

Bem posicionada para enfrentar as transformações do setor. Dividendo atrativo.

NOS

Sector: Telecomunicações

Recomendação: **Comprar**

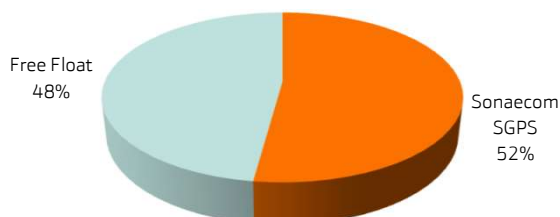
Price Target: **6,82 €**

Analista: João Pisco, CFA

Dados ação

Capitalização (M €): 2.730 M€
 Último preço: 5,30 €/ação
 Nº Ações (M.): 515 M
 Máx / Min (52 sem): 4,87 / 6,13 €
 Cód. Bloomberg: NOS PL

Principais acionistas



Iniciamos a cobertura da NOS com uma recomendação de "Comprar" e um price target de 6,82€, o que implica um potencial de valorização na ordem dos 29% a 12 meses. Embora estimemos um crescimento modesto das receitas (entre 1,5% e 2,0% por ano), os lucros deverão crescer acima de 5% nos próximos anos, refletindo uma expansão das margens de rentabilidade e uma diminuição do custo da dívida. A curto prazo, as ações da NOS deverão continuar a beneficiar da maior procura por empresas "bond-proxy". A rentabilidade por dividendo (6,7% 2019e) é bastante atrativa.

Crescimento robusto das receitas num mercado maduro. Prevemos que a NOS conseguirá manter um ritmo de crescimento das receitas entre +1,5% e +2% ao longo dos próximos anos, fruto sobretudo de um aumento de preços e do número de serviços por cliente, e não de um aumento do número de clientes, que foi o principal driver do crescimento nos últimos anos.

Diferenciação e inovação tecnológica serão determinantes para o futuro do setor. Ao contrário dos últimos anos, que foram marcados por campanhas promocionais agressivas por parte dos principais players do setor, pensamos que os próximos anos serão marcados por uma "guerra" de conteúdos e de sofisticação tecnológica, nomeadamente com a adoção do 5G. Tendo em conta as provas dadas pela NOS neste campo, pensamos que a empresa irá conseguir entregar as inovações exigidas pelos seus clientes e destacar-se dos seus concorrentes. Embora esta tendência exija um maior esforço do ponto de vista de investimento transformacional, vemos margem para uma redução do investimento relacionado com o cliente, uma vez alcançada a posição desejada em termos de quota de mercado.

Expansão sustentável das margens de rentabilidade e maior geração de cash flow. Embora seja expectável que os níveis de CAPEX da empresa se mantenham elevados, prevemos um aumento da geração de *cash flow*, fruto de uma expansão das margens de rentabilidade (margem EBITDA acima de 40% de forma sustentável) e de uma diminuição do custo da dívida. Estimamos que o resultado líquido irá crescer em média +6% durante os próximos 3 anos.

Contexto macroeconómico favorável. Apesar dos desafios que o setor enfrenta em termos de transformação tecnológica, parece-nos um bom momento para investir. Não só por acreditarmos que a NOS se irá conseguir diferenciar dentro do seu setor, mas também porque o setor deverá continuar a beneficiar do contexto de taxas de juro em mínimos históricos, dada as suas características de *bond-proxy*. Além disso, a boa evolução da economia portuguesa, em particular do consumo privado, deverá continuar a impulsionar os gastos com telecomunicações dos portugueses.

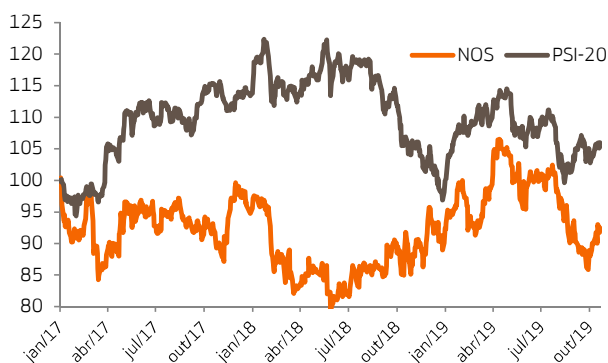
Em suma, atribuímos uma recomendação de Comprar sobre a NOS, com um price target de 6,82€. Embora não vejamos muita margem para aumentos futuros do dividendo (a NOS aumentou o dividendo em +50% em 2018), a taxa de rentabilidade atual é bastante atrativa (6,7%) tendo em conta o contexto de taxas de juro.

Últimos resultados	2Q'19	2Q'18	% Var
Receitas	396	389	2%
EBITDA	171	167	3%
EBIT	64	60	8%
Resultado Líquido Recorrente	48	45	6%

Métricas operacionais	2Q'19	2Q'18	% Var
Novas adições Móvel	20	23	-13%
Novas adições TV	28	19	43%
ARPU (Acesso Fixo)	44,2	44,3	0%

Principais rácios	2017	2018	2019E
EPS (€/ação)	0,24	0,27	0,28
Dividendo (€/ação)	0,20	0,30	0,35
Rentabilidade Dividendo	3,6%	5,7%	6,7%
Dívida Total/Capitais Próprios	1,7 x	1,9 x	2,0 x
Dívida Líquida/EBITDA	1,9 x	2,1 x	2,2 x

Evolução ação NOS vs PSI20



Fontes: Bloomberg, CMVM e empresa

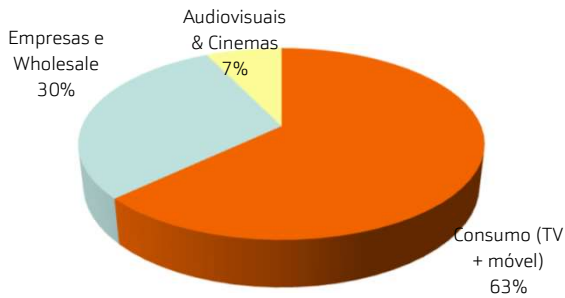
Todos os nossos relatórios disponíveis em:

<http://www.bankinter.pt/analise>

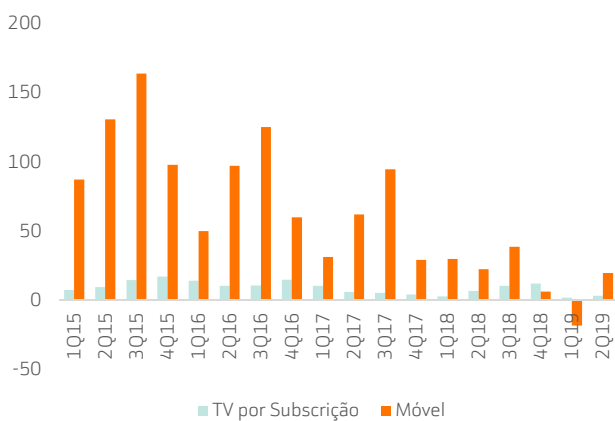
<http://www.bankinter.pt>

Praça Marquês de Pombal, n.º 13
1050-045 Lisboa

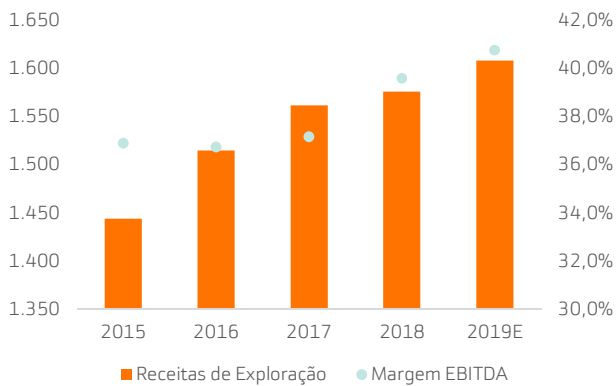
Decomposição das Receitas de Exploração



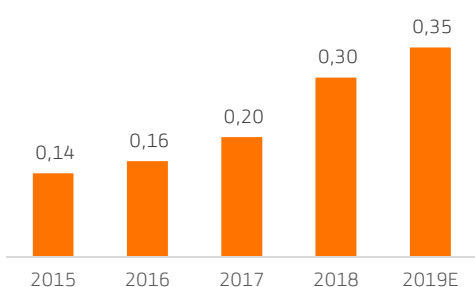
Número de novos subscritores (TV e móvel)



Evolução Receitas e Margem EBITDA



Evolução Dividendo por Ação



Fonte: Empresa, Estimativas BKT Research

Descrição da Empresa

A NOS é uma das maiores empresas portuguesas do setor das telecomunicações, sendo líder no segmento de TV por Subscrição, com uma quota de mercado de 41%. A empresa resulta da fusão da ZON com a Optimus, levada a cabo em 2014. Desde essa altura, a NOS tem conseguido captar novos subscritores em todos os seus principais segmentos de negócio, ganhando quota de mercado. Além da oferta tradicional de serviços de telecomunicações, a NOS é ainda líder na distribuição e exibição cinematográfica. Este negócio de audiovisuais e cinemas representa cerca de 7% das receitas do grupo.

Análise Operacional

A estratégia da empresa nos últimos anos focou-se na oferta convergente, utilizando o serviço de TV por subscrição como forma de atrair clientes para os seus restantes serviços (telefone fixo, banda-larga, móvel). Esta estratégia provou-se acertada, uma vez que a NOS conseguiu aumentar a sua quota de mercado nos principais segmentos do mercado, sendo que o número total de subscrições aumentou em mais de 1,5 milhões desde 2015. Aproximadamente 50% dos clientes da NOS com acesso fixo têm hoje uma oferta convergente (vs 34% em 2015).

Contudo, nos últimos trimestres tem-se observado uma clara moderação no ritmo de captação de novos subscritores, sendo que as quotas de mercado dos principais players parecem ter estabilizado. Verifica-se igualmente uma menor "agressividade" de preços por parte dos principais operadores. Nesse sentido, prevemos uma menor oscilação das quotas de mercado daqui para a frente.

Perante este contexto, pensamos que o principal driver das receitas da empresa deixará de ser o aumento da base de clientes e passará a ser um aumento dos preços. A ARPU residencial (receita por subscritor de acesso fixo) tem permanecido estável nos 44,2€, contudo é expectável que aumente ao longo dos próximos anos.

Para que isto seja possível, a empresa terá que continuar a apresentar uma oferta diferenciadora, o que irá exigir investimentos significativos em inovação tecnológica e na qualidade de serviço. Contudo, uma vez alcançada uma posição de liderança nos segmentos-chave do mercado, vemos margem para redução do nível de investimento relacionado com o cliente.

Análise Financeira

Prevemos um crescimento modesto das receitas ao longo dos próximos anos (entre +1,5% e +2,0%) contudo é expectável que o resultado líquido cresça a um ritmo superior (aprox. +5% em média) fruto sobretudo de uma melhoria das margens de rentabilidade. Prevemos que a margem EBITDA se mantenha, de forma sustentável, acima dos 40%. Além disso, a diminuição do custo da dívida, que em 2018 pesava 15% do resultado antes de impostos, também deverá contribuir para este crescimento dos lucros.

Este cenário deverá assim traduzir-se numa maior geração de cash flow, que por sua vez permitirá à empresa (i) ter flexibilidade financeira para levar a cabo os investimentos que se considerem necessários, sem ter que recorrer a um aumento da dívida, ou (ii) melhorar a remuneração dos seus acionistas.

Valores em Milhões de Euros

Resumo Conta de Resultados

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
RECEITAS	1.562	1.576	1.609	1.636	1.668	1.695
Margem EBITDA	37,2%	39,6%	40,8%	40,8%	40,7%	40,7%
EBITDA	581	624	656	667	680	690
Depreciações e Amortizações	-422	-421	-443	-440	-438	-439
EBIT	143	202	213	227	241	252
Resultado Líquido	124	138	147	158	168	177

Balço Financeiro

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ativo Não Corrente	2.422	2.529	2.512	2.505	2.506	2.513
Ativo Corrente	545	530	525	524	528	531
Capitais Próprios	1.086	1.054	1.020	997	985	982
Passivo não corrente	1.128	1.164	1.164	1.164	1.164	1.164
Passivo corrente	753	841	853	867	884	898

Ativos Totais

Avaliação - DCF (Fluxos de Caixa Descontados)

	2019e	2020e	2021e	2022e	Terminal Value
Resultado Líquido	147	158	168	177	3.720
(+) Depreciações e Amortizações	443	440	438	439	
(+) Resultado financeiro * (1-t)	19	19	19	19	
(-) Investimento (CAPEX)	-426	-432	-439	-446	
(-) Var. Fundo de Maneio	27	6	7	6	
FCFF (Fluxo de Caixa para a Empresa)	209	189	192	194	

WACC 5,2%
g 1,0%

Enterprise Value (EV) 4.554 M€
(-) Dívida Líquida 1.043 M€
(-) Minoritários 0 M€
Equity Value 3.511 M€
#ações 515 M

Price target 6,82 €/ação
Potencial 29%

Método de avaliação:

Para determinar o price target da empresa, recorremos ao método dos fluxos de caixa descontados (DCF) aplicando as hipóteses apresentadas neste documento. A taxa de desconto WACC utilizada foi 5,2% e a taxa de crescimento de longo prazo 1,0%.

Conclusão:

Com base nesta avaliação, atribuímos um price target de 6,82€ por ação, o que oferece um potencial de valorização de 29%. Recomendamos Comprar.

Matriz de Sensibilidades

		Crescimento longo-prazo (g)						
		0,3%	0,5%	0,8%	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%
Taxa Desconto WACC	4,6%	6,7 €	7,2 €	7,7 €	8,3 €	9,0 €	9,8 €	10,7 €
	4,8%	6,4 €	6,8 €	7,2 €	7,8 €	8,4 €	9,0 €	9,8 €
	5,0%	6,0 €	6,4 €	6,8 €	7,3 €	7,8 €	8,4 €	9,1 €
	5,2%	5,7 €	6,0 €	6,4 €	6,8 €	7,3 €	7,8 €	8,5 €
	5,4%	5,4 €	5,7 €	6,0 €	6,4 €	6,8 €	7,3 €	7,9 €
	5,6%	5,1 €	5,4 €	5,7 €	6,0 €	6,4 €	6,9 €	7,4 €
	5,8%	4,8 €	5,1 €	5,4 €	5,7 €	6,1 €	6,5 €	6,9 €
	6,0%	4,6 €	4,8 €	5,1 €	5,4 €	5,7 €	6,1 €	6,5 €

INFORMAÇÃO IMPORTANTE:

- Todos os nossos relatórios encontram-se disponíveis em: <https://www.bankinter.pt/analise>
- As metodologias de avaliação mais frequentemente aplicadas na nossa análise de empresas são as seguintes (lista não exaustiva): *Discounted Cash Flow*, rácios comparáveis, *Net Present Value*, *Warranted Equity Value*, PER teórico.
- Por favor, consulte importantes informações legais em: <https://www.bankinter.pt/informacao-legal>

EQUIPA DE RESEARCH:

Ramón Forcada – Diretor

Juan Moreno – Imobiliário

Luis Piñas – Consumo

Aránzazu Cortina – Industrial

João Pisco – Portugal

Rafael Alonso – Banca

Ana de Castro – Seguros

Juan Tuesta – Construção & Tecnologia

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Rafael Diogo - Portugal

Pedro Echeguren – Farmacêuticas & Saúde

Aránzazu Bueno – Elétricas

Pilar Aranda – Petróleo

Elena Fernández – Trapiella – Consumo

Outras temáticas / ativos repartidos por toda a equipa:

- Macroeconomia
- Estratégia de Investimento
- Obrigações
- Moedas
- Fundos de Investimento
- ETFs
- Carteiras Modelo de Fundos de Investimento e de Ações

Fontes

O Departamento de Análise do Bankinter recorre a diferentes fontes de informação, tanto nacionais como internacionais, para a realização dos seus estudos e relatórios.

Fontes Nacionais:

- Empresas objeto do estudo/análise
- Imprensa económica, entre outros: *Jornal Económico*, *Jornal de Negócios*, *FT*, *WSJ*, *Barron's*, etc.
- Webs de informação económica, entre outros: *ECO*, *Bolsa de Lisboa*, versões digitais da imprensa económica, etc.
- CMVM
- Banco de Portugal
- INE (Instituto Nacional de Estatística)
- Entidades de cada setor de atividade (ANACOM, APB, etc.).

Fontes internacionais:

- Empresas objeto do estudo/análise
- Reuters
- Bloomberg
- Reserva Federal dos Estados Unidos da América
- Tesouro dos Estados Unidos da América
- Bank of England
- BCE - Banco Central Europeu
- Bundesbank
- Bank of Japan

ADVERTÊNCIAS LEGAIS**Certificação dos Analistas Financeiros**

O presente relatório foi elaborado pelo Departamento de Análise Financeira do Bankinter, S.A., atuando através da sua Sucursal em Portugal.

Todas as opiniões e estimativas contidas no presente relatório constituem a opinião técnica pessoal da equipa de Análise Financeira, por referência à data de emissão do relatório e, portanto, suscetível de alteração sem aviso prévio.

Certifica-se que os analistas financeiros não receberam, não recebem e não receberão, direta ou indiretamente, qualquer remuneração ou incentivo relativamente às recomendações ou opiniões específicas contidas no presente relatório.

O sistema retributivo do/s analista/s dos relatórios é baseado em diversos critérios entre os quais figuram os resultados obtidos no exercício económico pelo Grupo Bankinter, mas em nenhum caso a retribuição dos analistas está vinculada direta ou indiretamente ao sentido das recomendações contidas nos relatórios.

Informações importantes

A entidade responsável pela elaboração deste documento, bem como pelos dados, opiniões, estimativas, previsões e recomendações nele contidos, é o Bankinter S.A., atuando através da sua Sucursal em Portugal, sujeita à supervisão da autoridade competente (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), inscrita no seu Registo Oficial sob o número 369.

O Bankinter S.A ou qualquer uma das sociedades do Grupo Bankinter (a seguir designado "Grupo Bankinter") não detém uma posição líquida longa ou curta sobre o emitente sujeito a esta análise que exceda o limiar de 0,5% do capital social total emitido pelo emitente, calculado de acordo com o artigo 3.º do Regulamento (UE) n.º 236/2012 e com os Capítulos III e IV do Regulamento Delegado (UE) n.º 918/2012 da Comissão Europeia, de 5 de julho de 2012.

A entidade emitente em análise não detém uma participação igual ou superior a 5% do capital social do Grupo Bankinter.

Nos últimos 12 meses, o Grupo Bankinter participou como colocador e/ou subscritor e/ou coordenador em ofertas públicas de valores mobiliários e recebeu, no desempenho de tais funções, uma remuneração das seguintes sociedades: Alquiber Quality S.A, Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación, S.A, Testa Residencial SOCIMI, Pangea Oncology S.A, Jose de Mello-Saúde, Mota-Engil, TAP, SIC.

O Grupo Bankinter não é parte em acordos celebrados com o emitente objeto da presente recomendação.

O Bankinter assinou contratos de liquidez ou criação de mercado com as seguintes empresas: Atom Hoteles, Alquiber Quality, Borges Agricultural, Inmobiliaria del Sur, Netex Knowledge, Olimpo Real Estate e Pangea Oncology.

Nos últimos 12 meses, o Grupo Bankinter não recebeu quaisquer compensações pela prestação de serviços de investimento ou auxiliares de nenhum outro emitente. Com atividade significativa de administradores em sociedades que podem ser objeto de análise nas análises financeiras indica-se as seguintes pessoas:

- Pedro Guerrero Guerrero Guerrero Guerrero, Presidente do Conselho de Administração do Bankinter, Administrador da Prosegur Cash, S.A.
- Fernando Masaveu Herrero, Administrador da EDP España, S.A.
- María Teresa Pulido Mendoza, membro do Comité de Gestão da Ferrovial, S.A.
- Jaime Terceiro Lomba, Conselheiro Externo Independente da AENA S.M.E., S.A.
- María Luisa Jordá, membro do Conselho de Administração da Merlin Properties SOCIMI, S.A., Orange España S.A. e Grupo Bimbo.

A recomendação não foi comunicada direta ou indiretamente ao emitente.

Os relatórios de análise emitidos pelo Bankinter S.A. foram elaborados de acordo com as políticas do Grupo Bankinter para a gestão de conflitos de interesse. O Grupo Bankinter dispõe de procedimentos internos, medidas de controlo e um regulamento interno de conduta para gerir, prevenir e mitigar conflitos de interesses, incluindo áreas separadas e, se necessário, adotar medidas para a prevenção e deteção de crimes contra o mercado, como exigido pelo Regulamento (UE) n.º 596/2014, bem como pelas disposições do Regulamento Delegado (UE) 216/958, relativas à elaboração de recomendações. As informações relativas à gestão de conflitos de interesses e às regras de conduta internas podem ser disponibilizadas, mediante pedido.

Sistema de recomendações

A informação incluída no presente relatório constitui uma análise de investimento para efeitos da Diretiva relativa aos mercados de instrumentos financeiros e, como tal, contém uma explicação objetiva e independente das matérias contidas na recomendação. A informação proporcionada é baseada em fontes consideradas como fiáveis, se bem que o Bankinter não garante a segurança das mesmas.

As recomendações são absolutas e fundamentadas. Existem três categorias ou tipos de recomendações. Comprar: potencial de valorização positiva no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior); Venda: potencial de valorização negativa no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior); Manter: potencial de valorização próximo de zero no horizonte definido (fim do ano corrente ou posterior).

Aviso Legal

Os dados, opiniões, estimativas, previsões e recomendações contidos no presente documento são proporcionados apenas para fins informativos e não constituem aconselhamento de investimento. Por conseguinte, não devem ser tratados como uma recomendação pessoal ao investidor e, em caso algum, como uma oferta para comprar, vender, subscrever ou negociar valores mobiliários ou outros instrumentos.

O investidor deve ter consciência de que os valores e instrumentos financeiros aos quais se referem podem não ser adequados aos seus objetivos concretos de investimento, pelo que o investidor deve adotar as suas próprias decisões de investimento, procurando para tal fim a assessoria especializada que considere necessária. O Bankinter não é responsável pelo uso que se faça desta informação nem dos prejuízos que o investidor que formalize operações possa sofrer, tomando como referência as avaliações e opiniões constantes nos relatórios. O investidor deve ter em conta que a evolução passada dos valores e instrumentos ou os resultados passados dos investimentos não garantem a evolução ou resultados futuros.

Salvo indicação em contrário, todos os preços indicativos são fixados com um horizonte temporal de 12 meses, a contar da data de publicação dos relatórios. Os preços indicativos não implicam compromissos de reavaliação nem devem ser entendidos como indicações de recomendações de investimento.

A menos que se indique o contrário no presente relatório, não existe intenção de atualizar esta informação.

Qualquer decisão de compra ou venda dos valores mobiliários emitidos pela sociedade incluída no presente relatório deve ser tomada tendo em conta a informação pública existente sobre os mesmos e, quando aplicável, o conteúdo do Prospeto sobre esses valores mobiliários registado na CMVM e, consequentemente, disponível no respetivo sítio de internet, na Bolsa de Valores relevante, bem como nas entidades emitentes dos aludidos valores mobiliários.

Todos os relatórios emitidos pelo Departamento de Análise de Bankinter S.A. estão disponíveis aos clientes na página web do Bankinter Sucursal em Portugal (<https://www.bankinter.pt/>).

Os relatórios elaborados pelo Departamento de Análise do Bankinter não podem ser reproduzidos, distribuídos, nem publicados ou citados, mesmo que parcialmente, sem a prévia autorização e consentimento escrito do Bankinter S.A., atuando através da sua Sucursal em Portugal.

O Grupo Bankinter não assume qualquer responsabilidade por quaisquer perdas diretas ou indiretas sofridas em resultado da utilização da informação contida neste relatório.