

### La principale criticità è la leva finanziaria

- A seguito di molteplici operazioni societarie, le obbligazioni emesse da Portugal Telecom International Finance (PTIF) non sono collegate alle attività e ai flussi di cassa di Portugal Telecom (PT), ma costituiscono una passività di Oi S.A., società brasiliana di telecomunicazioni. L'acquisto di titoli di PTIF comporta, in sostanza, l'assunzione del rischio di credito di Oi.
- Oi è il principale operatore telecom brasiliano nel comparto della rete fissa, mentre sul segmento mobile è il quarto *player* presente nel Paese, con una *market share* del 18%, in un mercato che ha già raggiunto elevati tassi di saturazione.
- Al di là delle specificità del contesto operativo, che offre anche alcuni importanti fattori di supporto (ad esempio l'ampiezza del mercato di riferimento e del *network*), dal punto di vista patrimoniale i principali fattori di debolezza del Gruppo Oi sono l'elevato grado di indebitamento e l'insoddisfacente generazione di cassa. Il debito netto (al lordo delle disponibilità liquide) ha beneficiato delle cessioni effettuate, ma il *leverage* del Gruppo resta comunque "tirato".
- Il tema chiave per la sostenibilità della posizione debitoria di Oi è rappresentato dal fatto che la liquidità disponibile ed i flussi di cassa futuri possano essere sufficienti a coprire le scadenze del debito.
- Nel complesso il rischio di un ulteriore deterioramento del profilo finanziario del Gruppo non è da escludere ed i recenti *downgrade* confermano la nostra valutazione. Ad oggi Oi ha una valutazione creditizia in area doppia BB da parte di tutte le principali agenzie di rating, con prospettive negative.
- Le criticità evidenziate trovano riflesso in un forte aumento del rischio emittente (cfr. CDS a 5 anni) ed in un deciso rialzo dei rendimenti dei titoli obbligazionari.
- La cassa attualmente disponibile dovrebbe teoricamente essere sufficiente a ripagare le scadenze più brevi del debito, mentre maggiori incertezze interessano i titoli a più lunga scadenza. Eventuali posizioni in titoli PTIF sono da considerare come investimenti speculativi per profili di rischio elevati e per quote limitate del portafoglio. Per investitori con profili di rischio più conservativi l'ipotesi di un alleggerimento graduale dei titoli, sfruttando ogni eventuale fase di recupero dei prezzi potrebbe, a nostro avviso, rilevarsi opportuna.

8 ottobre 2015

Nota societaria

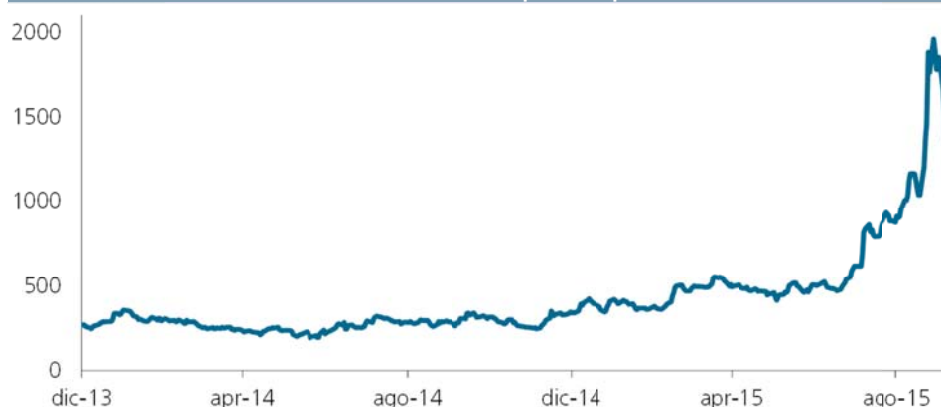
Inizio di copertura

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori  
privati e PMI

Serena Marchesi  
Analista Finanziario

### La dinamica del CDS a 5 anni senior in USD (dati espressi in punti base)



Fonte: Bloomberg, dati aggiornati alla chiusura dei mercati del 7 ottobre 2015

#### Rating

##### Standard & Poor's

Rating a Lungo Termine BB+  
Outlook Negativo

##### Moody's

Rating a Lungo Termine Ba3  
Outlook Negativo

##### Fitch

Rating a Lungo Termine BB  
Outlook Negativo

Fonte: Agenzie di rating

I prezzi del presente documento sono aggiornati al 08.10.2015 salvo diversa indicazione.

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Portugal Telecom International Finance: un accenno alla storia recente

La società telefonica Portugal Telecom (PT) e la sua controllata Portugal Telecom International Finance B.V. (PTIF) sono state oggetto negli ultimi anni di importanti operazioni societarie.

Nel 2013 la telefonica brasiliana Oi S.A., principale operatore del Paese nel comparto delle linee fisse, aveva acquisito Portugal Telecom con l'obiettivo di creare un gruppo globale delle telecomunicazioni per il mercato di lingua portoghese, con oltre 100 milioni di clienti.

Nel giugno 2015 Oi ha invece finalizzato la cessione della partecipazione posseduta in Portugal Telecom al gruppo lussemburghese Altice. L'operazione ha incluso anche le attività di Oi in Ungheria. Altice ha pagato un importo complessivo di 5,8 miliardi di euro, di cui 4,9 miliardi in contanti e 869 milioni destinati al rimborso dei debiti a breve termine di Portugal Telecom (in gran parte rappresentati da carta commerciale, uno strumento che le aziende utilizzano per le esigenze di finanziamento di breve respiro).

**2015: Oi cede PT ad Altice**

Da un lato, per la brasiliana Oi la vendita ha segnato il capitolo conclusivo di un'operazione che si è rivelata difficoltosa: Portugal Telecom aveva infatti chiuso l'esercizio 2014 con 900 milioni di perdita dovuti all'insolvenza del gruppo Espírito Santo. Dall'altro lato, la cessione ha contribuito a migliorare la posizione di liquidità del Gruppo, ma ha mantenuto su livelli elevati il debito finanziario e la spesa per interessi.

**La ratio dell'operazione e...**

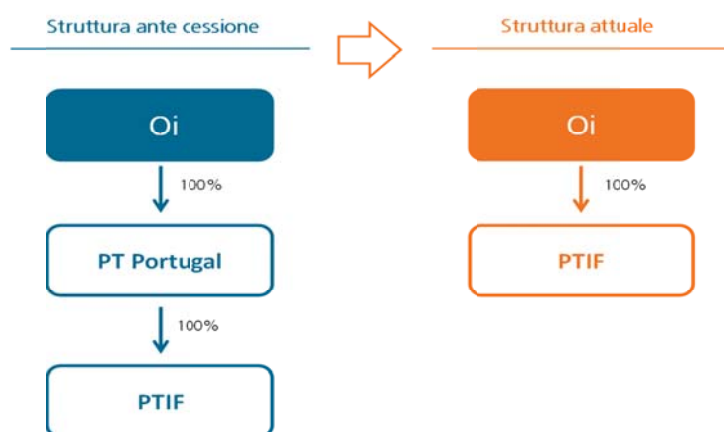
Per quanto le agenzie di rating abbiano valutato la vendita di Portugal Telecom come un *credit positive*, non vi è stato nessun miglioramento nella valutazione creditizia del Gruppo Oi. Al contrario, le recenti mosse delle agenzie sono andate in direzione opposta e negli ultimi sei mesi sia Fitch che Moody's hanno effettuato un *downgrade* del rating di Oi.

**...la valutazione delle agenzie**

A seguito della cessione ad Altice di Portugal Telecom, il veicolo finanziario Portugal Telecom International Finance B.V. (PTIF) è stato trasferito ad Oi che lo controlla direttamente al 100% (si confronti schema riportato sotto).

**La posizione di PTIF**

### La struttura societaria di Oi prima e dopo la cessione di Portugal Telecom



Fonte: documenti ufficiali Oi

Nella tabella della pagina seguente sono riportati l'elenco e le caratteristiche strutturali (cedola, scadenza, flottante e codice ISIN) di tutti i titoli di PTIF e PT classificati come passività di Oi e che godono, a tutti gli effetti, della garanzia piena ed incondizionata (*fully and unconditionally*) di Oi.

Le obbligazioni PT e PTIF garantite da Oi: caratteristiche e prezzi				
Titolo	Scadenza	Flottante (EUR mln.)	ISIN	Ultimo prezzo
PTIF 5,625% TF	08/02/2016	600	XS0587805457	97,405
PT Portugal 6,25% TF	26/07/2016	400	PTPTCYOM0008	100,250
PTIF 5,242% TF	06/11/2017	250	XS0441479804	89,093
PTIF 4,375% TF	24/03/2017	500	XS0215828913	89,850
PTIF 5,875% TF	17/04/2018	750	XS0843939918	79,495
PTIF 5,00% TF	04/11/2019	750	XS0462994343	91,124
PTIF 4,625% TF	08/05/2020	1000	XS0927581842	70,360
PTIF 4,5% TF	16/06/2025	500	XS0221854200	64,162

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati societari e Thomson Reuters, prezzi aggiornati all'8.10.2015

Ribadiamo quindi che queste obbligazioni non sono collegate alle attività e ai flussi di cassa di Portugal Telecom, ma riflettono il rischio credito di Oi, facendo parte a tutti gli effetti del debito della telecom brasiliana.

PTIF: i titoli riflettono il rischio-credito di Oi

## Oi: overview del Gruppo

Oi S.A. è un gruppo brasiliano che offre servizi di telecomunicazione per rete fissa e mobile, servizi di trasmissione dati e accesso a Internet ed altri servizi (Pay TV) per clienti residenziali e *business* in Brasile.

Nel comparto della rete fissa Oi è il principale operatore del Paese, con 17,5 milioni di clienti e concessioni valide fino al 2025 in tutto il Brasile (Regione I e Regione II), fatta eccezione per l'area di San Paolo. Sul comparto mobile, Oi è invece il quarto operatore presente in Brasile - alle spalle di TIM Brazil, Telefonica Brazil e Claro (America Movil) - con una *market share* del 18%, in un mercato che ha già raggiunto elevati tassi di saturazione. Nel comparto mobile Oi ha 48 milioni di clienti.

Il posizionamento competitivo del Gruppo

I principali punti di forza del Gruppo sono costituiti dall'enorme mercato di riferimento, da un'ampia base di clientela, sia residenziale che *business*, dal solido *network* e da margini di redditività elevati. Tali fattori di supporto sono però controbilanciati, in negativo, dal fatto che il mercato delle telecomunicazioni brasiliano è molto competitivo, con conseguente pressione prospettica sui margini. Inoltre il *business mix* del Gruppo non è particolarmente favorevole e Oi si trova nella necessità di adeguare il proprio *network* per venire incontro ai cambiamenti nelle esigenze della clientela.

I punti di forza e le criticità

Al di là delle difficoltà del contesto operativo, dal punto di vista patrimoniale il principale fattore di debolezza del Gruppo è sicuramente rappresentato dall'elevato grado di indebitamento e da una scarsa generazione di cassa.

## Oi: i rating

Attualmente Oi ha rating sub-investment grade da parte di tutte e tre le principali agenzie di rating, con prospettive (*outlook*) negative. La valutazione delle agenzie è in area BB, con Moody's che, dopo l'ultima revisione del 6 ottobre, ha il giudizio più severo.

I rating di Oi

Sempre nel caso di Moody's, è bene specificare che il rating Ba3 indicato nella tabella è il Corporate Family Ratings (CFRs) che sintetizza la probabilità relativa di *default* di un emittente nel suo complesso, senza fare riferimento a singoli strumenti di debito. Il 6 ottobre Moody's ha abbassato di due gradini (*notch*) a Ba3, da Ba1 precedente il Corporate Family Rating e ha contestualmente portato a B1, dal precedente Ba2, il rating sul debito *senior* non garantito (*unsecured*) di Oi, che comprende anche le obbligazioni PTIF. La differenza di un *notch* tra il Corporate Family Rating e il debito *senior unsecured* riflette la presenza all'interno della struttura

debitoria di altri titoli che godono di garanzie aggiuntive. Tale situazione di segmentazione del debito indebolisce la posizione relativa dei titoli di PTIF.

La valutazione delle agenzie di rating				
Agenzia	Rating a l/t	Outlook	Data revisione	Rating precedente
Fitch	BB	Negativo	15-lug-15	BB+
Moody's	Ba3	Negativo	6-ott-15	Ba1
S&P's	BB+	Negativo	18-lug-15	BBB+

Fonte: Bloomberg

Nella relazione del 6 ottobre Moody's ha chiarito che il *downgrade* riflette il crescente indebitamento del Gruppo e la debolezza dei suoi flussi di cassa, con conseguente ridotta flessibilità finanziaria. Malgrado la buona diversificazione geografica, l'ampio *network* ed i margini di redditività soddisfacenti, il Gruppo deve fronteggiare i rischi e le sfide collegati alla necessità di migliorare (*upgrade*) il proprio *network* in un mercato come quello brasiliano, altamente competitivo. Moody's stima che a fine 2015 il rapporto Debito/EBITDA resterà in area 5,5x e che la società continuerà a bruciare cassa almeno per i prossimi 18/24 mesi.

**Moody's: le motivazioni del recente *downgrade***

## I risultati economici di Oi nel primo semestre 2015 e il nodo della leva finanziaria

Il Gruppo Oi ha chiuso il primo semestre del 2015 con risultati reddituali misti. I ricavi netti consolidati sono infatti scesi del 3% rispetto al corrispondente periodo del 2014 e l'EBITDA è diminuito del 20%. L'EBITDA continuativo (*Routine EBITDA*), che esclude le componenti di natura non ricorrente (positive e negative) che non possono essere previste, è però cresciuto dell'11% su base annua grazie al controllo dei costi. L'EBITDA margin - poco sopra il 28% sia con riferimento all'EBITDA complessivo che a quello "Routine" - per quanto in calo rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, appare in linea con quello dei principali concorrenti domestici che sono America Movil, Telefonica Brasil e TIM Participacoes.

**I risultati del 1° semestre 2015: margini reddituali in linea con i concorrenti**

Il debito netto ha beneficiato delle cessioni effettuate ma, di fatto, il *leverage* del Gruppo resta sempre molto elevato.

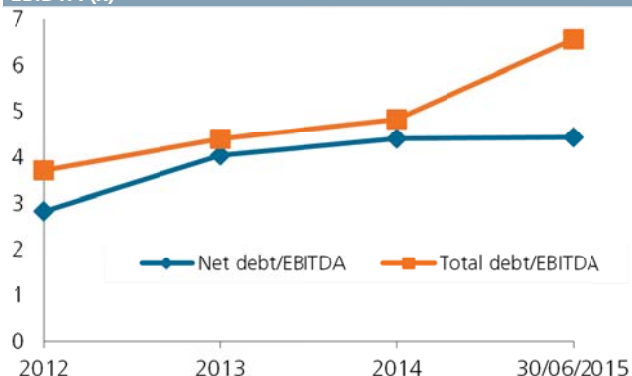
Oi: dati economici e finanziari chiave (1° sem. 2015 verso 1° sem. 2014)			
Dati in milioni di real brasiliani (BRL)	1° semestre 2015	1° semestre 2014	Variazioni %
Ricavi netti consolidati	13.824	14.255	-3
EBITDA	3.910	4.907	-20
EBITDA Margin (%)	28,3	34,1	-5,80
Routine EBITDA (1)	3.958	3.581	11
Routine EBITDA Margin (%)	28,6	25,1	3,50
Utile netto da attività continuative	-856	43	NS
Utile netto consolidato	224	10	2134
Debito netto	34.644	46.239	-25
Cassa	16.636	5.988	178
Posizione di liquidità (cassa e linee di credito)	19.598	19.372	1,2
CAPEX	2.093	2.700	-22
Routine EBITDA-capex	1.865	881	112

Nota: il "Routine EBITDA" esclude le componenti di natura non ricorrente, sia positive che negative, che non possono essere previste  
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati societari e presentazioni, anni diversi

Come anticipato in apertura, uno dei principali problemi di Oi è proprio costituito da una leva finanziaria troppo "tirata". Sulla base degli ultimi dati di bilancio il rapporto Debito Totale/EBITDA e Debito Netto/EBITDA è attualmente in area 6,5x e 4,4x, rispettivamente. I dati di medio periodo segnalano che il *leverage* è cresciuto negli ultimi anni ed è considerato elevato anche per un gruppo valutato dalle agenzie come non-investment grade.

**Leva finanziaria molto elevata**

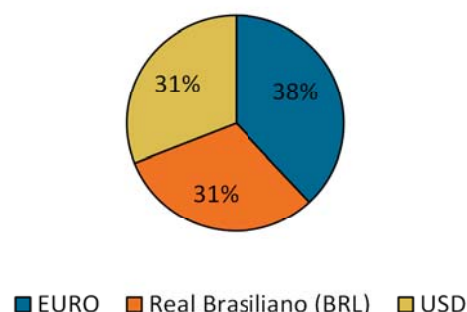
#### La dinamica della leva finanziaria in termini di Debito/Routine EBITDA (x)\*



Nota:\* gli indici di leva finanziaria sono costruiti facendo riferimento all'EBITDA depurato delle componenti non ricorrenti (Routine EBITDA), salvo per il 2012 in cui tale dato non viene fornito dalla società.

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati societari e presentazioni, anni diversi

#### La struttura del debito, valuta di denominazione (dati in %)



Fonte: dati societari

Il debito in essere ha una vita media non molto lunga (3 anni e 7 mesi, in diminuzione rispetto ai 4 anni di fine 2014; dati societari) ed è denominato in valuta locale per poco più del 30%. Il rischio valutario è quindi molto significativo ma, sempre secondo le indicazioni provenienti dai documenti ufficiali, è interamente "coperto" attraverso *swap* valutari di lungo termine e riserve in euro ed in dollari.

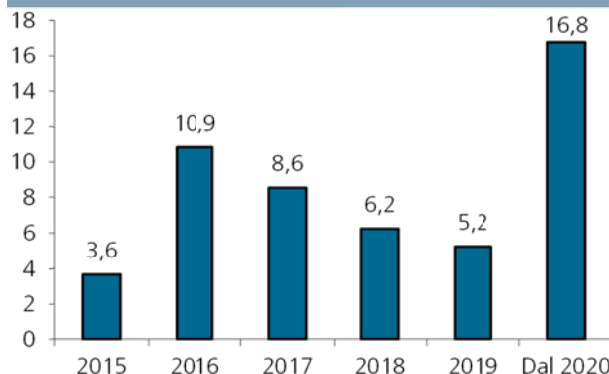
**Le caratteristiche del debito: vita media e diversificazione valutaria**

#### La dinamica dei flussi di cassa nel 1° semestre del 2015 (dati in milioni di BRL)

<b>Routine EBITDA</b>	<b>3.827</b>
Capex	-2.066
Capitale circolante	-788
Gestione Finanziaria	-2.247
Tasse	-471
Licenze 3G	-1.307
Altre poste	-37
<b>Free Cash Flow (FCF)</b>	<b>-3.089</b>

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati societari

#### Le scadenze del debito (dati in miliardi BRL)



Fonte: dati societari

Il tema chiave per la sostenibilità della posizione debitoria del Gruppo è rappresentato dal fatto che la liquidità disponibile ed i flussi di cassa futuri possano ragionevolmente essere sufficienti a coprire le scadenze del debito. La "fotografia" della situazione al 30 giugno 2015 evidenzia una liquidità (cassa e linee di credito) per circa 19 miliardi di BRL, tale da coprire le scadenze dal 2015 fino a circa metà del 2017. Resta però il fatto che la società brucia cassa. Anche se l'EBITDA al netto delle capex (acronimo per Capital Expenditures, vale a dire gli investimenti in capitale fisso) è in territorio positivo (1,8 miliardi di BRL nel 1° semestre del 2015), i flussi di cassa al netto del capitale circolante, della gestione finanziaria e di altre voci non discrezionali (tasse e costi annuali delle licenze) sono negativi. Ciò significa che il Free Cash Flow consolidato, vale a dire il flusso di cassa disponibile per l'azienda è ampiamente in negativo. Nel primo semestre 2015 Oi ha infatti registrato un Free Cash Flow negativo di 3,1 miliardi di BRL. In questo senso la flessibilità finanziaria assicurata dalla cassa e dalle linee di credito potrebbe essere di fatto inferiore a quanto emerge da un confronto tra le disponibilità liquide e le scadenze del debito (interessi e rimborso del capitale).

**I flussi di cassa, fattore chiave per la sostenibilità futura del debito**

Un altro fattore di cui tenere conto nella valutazione del debito di Oi è costituito dal fatto che il management ha dichiarato nel corso della *conference call* di presentazione dei risultati del 1° semestre 2015 che il 35%-40% circa del debito in essere è gravato da *covenant*. I *covenant* finanziari sono clausole contrattuali e/o parametri che vengono fissati al momento dell'emissione di un bond o della concessione di una linea di credito e che l'emittente si impegna a rispettare fino alla scadenza. Hanno lo scopo di offrire garanzie aggiuntive alle banche o ai *bondholder*; possono riguardare limiti e divieti all'aumento dell'indebitamento, alla cessione di attivi e alla distribuzione di dividendi. Nel caso l'emittente non rispetti i parametri fissati, la banca che ha erogato il prestito o il sottoscrittore del titolo hanno diritto ad un'accelerazione dei pagamenti o al rimborso. Nella sostanza, anche se lo scopo di queste clausole è quello di tutelare i *bondholders*, l'esistenza di *covenant* rischia di amplificare eventuali crisi di liquidità.

**Il nodo dei covenant finanziari**

## Conclusioni

Il profilo di credito del Gruppo Oi presenta ad oggi forti criticità: il rischio paese è aumentato (con S&P che ha recentemente portato a BB+ la valutazione per il debito sovrano in valuta del Brasile) ed il contesto operativo è sfavorevole, con proiezioni macroeconomiche decisamente negative. L'economia brasiliana sta infatti risentendo del ciclo negativo delle materie prime esportate, dell'accelerazione dell'inflazione e di politiche monetarie e fiscali restrittive finalizzate a contrastare l'aumento dei prezzi. L'ampio deprezzamento della valuta, se da un lato migliora la competitività, dall'altro ha un effetto negativo sul potere d'acquisto dei consumatori e sulla propensione ad investire nel Paese. Il PIL è atteso in contrazione del 2,7% nel 2015 e dello 0,8% nel 2016, mentre un recupero è ipotizzato solo a partire dal 2017 (fonte: EIU Thomson Reuters).

**Criticità del contesto operativo: il rischio paese**

Dal punto di vista patrimoniale l'elevata leva finanziaria e i flussi di cassa negativi rappresentano le principali criticità per Oi, che trovano riflesso in un forte aumento del rischio emittente. Come si può vedere dal grafico presentato in prima pagina, il CDS a 5 anni in dollari del Gruppo quota sopra i 1000pb (1.344pb il prezzo di chiusura del 7 ottobre; fonte Bloomberg).

**Profilo finanziario: debito e generazione di cassa i punti chiave**

In parallelo, i prezzi dei titoli emessi da PTIF che, come già chiarito, riflettono il rischio di credito di Oi sono scesi in maniera significativa negli ultimi mesi e la curva dei rendimenti di PTIF ha subito un generalizzato rialzo.

**CDS e titoli**

Nel complesso, il rischio di un ulteriore deterioramento del profilo finanziario del Gruppo Oi non è da escludere e ciò potrebbe esacerbare i problemi di liquidità. La cassa attualmente disponibile dovrebbe teoricamente essere sufficiente a ripagare le scadenze più brevi del debito, mentre maggiori incertezze interessano i titoli a più lunga scadenza. **Eventuali posizioni in titoli PTIF sono da considerare come investimenti speculativi, adatti a profili di rischio elevati e per quote limitate del portafoglio. Per investitori con profili di rischio più conservativi l'ipotesi di un alleggerimento graduale dei titoli, sfruttando ogni eventuale fase di recupero dei prezzi potrebbe, a nostro avviso, rilevarsi opportuna.**

## Legenda

Relazione prezzo-rendimento	Il prezzo di un'obbligazione è in relazione inversa al rendimento a scadenza della stessa.
Asset Swap Spread (ASW)	Si ottiene dalla differenza tra il rendimento effettivo a scadenza di un titolo corporate/emergente e il tasso fisso di un contratto swap di pari durata. In caso di allargamento degli ASW gli investitori, percependo una situazione di maggiore rischio (a livello di singolo emittente/paese), richiedono un rendimento (o premio al rischio) più elevato sui titoli corporate/emergenti.
Rating	Valutazione sintetica attribuita ad emittenti di obbligazioni da parte di agenzie specializzate che determinano il grado di solidità finanziaria ed affidabilità della società/paese emittente. In funzione della capacità di ripagare il debito, le agenzie di rating classificano le società/paesi in investment grade e in speculative grade (società/paesi che presentano un rischio di insolvenza da medio ad elevato).
Outlook	Giudizio sulle prospettive future di un emittente (Positivo, Stabile, Negativo).
Covered Bond	Obbligazioni bancarie la cui restituzione di capitale ed interessi è garantita da una porzione dell'attivo patrimoniale della banca segregato la cui entità e i cui flussi di cassa sono destinati esclusivamente al soddisfacimento di tale obbligazione.
Funding	Con il termine funding si fa riferimento al processo di approvvigionamento dei capitali da parte di una banca o di un'azienda industriale.
Margine di intermediazione	Il margine di intermediazione rappresenta i ricavi netti di un intermediario finanziario, come somma del margine di interesse lordo e del margine finanziario e di servizi.
Margine di interesse lordo	Il margine di interesse è la fondamentale componente di reddito di una banca derivante dalla sua tradizionale attività di intermediazione (raccolta prestiti e titoli).
Credit Watch	Indica una prossima revisione del rating in senso positivo (Positive Credit Watch) o negativo (Negative Credit Watch) da parte di un'agenzia di rating.
Credit Default Swap (CDS)	I CDS sono contratti che consentono di "assicurarsi" contro il rischio di insolvenza di un emittente (corporate o sovrano) attraverso il pagamento di un premio periodico.
Indici Itraxx	Gli indici Itraxx sono indici europei di CDS e rappresentano il prezzo medio delle coperture da un possibile default di un basket di emittenti obbligazionari. I principali indici sono: l'indice Europe (125 nomi Investment Grade), HiVol (30 nomi non finanziari) e Crossover (50 nomi non finanziari aventi rating sub-investment grade).
Tier 1 Capital	Con Tier 1 Capital (o Core capital) si intende la componente primaria del capitale di una banca composta principalmente da capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti. Il Tier 1 Capital Ratio è il rapporto tra il Tier 1 Capital e le attività ponderate per il rischio.
Frequent Issuer	Emittente regolare sul mercato dei capitali.
ABS	Acronimo per Asset Backed Securities. Si tratta di titoli obbligazionari derivati in cui il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale sono garantiti da un flusso di cassa generato da un portafoglio di attività finanziarie.
RMBS	Acronimo per Residential Mortgage Backed Securities. Si tratta di cartolarizzazioni garantite da mutui ipotecari residenziali.
CDO	Acronimo per Collateralized Debt Obligation. Si tratta di un'obbligazione derivante dall'aggregazione di diverse attività soggette a rischio di credito.
CLO	Acronimo per Collateralized Loan Obligation. Si tratta di un'obbligazione analoga ai CDO il cui portafoglio è costituito da prestiti.
Subprime	I subprime sono mutui erogati a clienti definiti ad alto rischio. Sono chiamati prestiti subprime perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (prime).

I rating delle agenzie a confronto		
	S&P's e Fitch	Moody's
Investment grade	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
Speculative grade (o high yield)	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
	B+	B1
	B	B2
	B-	B3
	CCC+	Caa1
	CCC	Caa2
	CCC-	Caa3
	CC	Ca
	C	C
	D	D

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo da siti agenzie



## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Con il presente documento Intesa Sanpaolo dà avvio nell'ambito della produzione di report rivolti alla clientela retail alla copertura delle informazioni relative a Portugal Telecom International Finance/Oi S.A.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo ([www.intesasnpaolo.com](http://www.intesasnpaolo.com)) nella sezione Risparmio-Mercati.

## Nota metodologica

L'analisi delle obbligazioni e degli emittenti della presente pubblicazione si basa sui rating delle principali agenzie (Fitch, Moody's e Standard&Poor's), sui dati ufficiali pubblicati nelle relazioni periodiche (trimestrali, semestrali ed annuali) della Società, sulle previsioni macroeconomiche realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e sulla valutazione delle prospettive del merito di credito degli emittenti, anche sulla base delle informazioni estrapolabili dalle quotazioni di mercato (Asset Swap Spread delle obbligazioni e CDS sull'emittente).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Ai sensi del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14.05.1999 e successive modificazioni ed integrazioni, Intesa Sanpaolo ha posto in essere idonei meccanismi organizzativi e amministrativi (information barriers), al fine di prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni prodotte. Per maggiori informazioni si rinvia al documento "Policy per studi e ricerche" e all'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse" a disposizione sul sito internet di Intesa Sanpaolo ([www.intesasnpaolo.com](http://www.intesasnpaolo.com)).

## Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse sulla Società citata nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Altre indicazioni

1. Né l'analista né qualsiasi altra persona della sua famiglia hanno interessi finanziari nei titoli della Società citata nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona della sua famiglia operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nella Società citata nel documento.
3. L'analista citato nel documento è socio AIAF.
4. L'analista citata nel documento non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

**Responsabile Retail Research**

Paolo Guida

### Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

### Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Risso

Cecilia Barazzetta

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Monica Bosi