telecomunicações (Optimus) quando o processo de fusão estiver concluído, tornando-se assim numa mera *holding* com participações financeiras de 32,2% na “Zon-Optimus” (sendo o seu maior accionista com uma participação indirecta de 25% e outra directa de 7,2%), isto para além das participações detidas a 100% no capital da SSI e do próprio Público. Desta forma, acreditamos que a Sonaecom deve transaccionar a desconto face à Zon, ainda que nos pareça que o desconto actual (-25,1%) afigura-se excessivo tendo em conta o nível de desconto referencial (-13,6%) quando foi anunciado o projecto de fusão no passado dia 14 de Dezembro – tanto mais que a probabilidade de se observar uma Oferta concorrente sobre a Zon é “pouco mais que zero” e as questões regulatórias que podem condicionar o desfecho da operação têm vindo gradualmente a ser mitigadas.

Nos cálculos acima e **tendo em conta o actual nível de capitalização bolsista da ZON, obtemos uma avaliação do Equity Value da Sonaecom em EUR 766,4 mn, francamente acima do actual MKT CAP** de EUR 574,2 mn respectivamente – derivando um preço por acção implícito de EUR 2,09. Adicionalmente, aplicámos um desconto de holding relativamente significativo (20%) e considerámos o efeito incremental das sinergias num valor algo modesto (80% do limite inferior considerado expectável pelas equipas de gestão: EUR 350-400 mn), pelo que aproximadamente EUR 112 mn seria afectas à Sonaecom – o que implica um efeito incremental de aproximadamente EUR 0,30 por acção. **No final, obtemos assim uma avaliação de EUR 1,97 por acção da Sonaecom** (Equity Value de EUR 723,1 mn), o que confere um upside adicional face ao preço actual de quase 26%.

Os pressupostos relativamente conservadores que foram utilizados e que serviram de base para as estimativas das diferentes rubricas no quadro acima acabam por reforçar a nossa opinião amplamente positiva para o título num prazo alargado. O valor global das sinergias utilizado (EUR 280 mn) e o desconto de holding de 20% são exemplos paradigmáticos da cautela das nossas estimativas, tanto mais que apesar da Sonaecom converter-se numa mera *holding* de participações (Zon-Optimus, SSI e Público), a maior parcela do seu negócio continuará a advir da actividade de telecomunicações (mais de 90%), pelo que a assunção de um desconto de *holding* de 20% mostra-se claramente conservador.

Uma nota final para a expectável compensação por parte de Isabel dos Santos à Sonaecom, de forma a que a empresária Angolana detenha uma participação no veículo (50%) idêntica à da SNC, uma vez que não é suficiente a inclusão da totalidade da sua participação da Zon no veículo (28,80%). Para atingir este objectivo, pensamos que Isabel dos Santos deverá comprar uma participação de aproximadamente 20% na Optimus (dos 82% que vão ser inseridos no veículo), o que deverá render um **encaixe extraordinário à Sonaecom um valor no intervalo entre EUR 115-140 mn respectivamente**, sendo expectável que uma parte desse valor poderá ser distribuída aos accionistas por via do pagamento de um dividendo extraordinário.

## 4 – Resultados Anuais

O enquadramento macro-económico mais desfavorável no mercado doméstico penalizou a evolução do *topline* que recuou 4,4% YoY em 2012, reflectindo essencialmente a descida nas receitas de serviços (-3,3%) e de 15,7% das vendas de equipamentos (-15,7%). No âmbito do negócio de telecomunicações, para além da lógica quebra do consumo dos diversos agentes económicos, a Optimus tem vindo a ser impactada negativamente pelas tarifas reguladas, ao passo que a actividade de Software e Sistemas de Informação (SSI) o Volume de Negócios global também foi alvo de um ligeiro declínio (-4,3%), ainda que numa base trimestral já se

## 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 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

assistia a alguma recuperação dos diferentes indicadores – quebra mais baixa do volume de negócios consolidado e incremento do *topline* nalgumas unidades do grupo (Fixo e SSI).

Valores: EUR mn	2012	2011	Var. (%)	4Q12	4Q11	Var. (%)
<b>Volume de Negócios</b>	<b>825,4</b>	<b>863,6</b>	<b>-4,4%</b>	<b>208,5</b>	<b>213,3</b>	<b>-2,3%</b>
Móvel	528,1	570,7	-7,5%	128,6	140,6	-8,5%
Fixo	222,5	220,4	1,0%	60,9	56,9	7,0%
SSI	103,8	108,5	-4,3%	26,9	25,2	6,7%
Outros & Eliminações	-29,1	-36	-	-7,9	-9,3	-15,1%

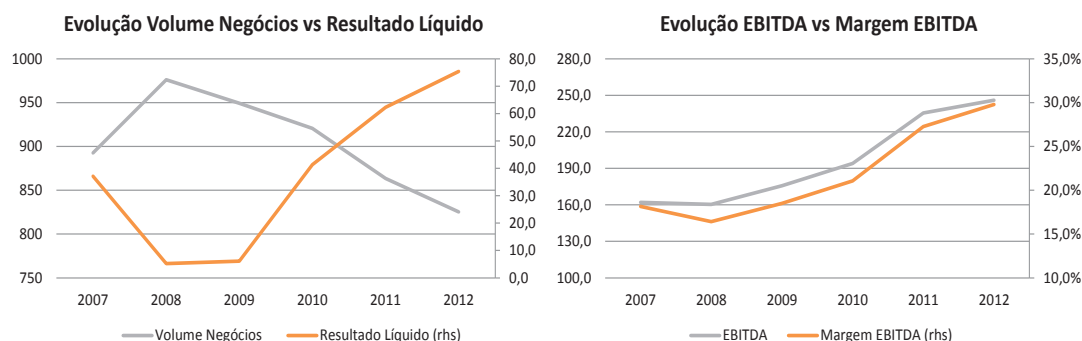
O EBITDA consolidado aumentou 4,5% para EUR 246 mn, beneficiando da evolução favorável do EBITDA de todas as áreas de negócio do grupo nos últimos dois anos, sendo que o negócio móvel registou a maior evolução em termos absolutos. Refira-se que excluindo o efeito de reestruturação do Público, o EBITDA consolidado da Sonaecom teria ascendido a EUR 248,8 mn, traduzindo um incremento de 5,7% face a 2011.

O resultado líquido atribuível ao Grupo ascendeu a EUR 75,4 mn (+21,1% YoY), em resultado da performance operacional favorável (+ EUR 10,5 mn) e de uma diminuição dos impostos suportados (+7,8 mn), o que mais do que compensou a deterioração observada ao nível do resultado financeiro.

O CAPEX, excluindo efeitos extraordinários (investimento de EUR 110,4 mn na aquisição do espectro 4G em 2011), aumentou 4,1% para EUR 133,2 mn, ao passo que a rubrica EBITDA-CAPEX situou-se nos EUR 112,8 mn em 2012. A melhoria do desempenho operacional da empresa permitiu um incremento de 13,8% do Free Cash Flow ajustado para EUR 66,9 mn.

Valores: EUR mn	2012	2011	Var. (%)	4Q12	4Q11	Var. (%)
EBITDA	246	235,5	4,5%	54,9	55,2	-0,5%
Margem EBITDA	29,8%	27,3%	2,5 p.p.	26,3%	25,9%	0,4 p.p.
Custos Operacionais	588,7	637	-7,6%	156	160,7	-2,9%
CAPEX Operacional	133,2	238,3	-44,1%	32,4	156,3	-79,3%
EBITDA-CAPEX	112,8	-2,8	n.a.	18	16,6	8,4%
Resultado Líquido	75,4	62,3	21,0%	11,5	5,5	109,1%

Numa lógica plurianual, as tendências operacionais confirmam os sinais de recuperação da empresa, materializando-se essencialmente no incremento substancial do EBITDA e do nível de rentabilidade - margem EBITDA consolidada atingiu 29,8% em 2012 vs 16,4% em 2008 – o que acarretou efeitos amplamente positivos sobre a evolução dos lucros no mesmo período de análise (2008: EUR 5,2 mn; 2012: EUR 75,4 mn).



## CONTACTOS

### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
Joao.cabecana@bancobig.pt

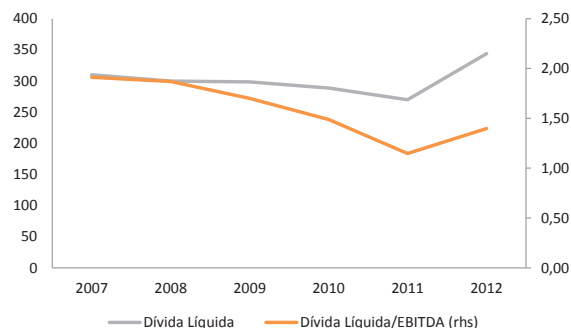
Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

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 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

A evolução do nível de endividamento tem-se mantido relativamente estável (dívida líquida em 2012 situou-se nos EUR 343,8 mn, ainda que a maior capacidade de geração de cash por parte da empresa levou a que o rácio dívida líquida/EBITDA tenha encetado uma trajetória favorável no período em análise (2007: 1,91x vs 2012: 1,40x respectivamente).



No âmbito da Conference Call após a divulgação dos resultados anuais, a empresa anunciou que irá propor a distribuição de um dividendo anual no valor de EUR 0,12 por acção – traduzindo uma dividend yield implícita de aproximadamente 7,5%, sendo que as alternativas de gestão interna (nomeadamente a venda de parte da posição da Optimus a Isabel dos Santos) apenas deverá ser clarificada quando houver a aprovação dos reguladores (AdC e CMVM) para a conclusão do projecto de fusão.

A equipa de gestão referiu que antecipa uma decisão favorável por parte dos reguladores, tanto pela AdC como pela CMVM, tendo em conta o nível de votação favorável muito expressivo observado pelos respectivos accionistas em Assembleia Geral, reforçando a convicção de que essas decisões regulatórias serão igualmente céleres tendo em conta o actual contexto sectorial – situação competitiva da ZON/Optimus mostra-se relativamente fragilizada tendo em conta os lançamentos das ofertas Quadruple Play por parte dos principais concorrentes, nomeadamente a Portugal Telecom (MEO) e Vodafone (RED). No limite, a conclusão do projecto de fusão estará concluído no 4Q13, sendo eventualmente possível uma antecipação do fecho da operação para meados do 3Q13 – caso se verifique a concomitância de um conjunto de factores globalmente favoráveis.

## 5 – Avaliação Relativa

No quadro em baixo enunciamos o valor das principais métricas fundamentais da Sonaecom e dos respectivos peers, sendo que no espaço Europeu a operadora nacional transacciona relativamente alinhada com o sector nas rubricas do PER e exibe um desconto assinalável na métrica de EV/EBITDA. Refira-se que a Sonaecom mostra-se igualmente menos alavancada que os seus principais peers, o que se materializa nos valores globalmente confortáveis dos rácios CP/Activo (56,9%) e Net Debt/EBITDA (1,31x).

	P/E 2013E	P/E 2014E	P/BV	EV/EBITDA 12	CP/ACTIVO	Net Debt/EBITDA	YTD %
<b>SONAECON SGPS SA</b>	<b>10,40</b>	<b>9,69</b>	<b>0,53</b>	<b>3,51</b>	<b>56,98%</b>	<b>1,31</b>	<b>6,01</b>
MOBISTAR SA	7,73	8,25	3,18	3,15	26,56%	0,80	-2,32
VODAFONE GROUP	12,22	11,25	1,30	5,96	56,03%	1,44	18,68
HELLENIC TELECOM	8,49	8,16	1,68	3,68	24,09%	1,82	9,02
TISCALI SPA	-	-	-	6,97	-42,33%	5,56	2,34
US CELLULAR CORP	38,60	32,62	0,83	4,29	57,62%	0,50	3,94
Média Europa	15,49	13,99	1,50	4,59	29,83%	1,90	6,28
<b>Média ex. Sonaecom</b>	<b>16,76</b>	<b>15,07</b>	<b>1,75</b>	<b>4,81</b>	<b>24,39%</b>	<b>2,02</b>	<b>6,33</b>

Numa perspectiva histórica, a média dos últimos 5 anos do rácio do PER e do EV/EBITDA situa-se nos 7,60x e 3,80x respectivamente, valores que não se encontram distantes face ao que se observa no momento vigente.

## 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

## 6 – Conclusão

O processo de fusão em curso com a Zon continuará a ser o principal driver de valorização do título, sendo que **os títulos da Sonaecom exacerbaram no período recente o desconto relativo que têm mantido face à Zon** – um cenário que consideramos exagerado tendo em conta o rácio de troca implícito no projecto de fusão (Zon=150% Equity Value Optimus). Mesmo que consideremos que a Sonaecom deva transaccionar a desconto face à Zon, tendo em conta que o seu novo perfil de *holding* lhe retira visibilidade de mercado e/ou alguma liquidez, consideramos que o desconto actual afigura-se claramente excessivo – cerca de 26%.

A probabilidade do projecto de fusão concretizar-se até ao 4Q13 mostra-se elevado (acima de 80%), sendo que este apenas se encontra dependente da autorização da Autoridade da concorrência e da declaração de derrogação do dever de OPA por parte da CMVM – uma vez que o veículo (Isabel dos Santos e Sonaecom) deterá 50,1% da empresa resultante do projecto de fusão. Tendo em conta a votação expressiva da base accionista da ZON na última Assembleia Geral de accionistas (99% de votos a favor representativos de 76,2% do capital), estamos em crer que a CMVM não deverá colocar entraves à concretização da fusão nos termos previamente definidos.

No global e com o *overhang* da venda da posição da France Telecom no capital da Sonaecom (20%) ultrapassada, pensamos que a recuperação da dinâmica operacional no período recente, as métricas fundamentais apelativas do título e sobretudo o **forte desconto da Sonaecom (quase 26%) em relação ao valor implícito definido com a incorporação da Optimus na Zon** – traduzem um agregado de factores que suportam a nossa visão positiva para o título num timeframe alargado. Consideramos que o desconto implícito da Sonaecom deverá ser, no mínimo, parcialmente mitigado à medida que se aproximar a conclusão do projecto de fusão, o que nos leva a adoptar a recomendação de comprar o título com preço-alvo de EUR 1,97 por acção.

## Visão: COMPRAR

## 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 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.