

OPA à Portugal Telecom, SGPS, S.A.

Porque é que o preço da OPA é um preço justo

Lisboa, Dezembro de 2014

Mário Leite da Silva
Administrador da Terra Peregrin

A PT SPGS detém três activos relevantes

Participação de 23% na CorpCo, opção de compra de acções adicionais Oi e instrumentos Rioforte

Actividade operacional	<ul style="list-style-type: none">• A PT SPGS não tem, actualmente, qualquer actividade operacional• A 5 de maio de 2014, a PT SPGS subscreveu, em espécie, o aumento de capital da Oi deixando de ter qualquer actividade operacional
Ativos relevantes	Participação na Oi <ul style="list-style-type: none">• Participação de 22.8% na Oi (futuramente, de 23%¹ na CorpCo)
	Opção de compra <ul style="list-style-type: none">• Opção de Compra, que terá uma maturidade de 6 anos, expirando a possibilidade de exercício pela PT SPGS em 10% das Ações da Oi objeto da Opção no fim do primeiro ano e 18% em cada 1 dos 5 anos seguintes
	Instrumentos Rioforte <ul style="list-style-type: none">• Valor esperado dos Instrumentos Rioforte (ter em consideração que a empresa emitente dos mesmos se encontra em processo de insolvência)

Coloca-se então a pergunta: dado os activos que a PT SPGS detém actualmente, o valor de contrapartida é justo?

1. De notar que o valor que tem sido comunicado ao mercado é de 25,6% de participação da PT SPGS na Oi. Como se reconcilia com os 23%?

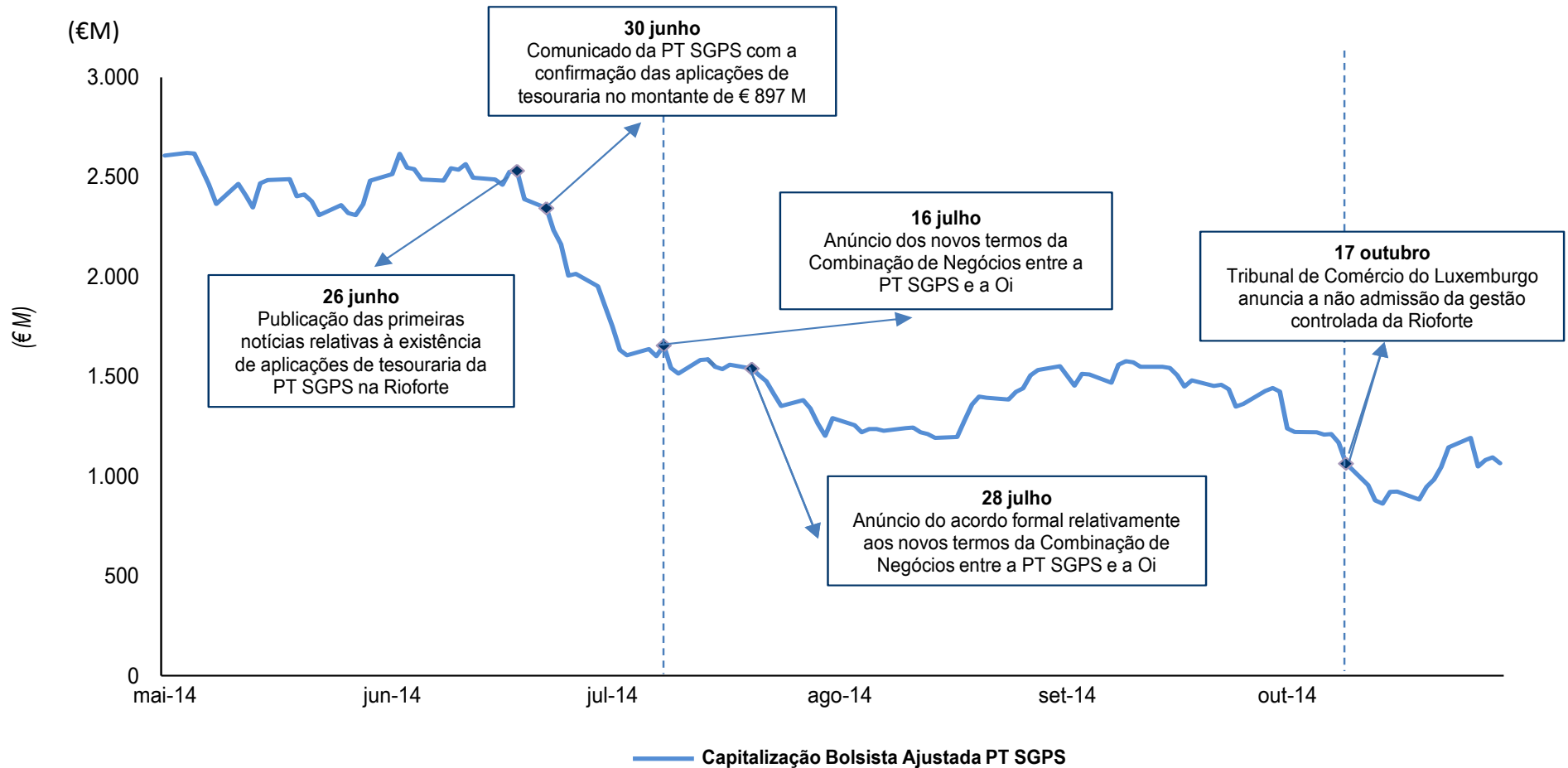
Se a fusão fosse realizada e as acções da PT trocadas por acções da CorpCo os actuais accionistas da PT SPGS ficariam com 23% das acções. Para chegar aos 25,6% é preciso dar dois passos adicionais. O primeiro é cancelar as acções objecto da permuta – as acções que a PT perdeu devido à Rioforte (16,9% das acções da CorpCo). O segundo, é cancelar as acções da Telemar na CorpCo. De notar, que após a troca das acções da PT SPGS com a CorpCo a Telemar ficaria com 2,3% da CorpCo (10% de 23%) – na verdade, ficaria com acções nela própria.

Matematicamente, o valor é atingido pela seguinte fórmula $(23\% - 2,3\%) / (100\% - 16,9\% - 2,3\%) = 20,7\% / 80,8\% = 25,6\%$. As acções da PT SPGS representam 23% ao qual é retirado os 2,3% da Telemar (porque são anulados). Ao total das acções da CorpCo é retirado as acções objecto da permuta (16,9%) e as acções da Telemar (2,3%)

Qualquer análise de preço tem que ser feita à luz dos acontecimentos recentes...

5 de maio	Aumento de capital no valor de R\$ 13,1 mil milhões <ul style="list-style-type: none">• 5,7 mil milhões de reais foram subscritos pela PT via liquidação em espécie e 7.4 mil milhões de reais junto de investidores e realizado a dinheiro• Realizado a R\$ 2,17 por acção ON (votante) e R\$ 2 por acção PN (não votante)
26 de junho	Publicação das primeiras notícias relativamente a aplicações de tesouraria da PT SGPS na Rioforte
30 de junho	Confirmação por parte da PT SGPS de aplicações de tesouraria na Rio Forte no valor de € 897M
15 de julho	Vencimento de €847M de instrumentos da Rio Forte (os restantes €50M vencer-se-iam a 17 de julho)
16 de julho	Comunicado enviado ao mercado onde PT e Oi reafirmam o seu apoio à combinação de negócios, ou seja, à fusão PT/Oi Memorando de entendimento sobre os novos termos da combinação de negócios entre a PT e a Oi
22 de julho	Apresentação do pedido de gestão controlada pela Rioforte no Luxemburgo
28 de julho	Anúncio dos termos finais da combinação de negócios entre a PT e a Oi
8 de setembro	Assembleia geral da PT SGPS para aprovação de ponto único – novos termos da fusão
17 de outubro	Tribunal de Comércio do Luxemburgo decidiu em 17 de outubro de 2014 não aceitar a gestão <ul style="list-style-type: none">• Assim, a liquidação dos ativos da Rioforte será determinada pelo liquidatário judicial, que será nomeado pelo Tribunal, sendo os credores da insolvente ressarcidos pelo produto da liquidação integral do seu património, que será realizada da forma mais célere possível
27 de outubro	Rioforte apresenta recurso da decisão do tribunal
Último trimestre	Conhecida situação de elevado stress financeiro da Oi com risco de incumprimentos dos <i>covenants</i> financeiros
3 de dezembro	Tribunal não aceita recurso da Rioforte

...que afectaram de forma inequívoca a capitalização da PT e impossibilitam um preço em linha com a média dos últimos 6 meses



Assim sendo, como se pode aferir que o valor é justo?

Foram utilizadas diversas metodologias para averiguar a justiça da contrapartida oferecida

Comparação muito agressiva porque os últimos 6 meses, em grande parte, não incorporam as novas expectativas do mercado (não conclusão da fusão, dificuldades financeiras da Oi)

Metodologias

1 Valorização bolsista da Oi nos seis meses anteriores à oferta

- Comparada a contrapartida oferecida (€1,35)...
- ...com o valor por acção da PT SGPS implícito na capitalização bolsista da Oi nos seis meses anteriores à oferta (€1,26)

2 Valorização bolsista a 7 de Novembro

- Comparada a contrapartida oferecida (€1,35)...
- ...com o preço de fecho da acção da PT SGPS no dia 7 de novembro (€1,217), data da última sessão da Euronext Lisboa antes da data do anúncio preliminar de OPA

3 Valorização bolsista média de 17/10 a 7/11

- Comparada a contrapartida oferecida (€1,35)...
- ... com a média do preço de fecho por acção da PT SPGS no período entre o anúncio da não admissão da gestão controlada da Rioforte e a última sessão antes da data do anúncio (€1,146)

4 Valor contabilístico ajustado

- Comparada a contrapartida oferecida (€1,35)...
- ... com o valor contabilístico ajustado dos capitais próprios da PT SGPS, por acção (€ 1,06)

5 Capitalização bolsista da Oi a 7 de Novembro

- Comparada a contrapartida oferecida (€1,35)...
- ... com o valor por acção da PT SGPS implícito na capitalização bolsista da Oi no dia 7 novembro (€0,924)

6 Correspondência ao valor por acção da Oi

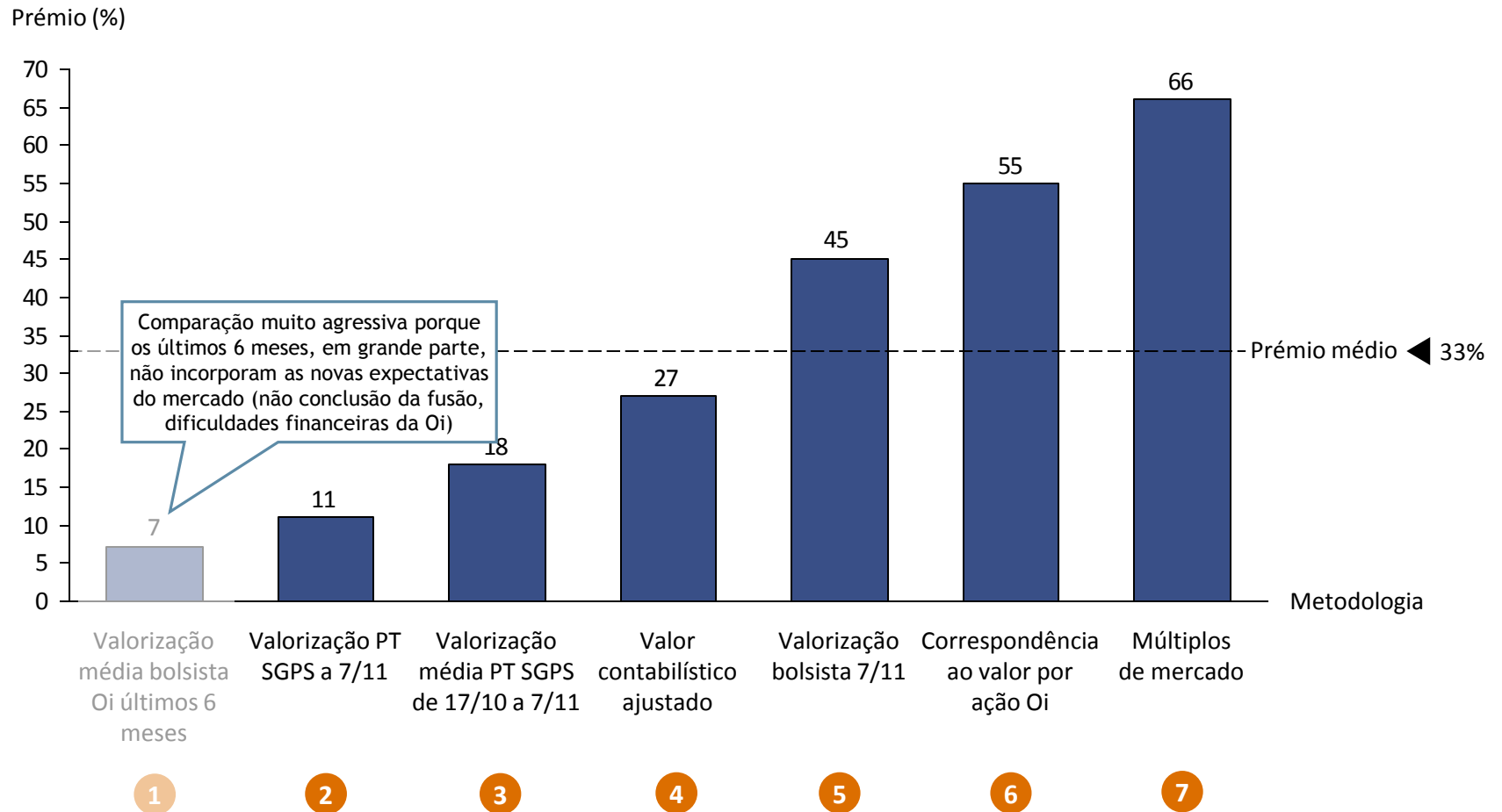
- Comparada a contrapartida oferecida (€1,35 ou R\$2)...
- ...com o valor de fecho da acção da Oi (ON) no dia 7 de novembro (R\$ 1.29)

7 Múltiplos de mercado

- Comparada a contrapartida oferecida (€1,35)
- ... com a valorização da participação da PT SGPS segundo múltiplos de mercado (€0,814 por acção ON)

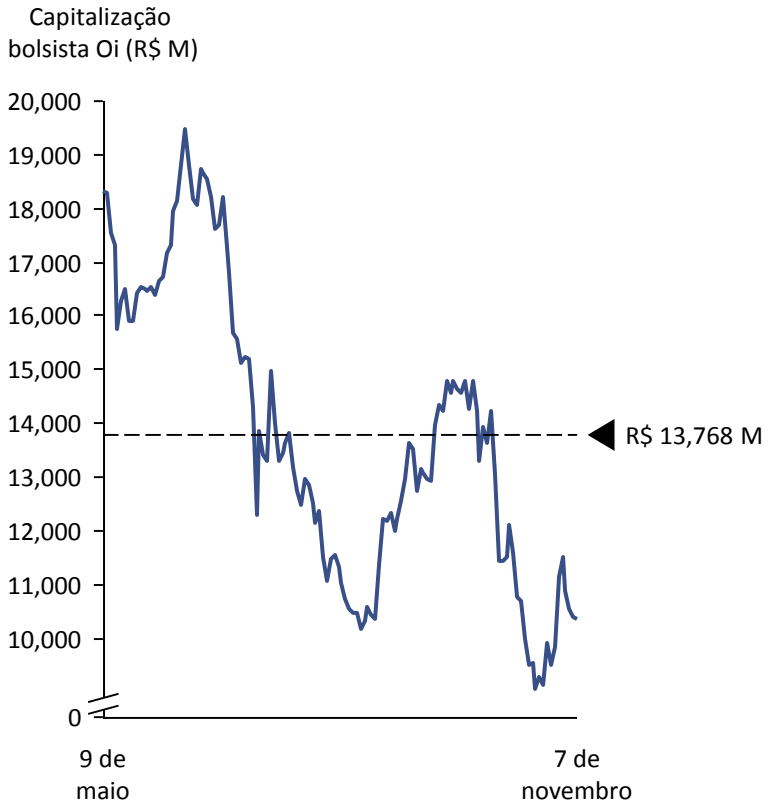
Diversas metodologias apontam para um prêmio médio de 33%

Prêmios a variarem entre 7 e 66% conforme metodologia



Anexos – Detalhe dos cálculos

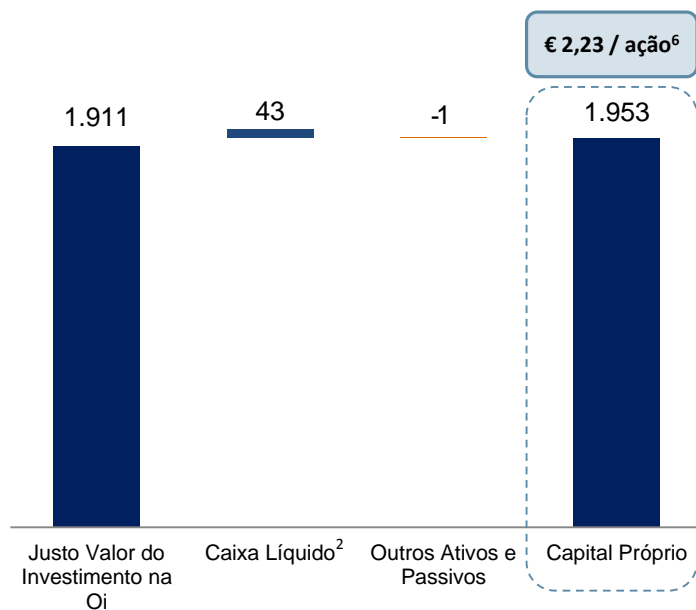
Metodologia 1. Capitalização da Oi nos últimos 6 meses



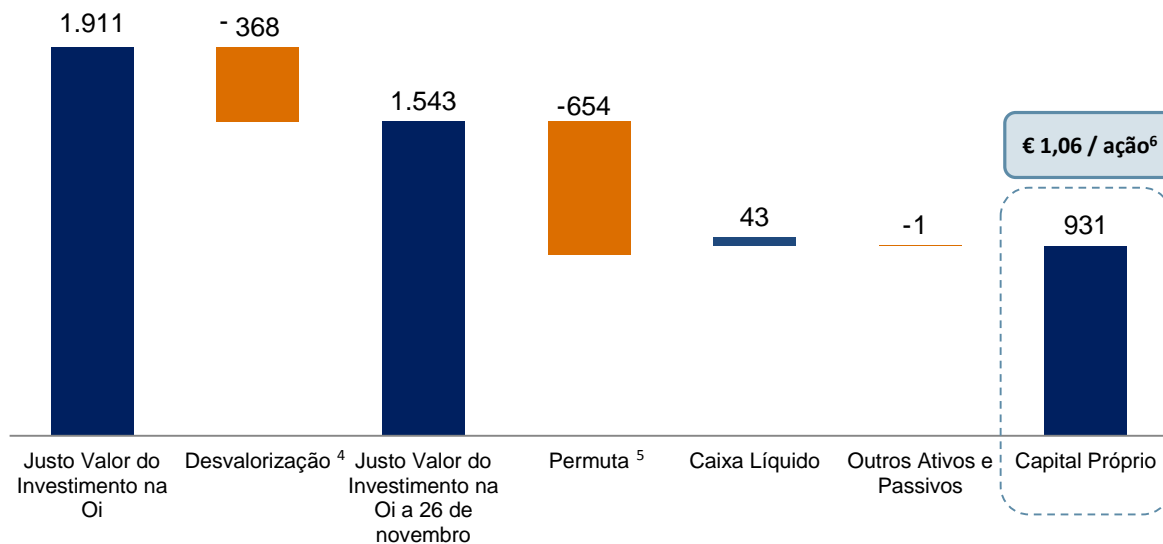
	Valor	Lógica
Valor médio da Oi de 9 de Maio a 7 de novembro de 2014 (R\$ M)	R\$ 13,8 B	Valor médio da capitalização bolsista da Oi de 9 de Maio a 7 de Novembro
EUR/BRL	3 R\$/€	Taxa de câmbio euro real média
Valor da Oi a 7 de Novembro de 2014 (€ M)	€4,5 B	Valor da capitalização bolsista de Oi em euros
Percentagem da PT SGPS na Oi	23 %	
Valor implícito da PT SGPS	€1040 M	23% da capitalização bolsista da Oi
Valor disponibilidades líquidas PT SGPS	€ 63M	
Valor Total PT SGPS	€1103 M	
Número de ações PT SGPS	876 M	
Valor implícito da ação PT SGPS	€ 1,26	Valor total da PT SGPS dividido pelo número de acções
Valor da contrapartida oferecida	€1,35	
Prémio da contrapartida	7,2%	

Metodologia 4. Detalhe da análise do valor contabilístico ajustado do capital próprio da PT SGPS

Valor contabilístico dos capitais próprios da PT SGPS - conforme contas 30/set/2014¹
(€ M)



Valor contabilístico dos capitais próprios da PT SGPS - posição atual ajustada pela obrigação contratual aprovada na Assembleia Geral de 8 de Setembro (Acordo de Permuta³)
(€ M)



1. De acordo com Relatório e Contas Consolidadas dos Primeiros Nove Meses de 2014 da PT SGPS - divulgado ao mercado em 28 de novembro de 2014 2. Memória de cálculo [Caixa Líquido = Caixa e Equivalentes – Dívida de Curto Prazo – Dívida de Médio Longo Prazo – Provisões – Acréscimo de Custos] 3. Acordo de Permuta segundo o qual a PT SGPS irá permutar com a Oi os Instrumentos Rioforte no montante de € 897 M, em contrapartida de 474.348.720 ações ON acrescidas de 948.697.440 ações PN da Oi 4. A 26 de novembro, o justo valor do investimento na Oi ascendia a € 1.543 M 5. Valor de mercado a 26 de novembro, referente a 16,9% do capital social da Oi a ser entregue, assumindo 0% de recuperação dos instrumentos Rioforte 6. Ajustado por ações próprias

Metodologia 5. Valorização bolsista Oi a 7 de novembro

	Valor	Lógica
Valor da Oi a 7 de novembro de 2014 (R\$ M)	R\$ 10 B	Valor da capitalização bolsista da Oi a 7 de Novembro
x EUR/BRL	3 R\$/€	Taxa de câmbio euro real em 7 de novembro de 2014
= Valor da Oi a 7 de Novembro de 2014 (€ M)	€3 B	Valor da capitalização bolsista de Oi em euros
x Percentagem da PT SGPS na Oi	23 %	
= Valor implícito da PT SGPS	€747 M	23% da capitalização bolsista da Oi
+ Valor disponibilidades líquidas PT SGPS	€ 63M	
= Valor Total PT SGPS	€810 M	Soma dos 23% da capitalização da Oi e das disponibilidades
/ Número de ações PT SGPS	876 M	
= Valor implícito da ação PT SGPS	€ 0,924	Valor total da PT SGPS dividido pelo número de ações
Valor da contrapartida oferecida	€1,35	
Prémio da contrapartida	46,1%	

Metodologia 7. Múltiplos de mercado

	Valor	Lógica
Múltiplo de mercado médio	~5.5x	Múltiplo médio utilizando peers brasileiros para EBIDTA. Para calcular o valor da capitalização é depois necessário retirar a dívida, os interesses minoritários e os investimentos em associadas
Valor da Oi a 7 de novembro de 2014 (R\$ M)	R\$ 9 B	
x EUR/BRL	3 R\$/€	Taxa de câmbio euro real em 7 de novembro de 2014
= Valor da Oi a 7 de Novembro de 2014 (€ M)	€2826 M	Valor da Oi em euros
x Percentagem da PT SGPS na Oi	23 %	
= Valor implícito da PT SGPS	€650 M	23% da Oi
+ Valor disponibilidades líquidas PT SGPS	€ 63M	
= Valor Total PT SGPS	€713 M	Soma dos 23%da Oi e das disponibilidades
/ Número de ações PT SGPS	876 M	
= Valor implícito da ação PT SGPS	€ 0,814	Valor total da PT SGPS dividido pelo número de ações
Valor da contrapartida oferecida	€1,35	
Prémio da contrapartida	65,9%	

Metodologia 7. Múltiplos de mercado utilizados

Múltiplos de Mercado				
Empresa	País	EV/ EBITDA		
		2014E	2015E	2016E
Telefônica Brasil	Brasil	5,2 x	4,7 x	4,4 x
Tim Participações	Brasil	6,0 x	5,8 x	5,5 x
América Móvil	México	5,5 x	5,3 x	5,2 x
Média		5,6 x	5,3 x	5,0 x
Oi	Brasil	5,6 x	5,7 x	5,5 x

Anexos – Outros anexos

As acções da PT SGPS representam 23% da capitalização da Oi

Na sequência do episódio Rioforte, a PT SGPS passou a deter 23% da CorpCo (vs. 39,9% anteriores)

De acordo com a informação publicamente disponível, a Portugal Telecom SGPS, S.A. (PT SGPS) detinha, após o aumento de capital de 5 de maio de 2014, 39,7% da Oi e 39,9% da CorpCo

- Aumento de capital de 5 de Maio ascendeu a R\$ 14 mil milhões (R\$ 5,7 mil milhões subscrito em espécie pela PT SGPS)
- Em resultado da sua contribuição para o aumento de capital da Oi, a PT SGPS aumentou a sua participação efetiva na empresa de 23,2% para uma participação efetiva de 39,7%, no capital social da Oi (39,9% no capital social da CorpCo)

Na sequência das dificuldades financeiras da Rioforte, a PT SGPS e a Oi acordaram, a 16 de julho de 2014, os novos termos para a manutenção e consumação da combinação de negócios. Nestes, a PT SGPS passou a deter, como únicos activos relevantes

- Participação de 23%¹ no capital social da CorpCo e disponibilidades de caixa da PT
- Instrumentos Rioforte
- Opção de Compra sobre as acções da Oi caso os instrumentos da Rioforte sejam repagos

Na nossa opinião, os dois últimos activos relevantes (instrumentos Rioforte e opção de compra) não têm qualquer valor

- Dado o processo de falência que se encontra actualmente a Rioforte, não é expectável a recuperação do valor em dívida – tal foi confirmado pela PT SGPS na sequência do documento informativo submetido à Assembleia Geral (8 de setembro de 2014)
- Dada a actual valorização da acção da Oi (R\$ 1,34 a 2 de Dezembro para acções ON) e a comparação com o preço de exercício (R\$ 2,17 para acções ON) poder-se-á considerar que o valor é 0
 - Adicionalmente, esta opção tem valor 0 para o investidor dado que a Oi impediu qualquer alteração nos estatutos que permitissem ao investidor usufruir da opção de compra

1. De notar que o valor que tem sido comunicado ao mercado é de 25,6% de participação da PT SGPS na Oi. Como se reconcilia com os 23%?

Se a fusão fosse realizada e as acções da PT trocadas por acções da CorpCo os actuais accionistas da PT SGPS ficariam com 23% das acções. Para chegar aos 25,6% é preciso dar dois passos adicionais. O primeiro é cancelar as acções objecto da permuta – as acções que a PT perdeu devido à Rioforte (16,9% das acções da CorpCo). O segundo, é cancelar as acções da Telemar na CorpCo. De notar, que após a troca das acções da PT SGPS com a CorpCo a Telemar ficaria com 2,3% da CorpCo (10% de 23%) – na verdade, ficaria com acções nela própria.

Matematicamente, o valor é atingido pela seguinte fórmula $(23\% - 2,3\%) / (100\% - 16,9\% - 2,3\%) = 20,7\% / 80,8\% = 25,6\%$. As acções da PT SGPS representam 23% ao qual é retirado os 2,3% da Telemar (porque são anulados). Ao total das acções da CorpCo é retirado as acções objecto da permuta (16,9%) e as acções da Telemar (2,3%)

Referência aos 16,9% por no documento de informação aos accionistas para a Assembleia Geral de 8 de Setembro

- f. No âmbito destes contactos e negociações, foram fixados os princípios para um acordo, cujos termos e condições constam do memorando de entendimento anunciado em 16 de julho de 2014 pela PT através do *website* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (www.cmvm.pt);
- g. No dia 28 de julho de 2014, o Conselho de Administração da PT e a Oi acordaram os termos dos principais contratos definitivos a celebrar em implementação do memorando de entendimento referido no parágrafo anterior, a saber, um Contrato de Permuta e um Contrato de Opção de Compra, sujeitos à lei brasileira, cujos termos e condições mais relevantes são os seguintes:
- **Permuta entre a PT e as subsidiárias integralmente detidas pela Oi, PT Portugal e PT International Finance, B.V. (as duas referidas como "Subsidiárias da Oi"), nos termos da qual a PT adquirirá os Instrumentos Rioforte, por contrapartida da alienação pela PT de 474.348.720 ações ON e 948.697.440 ações PN da Oi representativas de cerca de 16,9% do capital social da Oi e de 17,1% do capital social votante da Oi ("Ações da Oi Objeto da Opção") ("Permuta");**

Advertências realizadas no documento informativo submetido para a Assembleia Geral de 8 de Setembro de 2014 (I/II)

De acordo com a PT SGPS, no “Documento Informativo respeitante aos acordos entre a Portugal Telecom, SGPS, SA e a Oi, SA sobre os termos para prosseguir com a Combinação de Negócios cuja celebração será submetida à Assembleia Geral de Acionistas a realizar no dia 8 de setembro de 2014”, *“é possível que a Portugal Telecom não consiga obter o pagamento de quaisquer dos montantes pendentes em virtude desses instrumentos. Com base exclusivamente em informação divulgada pela Rioforte, o seu passivo consolidado ascendia a 3.418,3 milhões de euros em 31 de dezembro de 2013 (o que não incluía ainda o passivo consolidado da ESFG); e, com base exclusivamente em informação divulgada pela ESFG (na qual a Rioforte, segundo a mesma, detém uma participação indireta de 49%), o seu passivo individual (não consolidado) ascendia a 1.493 milhões de euros em 31 de dezembro de 2013. Os Instrumentos Rioforte a deter pela Portugal Telecom não estão garantidos por ativos. Assim sendo, mesmo que viessem a existir montantes disponíveis para reembolso dos credores da Rioforte no âmbito de uma reestruturação da sua dívida, o direito de reembolso da Portugal Telecom seria partilhado pro rata com os outros credores não garantidos da Rioforte, e somente após o reembolso da totalidade das dívidas aos credores garantidos. Adicionalmente, um dos ativos da Rioforte – a sua participação no BES – detido através da sua participada ESFG, perdeu significativamente o seu valor, como consequência da iniciativa do Banco de Portugal em criar o Novo Banco, SA.”*

A PT SGPS advertiu, no mesmo documento, que *“os Instrumentos Rioforte que a Portugal Telecom irá adquirir através da celebração dos Contratos Definitivos propostos à Assembleia Geral poderão acabar por não ter qualquer valor. Além disso, se não for possível obter o reembolso de quaisquer dos montantes pendentes em virtude desses instrumentos, a Portugal Telecom poderá não ter disponibilidades de caixa para o exercício da Opção de Compra. O não reembolso da totalidade dos montantes pendentes em virtude dos Instrumentos Rioforte (i.e., 897 milhões de euros) afetará de forma adversa e significativa a situação financeira e a liquidez da Portugal Telecom.”*

Advertências realizadas no documento informativo submetido para a Assembleia Geral de 8 de Setembro de 2014 (II/II)

Referiu ainda a PT SGPS naquele documento que “mesmo que o preço de mercado das ações ordinárias e preferenciais da Oi (ou, após a Incorporação da Oi, das ações ordinárias da CorpCo) exceda o preço de exercício previsto, a Portugal Telecom pode não ter disponibilidades suficientes para exercer a Opção de Compra.”

Advertiu também a PT SGPS, no mesmo documento acima mencionado, que “é possível que a Portugal Telecom não consiga obter o reembolso de quaisquer dos montantes em dívida no âmbito dos Instrumentos Rioforte. Além disso, embora os termos da Opção de Compra permitam à Portugal Telecom monetizar os seus direitos resultantes da referida Opção de Compra através da emissão de instrumentos derivados (sendo que quaisquer montantes recebidos como resultado da monetização da Opção de Compra deverão ser unicamente utilizados para o exercício da Opção de Compra), não é possível garantir que a Portugal Telecom consiga realizar essa monetização. Desta forma, a Portugal Telecom pode não ter disponibilidades suficientes para exercer a Opção de Compra, total ou parcialmente. Adicionalmente, a possibilidade de aquisição pela Portugal Telecom das Ações Objeto da Opção de Compra será reduzida com o tempo. Assim, mesmo que a Opção de Compra venha a ter valor, a Portugal Telecom poderá não ser capaz de realizar esse valor nas datas limite para o fazer.”

Q&A