

ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA

PORTUGAL TELECOM, SGPS S.A.

27 de março de 2014

PROPOSTA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

PONTO ÚNICO DA ORDEM DE TRABALHOS:

(Deliberar sobre a participação no Aumento de Capital da Oi, S.A., mediante a contribuição dos ativos que constituem a totalidade dos ativos operacionais detidos pelo Grupo Portugal Telecom e responsabilidades inerentes, com exceção das ações da própria Oi, das ações da Contax Participações, S.A. e da Bratel BV detidas direta ou indiretamente pela PT)

Considerando que:

- a. Na sequência do memorando de entendimento oportunamente divulgado ao mercado no dia 2 de outubro de 2013 (“MoU”), a PT, a Oi, S.A. (“Oi”) e um conjunto de outras entidades com estas relacionadas anunciaram a intenção de proceder à combinação dos negócios da PT e da Oi (a “Combinação de Negócios”), concentrando-os numa única entidade cotada de direito brasileiro, tendo entretanto sido definido que essa sociedade será a Telemar Participações, S.A. (“CorpCo”);
- b. Com a Combinação de Negócios, as atividades e negócios da PT e da Oi passarão a estar sob o controlo e gestão de uma única sociedade, permitindo cristalizar sinergias, quer pelo facto de a PT aceder a ganhos de escala que de outra forma dificilmente poderia obter quer pelo facto de a Oi passar a aceder de forma mais direta aos recursos e capacidade de inovação da PT;
- c. A CorpCo terá sede no Brasil, integrará entre outros os acionistas diretos e indiretos da PT e da Oi e pretende-se que seja cotada na Bovespa, S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBovespa”), no mercado regulamentado NYSE Euronext Lisbon e na *New York Stock Exchange* (através de *American Depositary Receipts*), com adesão ao segmento de listagem do Novo Mercado da BM&FBovespa e a adoção das práticas de governo societário daí decorrentes, pulverização da base acionista da PT e da Oi, criação de maior liquidez e obtenção de um maior potencial de valorização das ações negociadas;
- d. A implementação da Combinação de Negócios encontra-se sujeita a diversas condições, incluindo um conjunto de operações societárias e a sua aprovação por parte dos órgãos sociais de cada uma das sociedades envolvidas, a obtenção das autorizações legais e regulamentares necessárias e os consentimentos aplicáveis de credores e terceiros, tendo já sido acordados e assinados os contratos definitivos que regulam as etapas necessárias à implementação da Combinação de Negócios (“Contratos Definitivos”), conforme anunciado no passado dia 20 de fevereiro;
- e. No âmbito do processo conducente à referida Combinação de Negócios, pretende-se designadamente realizar um aumento do capital social da Oi (“Aumento de Capital”), no qual uma parte das novas ações a emitir será subscrita mediante entrada em espécie

correspondente a participação acionista da PT na empresa que detém ou deterá a totalidade dos ativos operacionais correspondentes ao seu negócio (com exceção das ações, direta ou indiretamente detidas na própria Oi, na Contax Participações, S.A. ("Contax") e na Bratel B.V.) e dos passivos da PT na data da contribuição, considerados no Laudo de Avaliação de que consta cópia em anexo (Anexo 1) ("Ativos PT");

- f. De forma a garantir as condições adequadas à realização pela PT da entrada em espécie acima referida, antes do Aumento de Capital a PT tem vindo a implementar uma reorganização dos seus ativos, em resultado da qual todas as ações representativas das sociedades através das quais são detidos os ativos e responsabilidades correspondentes ao negócio da PT foram ou serão transmitidas para a titularidade direta e indireta da sociedade PT Portugal, SGPS, S.A. ("PT Portugal"), sendo as ações representativas do capital social da PT Portugal, por sua vez, as ações objeto da realização da entrada em espécie acima referida;
- g. Nos termos da lei brasileira aplicável, os Ativos PT correspondentes à entrada em espécie a realizar foram objeto de uma avaliação por empresa especializada independente, nos termos do Laudo de Avaliação em Anexo;
- h. Para efeitos de subscrição do Aumento de Capital da Oi, foi estabelecido pelo Conselho de Administração da Oi um valor para os Ativos PT de €1.750 milhões, valor esse que, na data de assinatura dos Contratos Definitivos obedecia ao intervalo previsto no Memorando de Entendimentos celebrado no dia 1 de Outubro de 2013 ("MoU"), correspondendo a €1.900 milhões, quando considerados os dividendos a serem pagos pela PT antes da conclusão da Combinação de Negócios nos termos da política de dividendos oportunamente divulgada e outros custos associados com a operação tal como previstos no MoU, ambos já considerados no Laudo de Avaliação;
- i. Tal como previsto no MOU e nos Contratos Definitivos, o referido valor em Euros dos Ativos PT foi convertido para 5.709,9 milhões de Reais no dia 20 de fevereiro de 2014 (data anterior à data da primeira publicação da convocação da Assembleia Geral extraordinária da Oi), data a partir da qual se fixou o valor em Reais que irá vigorar até à subscrição e integralização pela PT da parte em espécie do Aumento de Capital da Oi;
- j. O Laudo e o valor dos Ativos PT em Reais a serem contribuídos pela PT para efeitos de subscrição no âmbito do Aumento de Capital serão submetidos, nos termos da legislação brasileira, à Assembleia Geral da Oi a ser convocada para o efeito;
- k. Como contrapartida da contribuição da PT Portugal no âmbito do Aumento de Capital, a PT subscreverá ações ordinárias e preferenciais, devendo para isso beneficiar da cessão dos direitos prioritários que lhe serão cedidos pela Telemar Participações, S.A., pela AG Tel e pela LF Tel, sendo as ações subscritas a um preço por ação igual ao que for fixado para a parte do Aumento de Capital da Oi a realizar em dinheiro e que será determinado pelo método de *bookbuilding*;
- l. Após a conclusão do Aumento de Capital, está previsto designadamente que, sujeito à aprovação em assembleia geral dos respectivos acionistas, (i) seja realizada a simplificação da estrutura de controlo da CorpCo, por meio da reorganização societária das diversas sociedades *holdings* acionistas diretas e indiretas da CorpCo, pela qual, entre outros efeitos, a PT passará a deter diretamente as ações da Oi correspondentes à sua participação indireta na CorpCo ("Reorganização Societária"); (ii) a totalidade das ações representativas do capital social da Oi seja incorporada na CorpCo, sendo as ações ordinárias e as ações preferenciais da Oi trocadas por ações ordinárias representativas do capital social da CorpCo, tornando-se a Oi uma subsidiária integral da CorpCo ("Incorporação da Oi"); e (iii) a PT seja incorporada na CorpCo através de uma operação de fusão por incorporação com extinção da PT, sendo as ações da PT trocadas por ações representativas do capital social da CorpCo ("Fusão da PT");

- m. Com a conclusão do Aumento de Capital, entrarão em vigor determinados acordos que vinculam os votos da PT e demais partes envolvidas, acionistas da CorpCo e da Oi, com vista à realização da Reorganização Societária e da Incorporação da Oi. Caso estes eventos não ocorram, por qualquer razão, a participação da PT na CorpCo e, indiretamente, na Oi, permanecerão vinculadas aos acordos de acionistas existentes e às restrições de voto e transferência neles previstas, devidamente adaptados, designadamente para prever a manutenção dos direitos das partes ora em vigor, assim como a continuidade dos esforços para a conclusão da Combinação dos Negócios, conforme os princípios originalmente concebidos. Ainda neste caso, a PT não poderá negociar as suas ações na Oi, quer as já detidas atualmente, quer as adquiridas no Aumento de Capital da Oi, no máximo até 31 de dezembro de 2014, sem prejuízo das regras de *lock up* abaixo descritas;
- n. Está previsto que, nos termos da documentação do Aumento de Capital, a PT venha a assumir perante os bancos colocadores um compromisso de não alienação das ações da Oi que venham a ser por si subscritas no âmbito do Aumento de Capital, e posteriormente das ações da CorpCo pelas quais aquelas sejam trocadas no âmbito da Incorporação da Oi (*lock up*), por um período a fixar e que se estima entre 90 e 180 dias contados da conclusão do Aumento de Capital. Tal *lock up* não será aplicável aos acionistas da PT após conclusão da Fusão da PT, momento em que as ações por aqueles detidas no capital social da PT serão trocadas por ações representativas do capital social da CorpCo;
- o. O Projeto de Fusão da PT a ser elaborado conjuntamente pelas administrações da PT e da CorpCo será oportunamente submetido à aprovação dos Senhores Acionistas em Assembleia Geral a ser convocada para o efeito, após a conclusão do Aumento de Capital, na sequência do qual serão determinados os termos finais da operação a realizar, incluindo a relação de troca definitiva a fusão (a qual se encontra dependente do número e preço das ações a subscrever pela PT no Aumento de Capital) caso a operação mereça a aprovação dos Senhores Acionistas;
- p. Deste modo, é possível que, não obstante a realização pela PT da contribuição dos Ativos PT no âmbito do Aumento de Capital da Oi, a operação da Fusão da PT não venha a ser concluída, designadamente por não ser objeto de aprovação pelos Senhores Acionistas. Neste caso, a PT passará a ser detentora exclusivamente de uma participação da CorpCo (após concretização da Incorporação da Oi) mantendo os Senhores Acionistas uma participação direta na PT que permanecerá cotada na NYSE Euronext. Nesta situação, nos termos dos acordos celebrados no âmbito das operações tendentes à Combinação de Negócios, foi estabelecido como condição que a PT ficará limitada ao exercício de 7,5% dos direitos de voto da CorpCo, após a Incorporação da Oi, independentemente da participação que vier a deter;
- q. A participação da PT no Aumento de Capital encontra-se sujeita à verificação de diversas condições (sem prejuízo da eventual renúncia a alguma delas pela PT ou pela Oi, consoante o caso, sempre que legalmente permitido), incluindo a aprovação pela Assembleia Geral de acionistas da PT e da Oi, a obtenção de autorizações legais e regulatórias, designadamente da autorização/não oposição para todas as etapas da Combinação de Negócios pela Agência Nacional de Telecomunicações ("Anatel") e pela Autoridade da Concorrência Portuguesa ("AdC"), a obtenção de consentimentos de credores e terceiros e a execução completa e válida do Aumento de Capital da Oi, incluindo a subscrição da parcela em dinheiro no valor de, no mínimo, 7 mil milhões de reais;
- r. A PT poderá não consumir a subscrição do Aumento de Capital caso a sua participação social na CorpCo, em resultado das ordens de subscrição do Aumento de Capital, em bases totalmente diluídas após a Incorporação da Oi, fosse igual ou inferior a 36,6% das ações representativas do capital social da CorpCo. Do mesmo modo, a Oi poderá optar por não permitir que a PT participe no Aumento de Capital caso até ao final do bookbuilding se verifique que em resultado da operação a PT passaria a deter uma participação superior, em bases totalmente diluídas, a 39,6% das ações representativas do capital social da CorpCo;

- s. Dada a materialidade da operação em causa, o Conselho de Administração decidiu solicitar, nos termos e para os efeitos do artigo 373.º, n.º 3 do Código das Sociedades Comerciais, a convocação de uma Assembleia Geral de acionistas para deliberar sobre a contribuição pela PT dos Ativos PT no âmbito do Aumento de Capital da Oi;
- t. Todos os documentos relativos ao Aumento de Capital da Oi, além de todos os demais documentos já divulgados pela Oi relativos à Operação, estarão à disposição dos respectivos acionistas da Oi e do mercado em geral, e poderão ser consultados no *site* de Relações com Investidores da Oi (<http://ri.oi.com.br>), no sistema IPE no *site* da CVM (www.cvm.gov.br), e no *site* da BM&FBOVESPA (www.bmfbovespa.com.br).

Propõe-se que seja aprovada:

A participação pela PT no Aumento de Capital, mediante a contribuição dos Ativos PT que constituem a totalidade dos ativos operacionais detidos pela PT (exceto as participações direta ou indiretamente detidas na Oi, na Contax e Bratel B.V.), e dos passivos da PT na data da contribuição, considerados no Laudo de Avaliação cuja cópia se encontra em Anexo à presente proposta.

Que tal contribuição seja realizada pelo valor de 5.709,9 milhões de Reais, correspondente ao contravalor de 1.750 milhões de Euros, por aplicação da taxa de conversão Euros/Real do dia 20 de fevereiro de 2014 (ou seja, de 3,2628 Reais por Euro), tal como previsto no MoU e nos Contratos Definitivos e que, considerando os dividendos a serem pagos pela PT antes da conclusão da Combinação de Negócios nos termos da política de dividendos oportunamente divulgada, sujeito a aprovação na Assembleia Geral anual, e outros custos associados com a operação tal como previstos no MoU – ambos já considerados no Laudo de Avaliação –, correspondia naquela data ao valor de €1.900 milhões.

Lisboa, 24 de fevereiro de 2014

O Conselho de Administração,

Portugal Telecom

Laudo de Avaliação

21 de fevereiro de 2014



1. O Banco Santander (Brasil) S.A. (“Santander”) foi contratado pela Oi S.A. (“Contratante” ou “Oi”) para elaborar uma avaliação pelo critério econômico-financeiro (a “Avaliação”) dos (i) ativos operacionais da Portugal Telecom, SGPS S.A. (“Portugal Telecom”, “PT” ou “Companhia”) constantes das demonstrações contábeis gerenciais não auditadas preparadas pela Companhia e que excluem os efeitos das participações direta ou indiretamente detidas na Oi e na Contax Participações S.A. e (ii) passivos da PT ((i) e (ii), em conjunto, “Acervo Contribuído” ou “PT Ex-Brasil”), que serão objeto de contribuição em integralização de aumento do capital social com colocação pública de novas ações da Oi (a “Transação”), realizado no âmbito da “Aliança Industrial entre Oi e PT” divulgada ao mercado em 2 de outubro de 2013.
2. O Laudo de Avaliação foi elaborado de forma independente, com a finalidade de apurar o *Equity Value* do Acervo Contribuído na data-base fixada pela Contratante, tendo em vista a contribuição do Acervo Contribuído em integralização das ações emitidas no âmbito do aumento de capital social da Oi e subscritas pela PT, e será submetido à assembleia geral dos acionistas da Oi, em cumprimento ao disposto no art. 170, § 3.º e no art. 8 da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei das S.A.”).
3. O critério econômico-financeiro para a avaliação do Acervo Contribuído foi definido pela administração da Contratante, cabendo ao Santander, com base em sua expertise e especialização, definir as metodologias de avaliação que, em sua opinião, reflitam adequadamente o valor do Acervo Contribuído de acordo com o critério estabelecido pela Contratante.
4. A Avaliação é de propriedade intelectual do Santander e foi preparada pelo Santander, por solicitação da Contratante, exclusivamente para deliberação da assembleia geral dos acionistas da Oi no contexto da Transação, e para nenhum outro propósito. A Avaliação não deve ser utilizada, pela Contratante, pela Companhia ou por terceiros, para outros fins e não poderá ser divulgada ou referendada a terceiros ou distribuída, reproduzida ou utilizada para qualquer outra finalidade sem a autorização prévia e por escrito do Santander, exceto a divulgação da Avaliação aos acionistas e investidores da Contratante e o envio de versão eletrônica da Avaliação para a CVM e as Bolsas de Valores nas quais os valores mobiliários de emissão da Contratante são negociados, nos termos da legislação aplicável.
5. A Avaliação foi preparada exclusivamente em Português, e caso venha a ser traduzida para outro idioma, a versão em Português deverá sempre prevalecer.
6. O Santander não fez e não faz qualquer recomendação, assim como não expressa qualquer opinião, explícita ou implícita, a respeito dos termos e condições da Transação.
7. Conforme orientações recebidas pela Contratante, a data base utilizada para a Avaliação é 31 de dezembro de 2013, consoante registrado nas demonstrações contábeis gerenciais não auditadas da Companhia, e que excluem os efeitos das participações direta ou indiretamente detidas pela Companhia na Oi e na Contax Participações S.A., e fornecidas pela Contratante. O Santander não fez uma análise comparativa entre as demonstrações contábeis gerenciais não auditadas utilizadas na Avaliação e as demonstrações contábeis de 31 de dezembro de 2013 auditadas, assumindo, para fins da Avaliação, que não há alterações relevantes nas demonstrações contábeis auditadas, de 31 de dezembro de 2013.
8. O Acervo Contribuído foi avaliado como operação independente (“*stand alone*”) e o eventual sucesso ou insucesso de qualquer operação, inclusive da Transação, envolvendo a Companhia, ou qualquer de suas controladas ou coligadas, não foi considerado no resultado da Avaliação. O Santander não expressa qualquer opinião sobre os efeitos que eventualmente possam ser gerados para a Companhia a partir da consumação de qualquer operação envolvendo a Companhia, ou qualquer de suas controladas ou coligadas. A presente Avaliação não levou em consideração quaisquer avaliações prévias da Companhia, ou de suas controladas, coligadas ou de quaisquer valores mobiliários de emissão destas sociedades, efetuadas pelo Santander ou por qualquer outra instituição, no contexto de quaisquer operações, ofertas ou negociações passadas envolvendo a Companhia, ou qualquer de suas coligadas ou controladas. Ao elaborar a presente Avaliação, o Santander realizou uma avaliação exclusivamente econômico-financeira da Companhia, considerando, para fins dessa análise, apenas as contingências indicadas e provisionadas nas Demonstrações Financeiras (conforme adiante definido), de modo que não foram analisadas, revisadas e consideradas, para fins desta Avaliação, outras contingências de qualquer natureza, incluindo sem limitação, contingências de natureza societária ou judicial.

9. O Acervo Contribuído foi avaliado pelas metodologias de fluxo de caixa descontado e múltiplos de mercado. Para fins de cálculo do valor do equity do Acervo Contribuído (“*Equity Value*”), do valor econômico-financeiro total (“*Enterprise Value*”) do Acervo Contribuído foram descontadas as dívidas líquidas, contingências líquidas, passivo atuarial, estimativa dos dividendos referentes ao exercício de 2013 a serem declarados e dividendos provisionados nas Demonstrações Financeiras (conforme abaixo definido) da Companhia em 31/12/2013 (“*Dívida Líquida*”).
10. A Avaliação foi elaborada pelo Santander com base em informações elaboradas ou disponibilizadas pela Companhia e fornecidas ao Santander pela Contratante ou discutidas com os representantes da Contratante e/ou da Companhia, conforme indicados pela Contratante (“*Representantes Indicados*”), bem como outras informações públicas disponíveis, além de projeções, de estimativas e de análises que decorrem da expertise e experiência do Santander. Nenhuma das Informações utilizadas na Avaliação foi considerada inconsistente pelo Santander.
11. O trabalho de Avaliação do Santander utilizou como base, dentre outras, as seguintes informações ou documentos que foram disponibilizados pela Contratante ao Santander até 18/02/2014, os quais, em conjunto com informações públicas, estimativas, projeções, planos de negócio, orçamentos, discussões e demais informações referidas nos itens a seguir e utilizadas na Avaliação, são doravante designadas em conjunto as “*Informações*”:
 - (a) Demonstrações financeiras auditadas de 31/12/2012 e Demonstrações financeiras gerenciais não auditadas de 31/12/2013 Companhia, consolidadas da Companhia e ajustadas, pela Companhia, para refletir proporcionalmente à participação do Acervo Contribuído, (as “*Demonstrações Financeiras*”). O Santander não fez uma análise comparativa entre as demonstrações contábeis gerenciais não auditadas utilizadas na Avaliação e as demonstrações contábeis de 31 de dezembro de 2013 auditadas, assumindo, para fins da Avaliação, que não há alterações relevantes nas demonstrações contábeis auditadas, de 31 de dezembro de 2013;
 - (b) Informações públicas sobre o setor de atuação da Companhia, suas controladas e coligadas;
 - (c) Informações públicas sobre parâmetros macroeconômicos nos locais em que a Companhia possui presença relevante;
 - (d) Plano de negócios da Companhia para as operações relacionadas ao Acervo Contribuído para o período de 2014 a 2018, elaborados pela Companhia (“*Plano de Negócios*”);
 - (e) Informações financeiras e operacionais históricas da Companhia;
 - (f) Valores da Dívida Líquida consolidada da Companhia, ajustadas às participações detidas; e
 - (g) Discussões com os Representantes Indicados em relação ao desempenho passado e às expectativas para o futuro dos negócios da Companhia.
12. Na elaboração da Avaliação, o Santander revisou outros estudos e análises financeiras e de mercado e levou em consideração outros aspectos que entendeu necessários, incluindo o julgamento das condições econômicas, monetárias e de mercado.
13. As Informações demográficas, macroeconômicas, regulatórias, do mercado de atuação da Companhia, suas controladas e coligadas mencionadas na Avaliação, quando não fornecidas pela Contratante, pela Companhia ou pelos Representantes Indicados, foram baseadas, dentre outras, em fontes públicas reconhecidas e consideradas confiáveis (entidades de classe, órgãos governamentais e publicações especializadas), tais como Bloomberg, Thomson Reuters, Fundo Monetário Internacional e Departamento Econômico do Santander.

14. A Avaliação reflete as condições financeiras e contábeis da Companhia e do Acervo Contribuído conforme Informações recebidas até 18/02/2014, de modo que qualquer alteração nestas condições ou nas Informações posteriormente a esta data poderá alterar os resultados ora apresentados. O Santander não está obrigado a, a qualquer tempo, atualizar, revisar, corrigir ou reafirmar qualquer informação contida na Avaliação ou a fornecer qualquer informação adicional relacionada à Avaliação.
15. O Santander presume e confia na exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão de todas as Informações, seja por escrito ou por meio de discussão com os Representantes Indicados, seja por se encontrarem publicamente disponíveis, e não assume qualquer responsabilidade pela exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão das Informações, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas. O Santander assume que todas as Informações fornecidas ao Santander ou de alguma forma disponibilizadas pela Contratante ou discutidas pelos Representantes Indicados com o Santander são completas, corretas e suficientes para fins da Avaliação, e que, desde a data da entrega das Informações e até o presente momento, não houve qualquer alteração material no negócio, na situação financeira, nos ativos, passivos, nas perspectivas de negócio, transações comerciais ou no número de ações da Companhia, bem como não houve qualquer outro fato significativo que pudesse alterar as Informações, ou torná-las incorretas ou imprecisas em quaisquer aspectos materiais ou que poderia causar um efeito material nos resultados da Avaliação.
16. Com base nas afirmações da Contratante e da Companhia e de seus Representantes Indicados, o Santander adota as premissas de que (i) as projeções financeiras a ele fornecidas pela Contratante refletem as melhores estimativas na época em que foram disponibilizadas, bem como o melhor julgamento da administração da Companhia quanto às expectativas de desempenho futuro da Companhia, em relação ao Acervo Contribuído, e (ii) as estimativas e projeções que foram fornecidas ao Santander pela Contratante ou discutidas entre o Santander e a Contratante e/ou Companhia e seus Representantes Indicados, especialmente aquelas cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos (incluindo projeções de receitas, de despesas, de investimentos, de lucro operacional ou de lucro líquido) foram baseadas no melhor julgamento da administração da Companhia.
17. O Santander não assumiu a responsabilidade de conduzir ou conduziu (i) qualquer avaliação dos ativos e passivos (contingentes ou não) da Companhia, de suas controladas e coligadas; (ii) revisão ou auditoria das demonstrações financeiras da Companhia, de suas controladas e coligadas; (iii) auditoria técnica das operações da Companhia, de suas controladas e coligadas; (iv) avaliação da solvência da Companhia, de suas controladas e coligadas, de acordo com qualquer legislação relacionada à falência, insolvência, recuperação judicial ou extrajudicial, ou questões similares; ou (v) qualquer inspeção física das propriedades, instalações ou ativos da Companhia, de suas controladas e coligadas.
18. O Santander não faz, nem fará, expressa ou implicitamente, qualquer representação, declaração ou garantia em relação às Informações, incluindo estudos, projeções ou previsões da Companhia, de suas controladas e coligadas, ou premissas e estimativas nas quais essas projeções e previsões se basearam, utilizadas para a elaboração da Avaliação, tampouco assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar relacionada ao conteúdo, exatidão, veracidade, integridade, consistência, suficiência e precisão dessas Informações, as quais são de única e exclusiva responsabilidade da Contratante. O Santander não presta serviços de auditoria, de contabilidade ou jurídicos e a elaboração da Avaliação pelo Santander não inclui qualquer serviço ou aconselhamento desta natureza.
19. O Santander não se responsabiliza por perdas diretas ou indiretas ou lucros cessantes eventualmente decorrentes do uso da Avaliação.
20. A Avaliação não constitui um julgamento, opinião ou recomendação à administração da Contratante, da Companhia, aos seus acionistas ou a qualquer terceiro quanto à conveniência e oportunidade, ou quanto à decisão da realização de qualquer operação envolvendo os ativos e passivos da Companhia, incluindo, mas não se limitando a, a Transação, como também não se destina a embasar qualquer decisão de investimento ou desinvestimento.
21. A elaboração de avaliações econômico-financeiras é um processo complexo que envolve julgamentos subjetivos e não é suscetível a uma análise parcial ou descrição resumida. O Santander não atribuiu importância específica a determinados fatores considerados na Avaliação, mas, pelo contrário, realizou uma análise qualitativa da importância e relevância de todos os fatores aqui considerados. Desse modo, a Avaliação deve ser analisada como um todo e a análise de partes selecionadas, sumários, ou aspectos específicos da Avaliação, sem o conhecimento e análise da Avaliação em sua totalidade, pode resultar num entendimento incompleto e incorreto da análise realizada pelo Santander e das conclusões contidas na Avaliação.

22. As estimativas e projeções presentes na Avaliação são intrinsicamente sujeitas a incertezas e diversos eventos ou fatores que estão além do controle da Contratante, da Companhia, assim como do Santander, especialmente àqueles cuja ocorrência depende de eventos futuros e incertos. Não há como garantir que as estimativas e projeções utilizadas na Avaliação sejam efetivamente alcançadas. Os resultados reais futuramente verificados podem divergir significativamente daqueles sugeridos na Avaliação. Dessa forma, o Santander não assume qualquer responsabilidade ou obrigação de indenizar caso os resultados futuros sejam diferentes das estimativas e projeções apresentadas na Avaliação e não presta qualquer declaração ou garantia em relação a tais estimativas e projeções. O Santander não assume qualquer responsabilidade em relação às referidas estimativas e projeções, tampouco em relação à forma como elas foram elaboradas.
23. Outras avaliações de empresas e setores elaborados também pelo Santander poderão tratar premissas de mercado de modo diferente da abordagem feita na Avaliação, de forma que os departamentos de pesquisa (“*research*”) e outros departamentos do Santander e empresas relacionadas podem utilizar em suas análises, relatórios e publicações, estimativas, projeções e metodologias diferentes daquelas utilizadas na Avaliação, podendo tais análises, relatórios e publicações conter conclusões diversas das descritas na Avaliação.
24. O Santander prestou, diretamente ou através de empresas relacionadas, determinados serviços financeiros e de banco de investimento para a Contratante, a Companhia, suas controladas e coligadas, assim como para suas controladoras, pelos quais recebeu remuneração, continua a prestá-los e pode, a qualquer momento, prestá-los novamente. O Santander, diretamente ou através de empresas relacionadas, é ou poderá se tornar credor da Contratante, da Companhia, de suas controladas e coligadas, assim como de suas controladoras em determinadas operações financeiras, bem como aumentar ou reduzir o volume de suas operações financeiras com estas sociedades.
25. No curso normal de suas atividades, o Santander poderá vir a negociar, diretamente ou através de empresas relacionadas, valores mobiliários da Contratante, da Companhia, de suas controladas e coligadas, assim como de suas controladoras, em nome próprio ou em nome de seus clientes e, conseqüentemente, poderá, a qualquer tempo, deter posições compradas ou vendidas com relação aos referidos valores mobiliários.
26. O Santander declara que não tem interesse, direto ou indireto, na Oi, na PT, suas partes relacionadas ou na Operação, que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções em relação à elaboração da Avaliação.
27. O Santander será remunerado pela Contratante pela prestação dos serviços referentes à elaboração desta Avaliação e os honorários devidos pela Contratante ao Santander não estão sujeitos ou de qualquer forma dependem do resultado da Avaliação. A Contratante concordou em indenizar o Santander por determinadas obrigações e responsabilidades que possam advir da contratação dos serviços referentes à prestação de serviços que resultou nesta Avaliação, exceto nos casos de comprovada culpa ou dolo previstos no âmbito do art. 8º § 6º da Lei das S.A.
28. O Santander declara ter recebido da Contratante ou da Companhia a título de remuneração por serviços de consultoria, de avaliação, de assessoria e assemelhados prestados nos últimos 12 (doze) meses, excluído o valor dos honorários pela Avaliação, o montante total de R\$ 1.875 mil (um milhão, oitocentos e setenta e cinco mil reais), referente ao fee de estruturação de uma operação de *Revolving Credit Facility*.
29. O controlador e os administradores da Contratante e/ou da Companhia não direcionaram, limitaram, dificultaram ou praticaram quaisquer atos que tenham ou possam ter comprometido o acesso, a utilização ou o conhecimento de informações, bens, documentos ou metodologias de trabalho relevantes para a qualidade das respectivas conclusões contidas neste trabalho.

1	Sumário Executivo	6
2	Qualificações do Santander	9
3	Escopo da Avaliação	13
4	Avaliação da PT Ex-Brasil	18
	a. Fluxo de Caixa Descontado	20
	b. Múltiplos de Mercado	28
5	Anexos	32

1. Sumário Executivo

Considerações iniciais

- Conforme fato relevante divulgado em 02 de outubro de 2013 (“Fato Relevante”), a Oi S.A. (“Oi” ou “Contratante”) informou aos seus acionistas e ao mercado em geral que, nessa data, Oi, Portugal Telecom SGPS S.A. (“Portugal Telecom”, “PT” ou “Companhia”), AG Telecom Participações S.A. (“AG”), LF Tel S.A. (“LF”), PASA Participações S.A. (“PASA”), EDSP75 Participações S.A. (“EDSP 75”) e Bratel Brasil S.A. (“Bratel Brasil”), e ainda alguns acionistas da Portugal Telecom, celebraram um memorando de entendimentos (“MOU”) com o objetivo de estabelecer as bases e os princípios que regularão as negociações para uma potencial operação envolvendo a Portugal Telecom, a Oi e alguns de seus acionistas controladores para a formação de uma companhia (“CorpCo”).
- Ainda conforme o Fato Relevante, a CorpCo reunirá os acionistas da Oi, da Portugal Telecom e da Telemar Participações S.A. (“TelPart”) e combinará as atividades e negócios desenvolvidos pela Oi no Brasil e pela Portugal Telecom em Portugal, na África e no Timor Leste, no sentido de consolidar a aliança industrial entre a Oi e a Portugal Telecom, iniciada em 2010 e desenvolvida desde aquela data.
- O Santander foi contratado pela Oi para elaborar o Laudo de Avaliação dos ativos operacionais e passivos da Portugal Telecom, pelo critério econômico-financeiro, a serem contribuídos na Oi no âmbito da aliança industrial conforme o Fato Relevante. Uma vez definido o critério econômico-financeiro pela Contratante, coube ao Santander, com base em sua expertise e especialização, definir as metodologias de avaliação que, em sua opinião, reflitam adequadamente o valor dos ativos e passivos contribuídos de acordo com o critério estabelecido pela Contratante.
- O presente Laudo de Avaliação apurou o valor dos (i) ativos operacionais da Portugal Telecom, exceto as participações direta ou indiretamente detidas na Oi e na Contax Participações S.A. e (ii) passivos da PT ((i) e (ii), em conjunto, “Acervo Contribuído” ou “PT Ex-Brasil”), que serão objeto de contribuição à Oi no âmbito da aliança industrial entre Oi e PT, com base nas metodologias:
 - ✓ Valor econômico calculado pela metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD);
 - ✓ Avaliação por Múltiplos de Mercado.

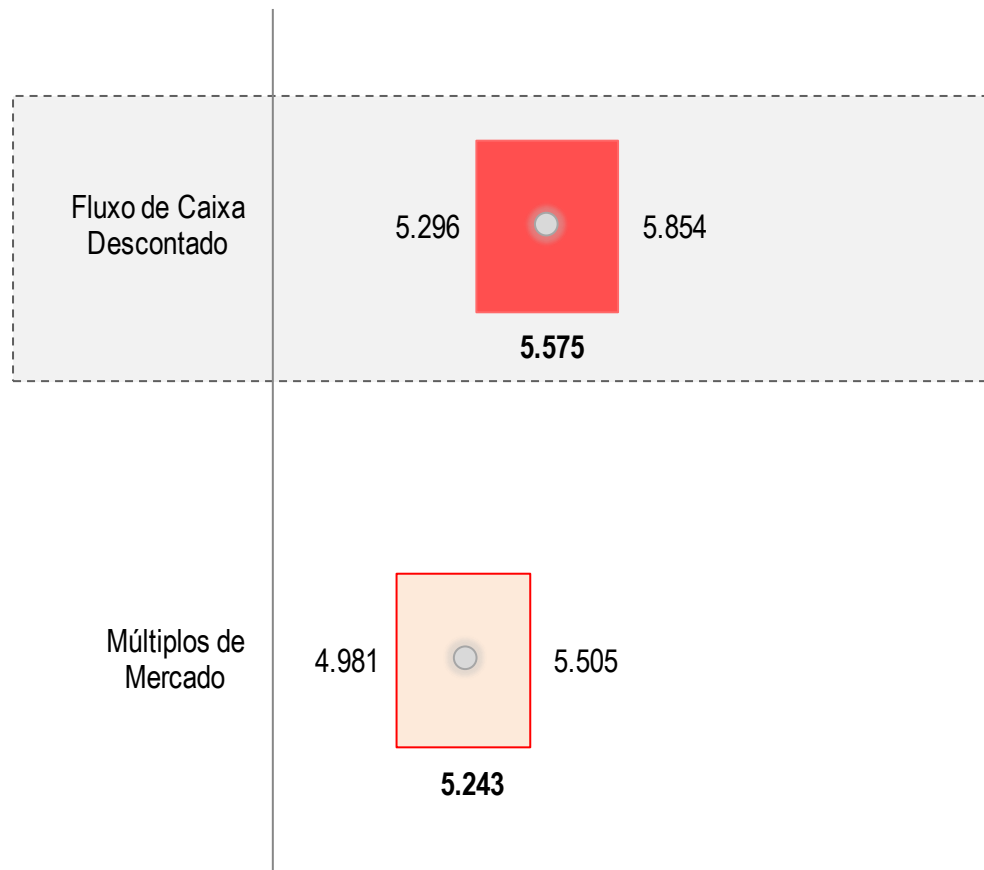
Sumário Executivo

O *Equity Value* da PT Ex-Brasil encontra-se no intervalo entre BRL 5,3 bilhões e BRL 5,9 bilhões, considerando a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado, a mais adequada de acordo com o entendimento do Santander

Metodologias Adotadas

- A elaboração do Laudo de Avaliação baseou-se nas seguintes metodologias e critérios:
 - Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD);
 - Avaliação por Múltiplos de Mercado.
- Entendemos que a metodologia de FCD possibilita a análise dos resultados futuros das operações da Companhia, sendo esta a metodologia mais adequada para determinar o valor econômico do Acervo Contribuído
- O FCD levou em consideração:
 - Plano de Negócios para o período de 2014 a 2018 (5 anos), o qual foi desenvolvido e revisado pela administração e aprovado pelo conselho de administração da Companhia e suas subsidiárias;
 - Informações públicas de mercado, setoriais e de empresas comparáveis;
 - Taxa de desconto em Euro nominal de 9,11%;
 - Taxa de câmbio Real/Euro em 20 de fevereiro de 2014 de 3,2628 ¹.

Resumo da Avaliação (BRL MM)



(1) Taxa média de fechamento para compra e venda de Euros divulgada pelo Bacen (PTAX-800)

2. Qualificações do Santander

Qualificações do Santander

O Santander, através de sua área de Corporate Finance, possui vasta experiência no mercado, tendo atuando como assessor financeiro em diversas transações envolvendo a preparação de Laudos de Avaliação

- O processo de aprovação interna dos laudos e relatórios de avaliação emitidos pelo Santander compreende sua revisão por escritório de advocacia externo com o propósito de auxiliar na revisão, discussão e aprovação por comitê interno, composto por profissionais das áreas de *Corporate Finance, Corporate Banking, Compliance* e Diretoria Jurídica, no qual são discutidas e justificadas as principais premissas e metodologias utilizadas na elaboração das avaliações

Laudos de Avaliação para o setor de TMT elaborados pelo Santander no Brasil

<p>Março 2011</p>  <p>Incorporação das ações da Vivo Participações Telesp</p>  <p>R\$ 33.200.000.000</p> <p>Assessor Financeiro da Telesp</p>	<p>Agosto 2010</p>  <p>Laudo de avaliação para OPA de até a totalidade das ações da Tivit Terceirização de Processos, Serviços e Tecnologia S.A.</p>  <p>US\$ 441.400.000</p> <p>Assessor Financeiro dos Compradores</p>	<p>Janeiro 2010</p>  <p>Emissão de fairness opinion para aquisição da Carso Global Telecom e Telmex International pela America Movil</p>  <p>US\$ 27.387.000.000</p> <p>Assessor Financeiro dos Compradores</p>	<p>Novembro 2007</p>   <p>Oferta Pública de Aquisição de ações preferenciais da Telemar Norte Leste S.A.</p> <p>US\$444.912.005</p> <p>Assessor Financeiro do Comprador</p>	<p>Novembro 2006</p>  <p>Oferta Pública de Aquisição das ações da Embratel Participações S.A.</p> <p>US\$782.832.663</p> <p>Assessor Financeiro do Comprador</p>	<p>Março 2006</p>  <p>Viver sem fronteiras</p> <p>Assessor da TIM Celular S.A. na venda para a TIM Participações S.A.</p> <p>US\$ 7.143.084.379</p> <p>Assessor Financeiro do Vendedor</p>	<p>Maio 2005</p>  <p>Viver sem fronteiras</p> <p>Assessor da TIM Participações S.A. na aquisição de participação minoritária na TIM Sul S.A.</p> <p>R\$ 324.734.263</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Maio 2005</p>  <p>Viver sem fronteiras</p> <p>Assessor da TIM Participações S.A. na aquisição de participação minoritária na TIM Nordeste Telecomunicações S.A.</p> <p>US\$ 302.758.704</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Agosto 2004</p>  <p>Viver sem fronteiras</p> <p>Assessor na fusão entre Tele Celular Sul Participações S.A. e Tele Nordeste Celular Participações S.A.</p> <p>US\$ 408.000.000</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Janeiro 2004</p>  <p>Viver sem fronteiras</p> <p>Assessor na reestruturação da Tele Nordeste Celular Participações S.A. e Telp Celular S.A. por meio de cinco fusões</p> <p>R\$ 742.000.000</p> <p>Assessor Financeiro</p>
--	---	--	--	--	---	--	---	--	---

Laudos de Avaliação para o setor de TMT elaborados pelo Santander na Europa

<p>Junho 2013</p>  <p>Venda de stake de 16% para abertis</p> <p>€ 173.000.000</p> <p>Assessor financeiro do Estado</p>	<p>Junho 2013</p>  <p>Venda de stake de 61% para altice</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor financeiro de Riverside</p>	<p>Fevereiro 2013 - 2007</p>  <p>Valuation da IMPRESA & OTHER GROUP COMPANIES</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor financeiro da Imprensa</p>	<p>Janeiro 2013</p>  <p>Fusão com ZON</p> <p>€ 1.450.000.000</p> <p>Assessor financeiro da Optimus</p>	<p>Fevereiro 2012</p>  <p>Aquisição da ANTENA 3 laSexta</p> <p>€ 269.000.000</p> <p>Fairness Opinion para Antena 3</p>	<p>Janeiro 2010</p>  <p>AMX Oferta de compra de ações</p> <p>US\$ 27.388.000.000</p> <p>Assessor financeiro da Carso Global Telecom</p>	<p>Abril 2010</p>  <p>Aquisição de 100% da Cuatro e 22% da Digital +</p> <p>€ 1.050.000.000</p> <p>Fairness Opinion para Telecom</p>	<p>Abril 2010</p>  <p>Capital Partners Aquisição de 35% da R</p> <p>€ 236.000.000</p> <p>Assessor financeiro da CVC</p>	<p>Novembro 2008</p>  <p>Valuation da TELECOM</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor financeiro da Telecom Italia</p>	<p>Outubro 2008</p>  <p>Valuation da ENDESA SPANISH IT COMPANY</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor financeiro da Endesa</p>	<p>Fevereiro 2008</p>  <p>Valuation da Chilean BPO</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor financeiro da Telefónica</p>
---	---	--	--	--	--	--	---	--	---	---

Outros Laudos de Avaliação recentes elaborados pelo Santander no Brasil

<p>Agosto 2013</p>  <p>Venda de 20% do capital social votante da Companhia Energética Potiguar S.A. para a GPE</p> <p>R\$ 38.000.000</p> <p>Assessor Financeiro da Petróbras</p>	<p>Junho 2013</p>  <p>Venda das ações na Brasil PCH, equivalentes a 49% das ações ordinárias, para a CEMIG</p> <p>R\$ 650.000.000</p> <p>Assessor Financeiro da Petróbras</p>	<p>Fevereiro 2013</p>  <p>Laudo de Avaliação da San Antonio Brasil (SAB) para a Petros no Processo de Incorporação da SAB pela Lupatech</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Dezembro 2012</p> <p>Elaboração de Relatório de Avaliação da invepar para PETROS</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Dezembro 2012</p>  <p>Fairness Opinion para a Braskem no âmbito da venda de 54,2% da Cetrel e 100,0% da UTA para a Foz do Brasil</p> <p>R\$ 652.000.000</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Junho 2012</p>  <p>Laudo de Avaliação para a OPA de cancelamento de registro de companhia aberta e saída do Novo Mercado da CCDI - Camargo Corrêa Desenvolv. Imobiliário SA</p> <p>R\$ 210.372.311</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Junho 2010</p>  <p>Fusão entre Açúcar Guarani e Tereos International</p> <p>R\$ 6.400.000.000</p> <p>Assessor Financeiro da Guarani</p>	<p>Abril 2010</p>  <p>Fusão entre a Dufrey AG e a Dufrey South America Ltd.</p> <p>US\$ 2.695.000.000</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Dezembro 2009</p>  <p>Laudo de Avaliação da Usina Estreito para a Tractebel Energia no Processo de Aquisição de 40,07% da Usina</p> <p>R\$ 1.420.770.622</p> <p>Assessor Financeiro</p>	<p>Dezembro 2009</p>  <p>Fusão entre Bertin e JBS, criando o maior produtor mundial de proteína animal</p> <p>US\$14.645.693.183</p> <p>Assessor Financeiro da Bertin</p>	<p>Novembro 2009</p>  <p>Fusão dos negócios de distribuição e centros de serviços de aço controlados pela Usiminas</p> <p>Confidencial</p> <p>Assessor Financeiro da Usiminas</p>
---	---	--	---	---	---	--	--	--	---	---

Flávio Tavares Valadão
*Managing Director, Head
of Corporate Finance*

- Flávio Valadão integrou o Santander em 2008 como *Head* de *Corporate Finance* para as Américas. O Sr. Valadão entrou no time de *Corporate Finance* do Banco Real em 1998 e em 2006 foi nomeado *Head* de *M&A* para a América Latina. Antes de se juntar ao Banco Real, trabalhou durante 8 anos no Banco Paribas, originando e liderando a assessoria de diversas ofertas públicas, privatizações e projetos de fusões e aquisições na América Latina, principalmente nos setores de Energia & Recursos, Água & Saneamento, Telecomunicações, Transporte & Distribuição de Gás e Serviços Financeiros.
- Bacharel em Engenharia Elétrica pela Escola de Engenharia Mauá e cursou Mestrado em Engenharia Elétrica na Université de Lille na França.

Luis Enrique Devis
*Managing Director,
Corporate Finance*

- Luis Enrique Devis juntou-se ao Santander em 2007 e atualmente é responsável dos setores de Agronegócio, TMT, Saúde e Industriais na equipe de *Corporate Finance*, assim como de *M&A* no Brasil. Sr. Devis tem 18 anos de experiência em fusões e aquisições no Brasil e na América Latina, tendo completado com sucesso mais de 50 transações por um valor aproximado de US\$ 90 bilhões. Antes de trabalhar no Santander, Sr. Devis trabalhou para o ABN AMRO com foco no setor de TMT para a América Latina, baseado em São Paulo, Nova York e Bogotá. Anteriormente, o Sr. Devis trabalhou no Morgan Stanley, Deutsche Morgan Grenfell e Corfivalle na Colômbia.
- O Sr. Devis é formado em Engenharia Industrial na Universidad de los Andes e trabalhou como professor de finanças corporativas e história de Roma na Universidad de los Andes e no Colégio de Estudios Superiores de Administración – CESA. É fluente em Inglês, Português, Francês e Espanhol (nativo)

Bruno Lima
*VP,
Corporate Finance*

- Bruno Lima entrou no time de *Corporate Finance* do Santander no final de 2009 com foco em *M&A* e desde 2012, passou a atuar também em atividades de originação e execução de operações de Equity Capital Markets (IPO's e Follow-ons). Anteriormente, Bruno trabalhou por três anos no BES Investimento como analista na área de *Corporate Finance* (*M&A*). Antes disso também atuou como estagiário na equipe de Latam Risk Analysis Unit do Citigroup.
- Graduiu-se em Administração de Empresas pela Fundação Getulio Vargas.

Gustavo Duarte
*Associate,
Corporate Finance*

- Gustavo Duarte juntou-se ao time de *Corporate Finance* do Banco Santander no Brasil em 2013. Anteriormente, Gustavo trabalhou como *associate* na Integra Associados Reestruturação Empresarial e como analista na equipe de Desenvolvimento Corporativo do Banco Santander no Brasil.
- Graduiu-se em Administração de Empresas pela Fundação Getulio Vargas.

Rodrigo Teixeira
*Executive Director,
Corporate Finance*

- Rodrigo Teixeira é Executive Director no time de M&A TMT em Madri, onde trabalha há 6 anos. A última transação assessorada por Rodrigo foi à Telefónica pela venda de 40% de suas operações na América Central; também esteve envolvido no IPO da O2 Germany, venda de torres de telecom da Movistar para a Abertis, incorporação da Teles e Vivo no Brasil, e Carso Global na tender offer da AMX. Anteriormente, Rodrigo trabalhou por 5 anos como Associate na Mercer Management Consulting, assessorando diversos clientes, em sua maioria no setor de TMT, mas também da Indústria, FIG e FMCG. Rodrigo trabalhou no Brasil por 6 meses num projeto para uma metalúrgica em Minas Gerais. Enquanto estava na Mercer, Rodrigo trabalhou em Portugal, na Espanha, França, no Reino Unido e no Brasil
- Rodrigo possui graduação em Economia pela Universidade Nova de Lisboa e possui um International MBA pelo Instituto de Empresa Business School. Ele é membro da Beta Gamma Sigma Honour Society. Possui proficiência em Português, Espanhol e Inglês, e conhecimentos básicos em Francês

Renato Alves
*VP,
Corporate Finance*

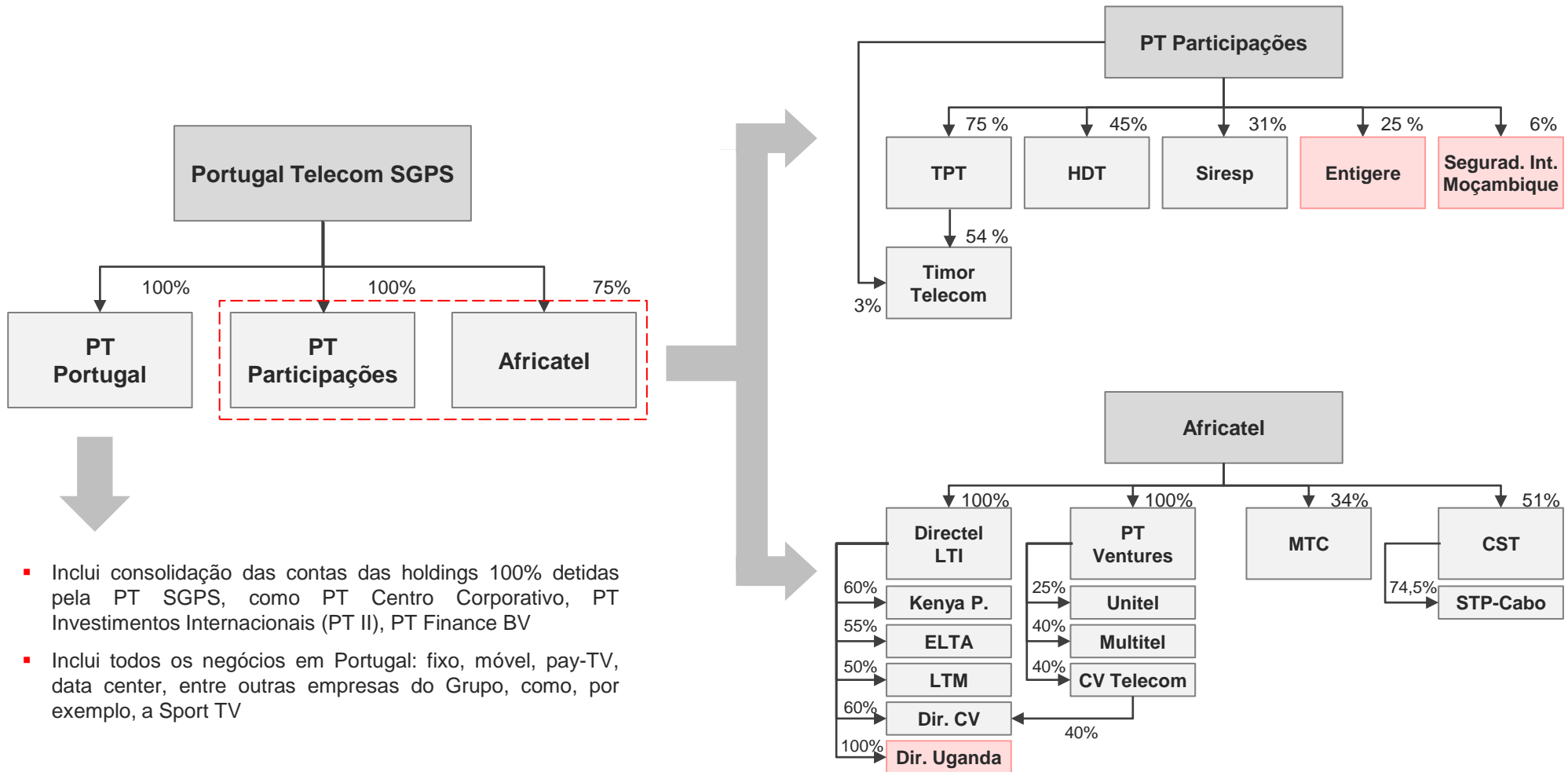
- Parte do time espanhol do Santander Global Banking & Markets desde julho 2007, Renato é atualmente VP da equipe de TMT. Renato tem mais de 12 anos de experiência em Investment Banking, tendo trabalhado previamente por 5 anos para a Caixa Geral de Depósitos' investment bank. Renato trabalhou em mandatos envolvendo clientes como Bain Capital, Schneider Electric, Telefónica, PT, RCS MediaGroup, Telecinco, Vocento, Impresa e Cofina, dentre outros, em M&A, ECM e outros mandatos de assessoria financeira
- Sr. Alves possui graduação em Economia pela Universidade Nova de Lisboa e também possui certificação do Chartered Financial Analyst (CFA)

3. Escopo da Avaliação

Escopo da Avaliação

O escopo de Avaliação deste Laudo engloba os ativos e passivos da Portugal Telecom a serem contribuídos na Oi (Acervo Contribuído / PT Ex-Brasil)

Estrutura da PT Ex-Brasil



- Inclui consolidação das contas das holdings 100% detidas pela PT SGPS, como PT Centro Corporativo, PT Investimentos Internacionais (PT II), PT Finance BV
- Inclui todos os negócios em Portugal: fixo, móvel, pay-TV, data center, entre outras empresas do Grupo, como, por exemplo, a Sport TV

Escopo da Avaliação (cont.)

Visão geral das empresas incluídas no Plano de Negócios e avaliada via Fluxo de Caixa Descontado

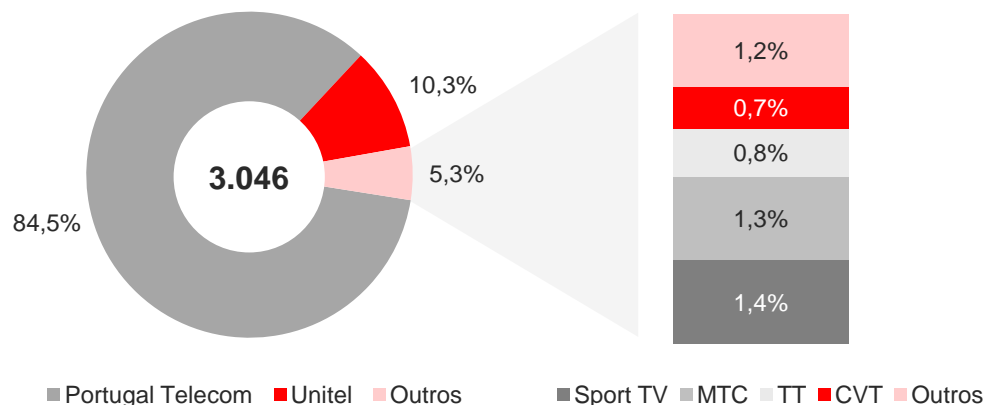
Empresa	País	Participação (%)	Atividades	Faturamento 2013 ¹ (EUR MM)	EBITDA 2013 ¹ (EUR MM)
PT Portugal				2.612	1.040
Portugal Telecom	Portugal	100,00%	Fixo e Móvel	2.571	1.033
Sport TV	Portugal	25,00%	Canal de TV	41	7
PT Participações				38	18
TT - Timor Telecom	Timor Leste	44,17%	Fixo e Móvel	23	11
HDT - Hungaro Digitel	Hungria	44,62%	Comunicação por Satélite	3	1
Siresp	Portugal	30,55%	Operador de Rede	12	6
Africatel				394	212
Unitel	Angola	18,75%	Móvel	312	176
Multitel	Angola	30,00%	Serviços de Comunicação	5	2
ELTA - Empresa Lista Telefónicas Angola	Angola	41,25%	Lista Telefónica	3	1
CVT - Cabo Verde Telecom	Cabo Verde	30,00%	Fixo e Móvel	21	10
DCV - Directel Cabo Verde	Cabo Verde	57,00%	Lista Telefónica	2	0
MTC - Mobile Telecommunications Limited	Namíbia	25,50%	Móvel	41	20
CST - Companhia Santomense de Telecomunicações	São Tomé e Príncipe	38,25%	Fixo e Móvel	5	1
KPD - Kenya Postel Directories	Quênia	45,00%	Lista Telefónica	3	0
LTM - Listas Telefónicas de Moçambique	Moçambique	37,50%	Lista Telefónica	3	1

(1) Consolidado proporcional pró-forma
Fonte: fornecido pela Oi e elaborado pela PT

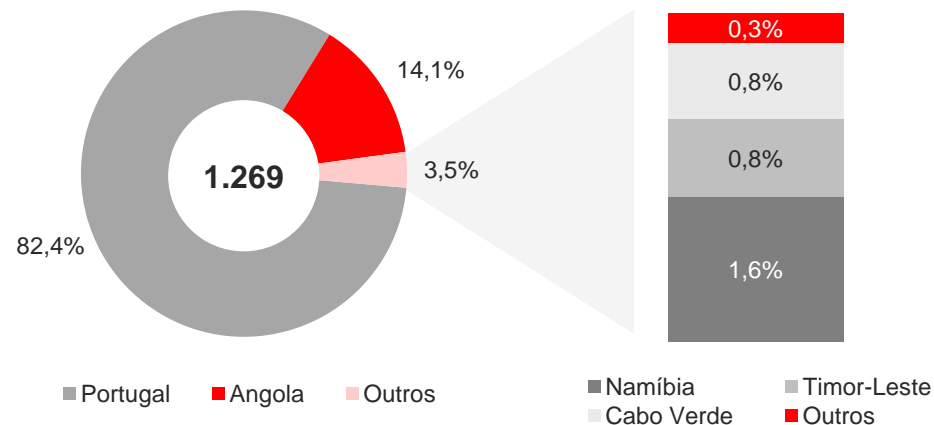
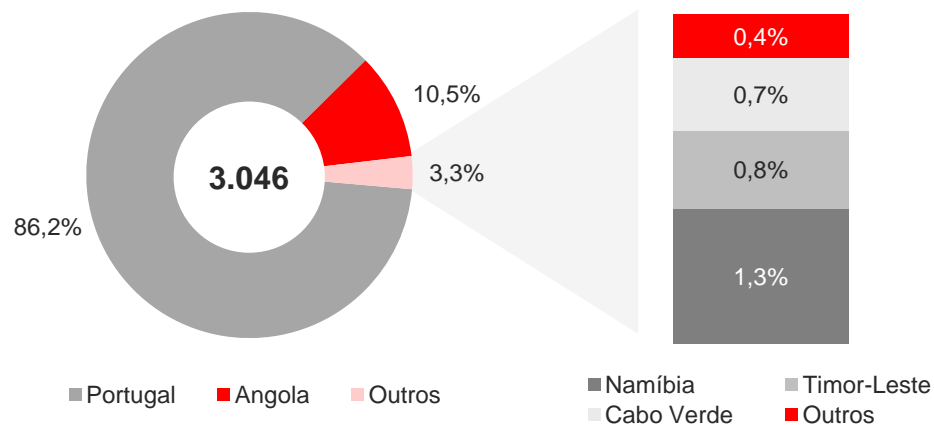
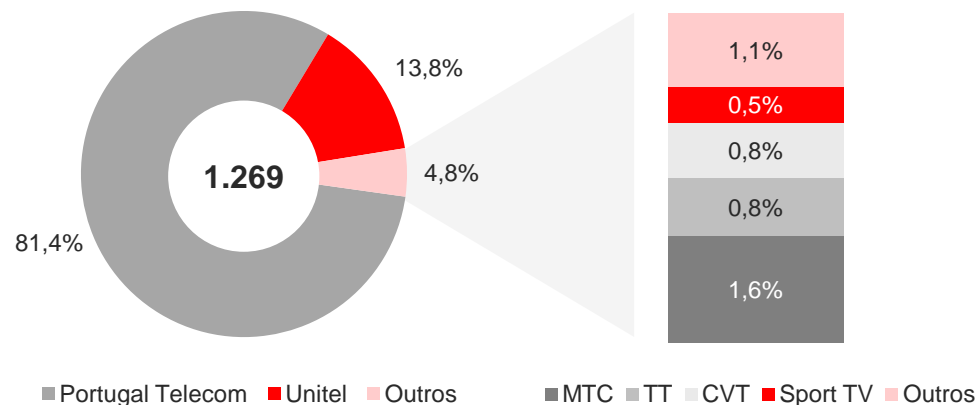
Destaques Financeiros das Empresas Avaliadas

Os ativos de Portugal e Angola representam aproximadamente 97% do faturamento e do EBITDA consolidado proporcional pró-forma

Faturamento 2013 – Consolidado Pró-forma (EUR MM)



EBITDA 2013 – Consolidado Pró-forma (EUR MM)



Fonte: fornecido pela Oi e elaborado pela PT

Demonstrações Financeiras da PT Ex-Brasil

Demonstração de Resultados Gerencial – Consolidado Proporcional Pró-Forma

EUR MM	2012	2013
Receita Operacional	3.188	3.046
Europa	2.771	2.627
Residencial	701	712
Pessoal	612	561
Corporate & PME	869	759
Wholesale & Outros	405	397
Vendas	114	123
Outros	71	74
África e Timor Leste	415	417
Móvel	365	366
Fixo	13	13
Outros	37	38
Custos/Despesas Operacionais	(1.797)	(1.776)
Pessoal	(301)	(294)
Custos diretos	(489)	(487)
Custos comerciais	(359)	(371)
Serviços de suporte	(203)	(209)
Manutenção	(118)	(112)
Fornecedores e serviços externos	(228)	(210)
Impostos e provisões	(13)	(12)
Outros custos operacionais	(86)	(81)
EBITDA	1.391	1.269
<i>Margem EBITDA</i>	<i>43,6%</i>	<i>41,7%</i>

4. Avaliação da PT Ex-Brasil

Descrição das Metodologias de Avaliação utilizadas no Laudo

Metodologia	Descrição e Informações Utilizadas	Considerações
Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	<ul style="list-style-type: none">▪ Análise fundamentalista com base em projeções econômico-financeiras de longo prazo da Companhia▪ Análise suportada por plano de negócios de longo prazo elaborado pela Companhia e aprovado pelo Conselho de Administração	<ul style="list-style-type: none">▪ Reflete as melhores estimativas da administração da Companhia quanto ao desempenho financeiro futuro esperado para o Acervo Contribuído▪ Captura as perspectivas de crescimento de longo prazo▪ Identifica os principais fatores de criação de valor e permite avaliar a sensibilidade do valor a cada um desses fatores▪ Projeções podem ser afetadas por considerações subjetivas
Avaliação por Múltiplos de Mercado	<ul style="list-style-type: none">▪ Avaliação com base nos múltiplos implícitos de empresas comparáveis listadas em bolsa▪ Preços de mercado refletem as expectativas dos investidores a respeito da performance futura da indústria▪ Múltiplos aplicados sobre resultados históricos e/ou projetados da Companhia	<ul style="list-style-type: none">▪ Metodologia mais simples e amplamente utilizada▪ Assume que a companhia a ser avaliada apresenta perspectivas de crescimento, eficiência operacional, custo de capital etc. semelhantes aos das companhias comparáveis▪ Dificuldade de obtenção de companhias realmente comparáveis

Santander favoreceu a metodologia de fluxo de caixa descontado por acreditar que esta é a que melhor captura o desempenho futuro da PT Ex-Brasil, em linha com as melhores estimativas da administração da Companhia

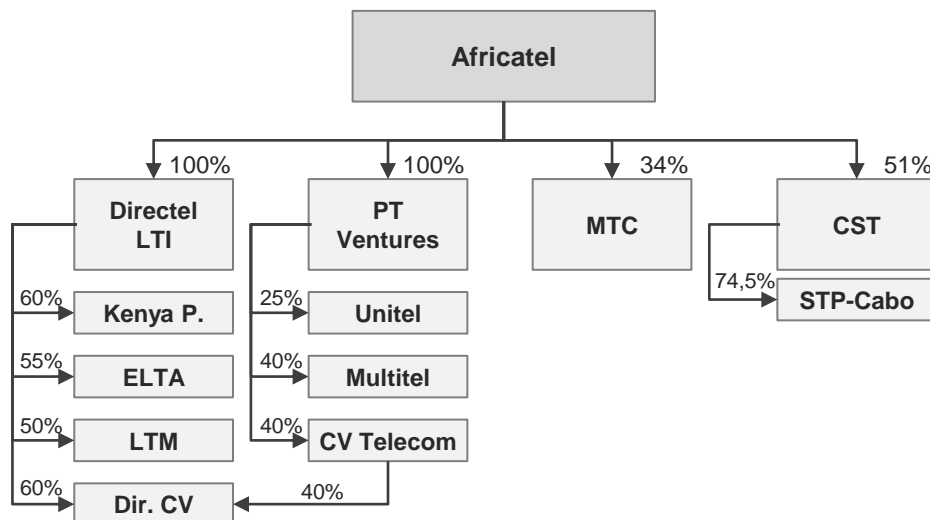
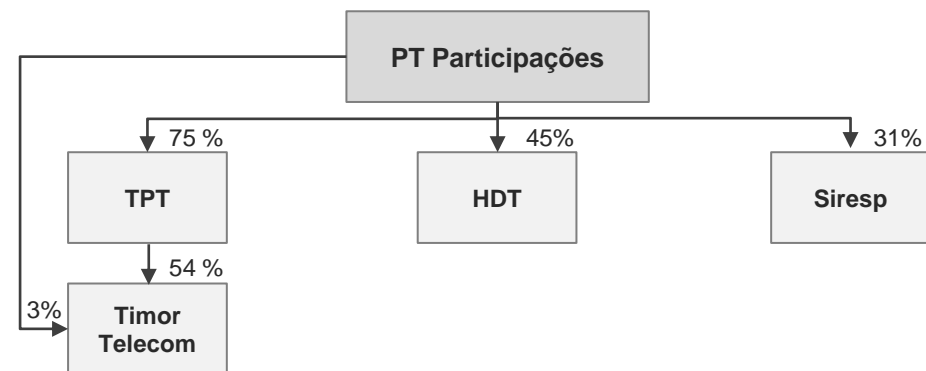
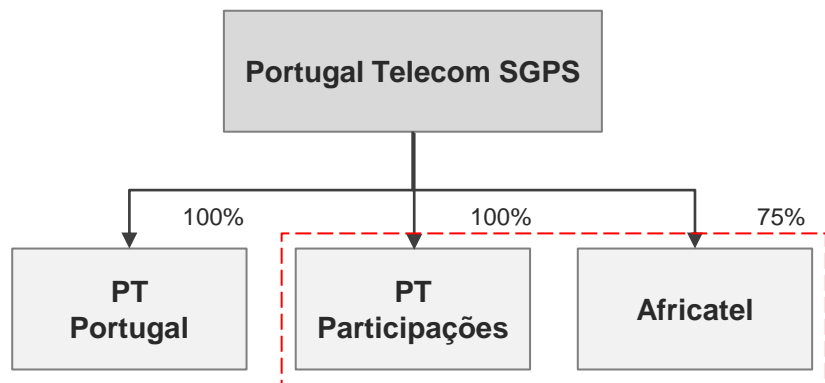
4. Avaliação da PT Ex-Brasil

Fluxo de Caixa Descontado

Ativos Avaliados por Fluxo de Caixa Descontado

Para a análise de FCD, o Santander utilizou projeções econômico-financeiras para cada uma das operações do Acervo Contribuído, proporcionalmente às participações detidas pela Companhia

Operações da PT Ex-Brasil Avaliadas por FCD



Empresa	País	Part. (%)
PT Portugal		
Portugal Telecom	Portugal	100,00%
Sport TV	Portugal	25,00%
PT Participações		
TT - Timor Telecom	Timor Leste	44,17%
HDT - Hungaro Digitel	Hungria	44,62%
Siresp	Portugal	30,55%
Africatel		
Unitel	Angola	18,75%
Multitel	Angola	30,00%
ELTA - Empresa Lista Telefónicas Angola	Angola	41,25%
CVT - Cabo Verde Telecom	Cabo Verde	30,00%
DCV - Directel Cabo Verde	Cabo Verde	57,00%
MTC - Mobile Telecommunications Limited	Namíbia	25,50%
CST - Companhia Santomense de Telecomunicações	São Tomé e Príncipe	38,25%
KPD - Kenya Postel Directories	Quênia	45,00%
LTM - Listas Telefónicas de Moçambique	Moçambique	37,50%

Fonte: fornecido pela Oi e elaborado pela PT

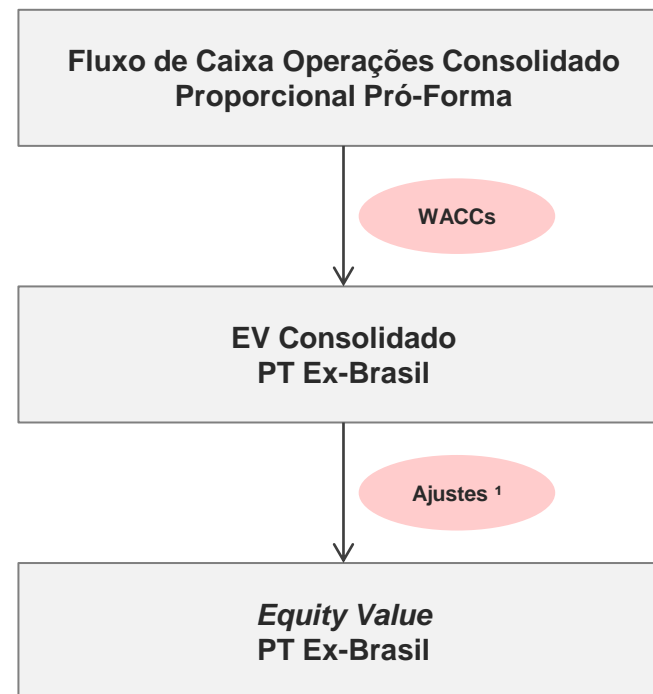
Visão geral dos critérios adotados na avaliação

Descrição

- A metodologia do FCD consiste em calcular o valor de uma empresa como o valor presente dos seus respectivos fluxos de caixa livres futuros, descontados por uma taxa que representa seu custo médio ponderado de capital
- Para a análise de FCD, o Santander utilizou projeções econômico-financeiras para cada uma das operações da PT Ex-Brasil:
 - Os fluxos de caixa livre para a firma foram obtidos a partir do plano de negócios (“Plano de Negócios”) elaborado pela Companhia e fornecido pela Contratante para o período de 2014 a 2018
 - O Plano de Negócios baseia-se na consolidação proporcional dos fluxos anuais projetados para cada uma das principais unidades de negócio, conforme tabela apresentada na página anterior
 - As premissas adotadas no Plano de Negócios da Companhia foram discutidas com seus executivos
- Para o cálculo do ponto médio da avaliação, calculou-se uma taxa de desconto (custo médio ponderado de capital – “WACC”) específica para o país de cada unidade de negócio, em Euros nominais, tomando como base parâmetros de mercado e derivados de empresas comparáveis à Companhia
- Os fluxos de caixa foram descontados à data-base de 31 de dezembro de 2013

Fluxos de Caixa Avaliados

- Para a avaliação do FCD agrupou-se as projeções fornecidas no Plano de Negócios da Companhia
- Cada ativo foi avaliado proporcionalmente às participações detidas pela Companhia, levando em consideração taxas de desconto específicas



(1) Ajustes entre *Enterprise Value* e *Equity Value*, conforme descritos na página 27

Taxa de Desconto - WACC

WACC em Euros nominal, calculado para cada país onde a PT Ex-Brasil possui unidades operacionais

	EUROPA		AFRICA & TIMOR LESTE								
	Portugal	Hungria	Angola	Namibia	Cabo Verde	Timor Leste	São Tomé e Príncipe	Quênia	Moçambique		
Custo de Capital Próprio (Ke)											
Taxa livre de risco	[%]	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	- Retorno médio (últimos 24 meses) do <i>bond</i> 10 anos da Alemanha
Prêmio de risco de mercado	[%]	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	- spread entre o retorno do S&P-500 e o retorno dos títulos de longo prazo do governo americano (1926 e 2012)
Beta Desalavancado	[unit]	0,61	0,61	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	- Média dos Betas desalavancados de empresas comparáveis
Alavancagem (D/E)	[%]	52,5%	52,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	- Alavancagem média de empresas comparáveis
Alavancagem (D/D+E)	[%]	34,4%	34,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Imposto	[%]	26,7%	11,9%	35,0%	33,0%	25,0%	10,0%	25,0%	30,0%	32,0%	- Alíquota de imposto de renda local para pessoa jurídica
Beta Alavancado	[%]	0,84	0,89	1,02	1,02	1,02	1,03	1,02	1,02	1,02	
Prêmio de risco país	[%]	3,6%	3,8%	5,4%	3,3%	8,3%	11,3%	5,4%	6,8%	6,8%	- Spread médio com base no Rating dos títulos soberanos e ajustado pela volatilidade de equity markets em países emergentes
Ke	[%]	10,8%	11,3%	13,8%	11,7%	16,7%	19,7%	13,8%	15,2%	15,2%	
Custo de Dívida (Kd)											
EuroSwap 10 anos	[%]	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	- Retorno médio (últimos 24 meses) do EuroSwap de 10 anos
Spread - Portugal Telecom	[%]	2,5%	2,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	- Spread estimado para títulos de longo prazo emitidos pela PT na Europa e pelas subsidiárias na África
Custo de dívida bruto	[%]	4,4%	4,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	
Imposto	[%]	26,7%	11,9%	35,0%	33,0%	25,0%	10,0%	25,0%	30,0%	32,0%	- Alíquota de imposto de renda local para pessoa jurídica
Kd	[%]	3,2%	3,9%	5,5%	5,6%	6,3%	7,6%	6,3%	5,9%	5,7%	
Estrutura de Capital											
Alavancagem (D/E)	[%]	52,5%	52,5%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	- Alavancagem média de empresas comparáveis
E / (D+E)	[%]	65,6%	65,6%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	
D / (D+E)	[%]	34,4%	34,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
WACC	[%]	8,2%	8,7%	13,4%	11,4%	16,2%	19,1%	13,5%	14,7%	14,7%	
Representatividade EBITDA 13	[%]	82,4%	0,1%	14,1%	1,6%	0,8%	0,8%	0,1%	0,0%	0,1%	
Representatividade OCF 13 ¹	[%]	80,4%	0,1%	16,0%	1,7%	0,9%	0,6%	0,0%	0,1%	0,2%	

(1) OCF = EBITDA (-) Capex
 Fonte: Santander, Bloomberg, Ibbotson 2013, Damodaran, Aswath

Principais Premissas Adotadas na Avaliação FCD

Premissas macroeconômicas

Premissas Macro

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Perp.
Inflação							
Europa	1,5%	1,5%	1,4%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Portugal	0,7%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EUA	1,4%	1,5%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Angola	9,2%	8,5%	7,7%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Namíbia	6,4%	6,3%	5,9%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Cabo Verde	3,3%	2,7%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Timor-Leste	10,6%	9,5%	8,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
São Tomé e Príncipe	8,6%	7,5%	5,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Hungria	2,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Quênia	5,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Moçambique	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Taxa de Conversão para EUR							
EUR	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
USD	1,33	1,33	1,33	1,34	1,35	1,35	1,36
NAD	12,82	13,42	14,02	14,59	15,18	15,80	16,45
CVE	110,27	110,27	110,27	110,27	110,27	110,27	110,27
KES	114,42	118,40	122,57	126,78	131,14	135,65	140,32
MZN	40,04	41,68	43,40	45,15	46,96	48,86	50,82
HUF	296,84	301,32	305,99	310,48	315,03	319,66	324,35
STD	24.500,00	24.500,00	24.500,00	24.500,00	24.500,00	24.500,00	24.500,00
Imposto							
Portugal	25,0%	29,5%	27,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%
Angola	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Namíbia	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Cabo Verde	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Timor-Leste	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
São Tomé e Príncipe	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Hungria	10,0%	10,0%	10,0%	11,9%	11,9%	11,9%	12,1%
Quênia	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Moçambique	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%

Principais Premissas Adotadas na Avaliação FCD (cont.)

Premissas operacionais

Premissas Operacionais																	
Unidade	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR 13-18	Unidade	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR 13-18
PT Portugal									CVT (Cabo Verde)								
Cientes ('000)									Fixo								
Residencial	3.841	3.893	3.894	3.804	3.744	3.770	3.795	-0,5%	Assinantes ('000)	72,3	68,2	65,0	64,0	64,6	65,3	65,9	-0,7%
Pessoal	5.978	6.173	6.238	6.237	6.353	6.405	6.426	0,8%	ARPU/mês médio (CVE)	4.320	4.278	4.428	4.582	4.708	4.804	4.861	2,6%
Corporate & SME	2.532	2.555	2.615	2.663	2.676	2.691	2.714	1,2%	Móvel								
ARPU/mês médio (EUR)									Assinantes ('000)								
Residencial	31,6	31,8	32,0	32,6	33,2	33,6	33,7	1,2%	ARPU/mês médio (CVE)	920	861	794	753	728	715	711	-3,8%
Pessoal	8,7	7,6	7,2	7,1	6,9	6,8	6,9	-1,9%	DCV (Cabo Verde)								
Corporate & SME	28,6	24,7	22,0	20,6	19,7	19,2	18,7	-5,4%	Anunciantes	2.210	2.301	2.547	2.735	2.814	2.859	2.886	4,6%
HDT (Hungria)									ARPA/ano médio (CVE)								
Cientes ('000)	4.117,5	4.086,5	3.942,5	3.795,7	3.757,3	3.766,7	3.795,0	-1,5%	2.210	2.301	2.547	2.735	2.814	2.859	2.886	2.886	4,6%
ARPU/mês médio (HUF)	82,0	135,8	145,0	146,2	150,3	155,2	161,1	3,5%	MTC (Namíbia)								
Unitel (Angola)									Móvel								
Móvel									Assinantes ('000)								
Assinantes ('000)	8.217	9.442	10.316	11.064	12.001	13.233	14.529	9,0%	ARPU/mês médio (NAD)	73,9	74,7	76,3	77,9	79,2	80,3	81,0	1,6%
ARPU/mês médio (USD)	19,8	18,4	17,9	17,7	17,7	17,5	17,2	-1,3%	CST (São Tomé e Príncipe)								
Multitel (Angola)									Fixo								
Cientes ('000)	1.158,0	1.456,0	1.734,0	1.955,1	2.144,1	2.310,4	2.435,4	10,8%	Assinantes ('000)	8,0	7,5	6,4	6,0	6,1	6,2	6,3	-3,5%
ARPU/mês médio (USD)	1.424,6	1.367,2	1.337,5	1.346,2	1.384,2	1.388,3	1.414,1	0,7%	ARPU/mês médio (STD)	760.765	749.969	780.085	745.204	733.655	739.536	753.928	0,1%
ELTA (Angola)									Móvel								
Anunciantes	3.392	3.446	3.628	3.792	3.900	3.976	4.024	3,1%	Assinantes ('000)	118,6	124,8	128,1	129,5	131,9	135,9	140,9	2,4%
ARPA/ano médio (USD)	3.149	3.100	3.099	3.086	3.072	3.054	3.045	-0,4%	ARPU/mês médio (STD)	148.974,1	149.429,4	138.802,5	130.390,4	123.097,2	116.676,4	110.584,2	-5,8%
KPD (Quênia)									TT (Timor Leste)								
Fixo									Fixo								
Anunciantes	6.158	5.135	4.975	5.028	5.095	5.164	5.223	0,3%	Assinantes ('000)	3,1	3,5	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	3,3%
ARPA/ano médio (KES)	126.707	127.270	118.429	113.289	109.593	107.693	106.683	-3,5%	ARPU/mês médio (USD)	148	163	160	173	193	206	219	6,1%
LTM (Moçambique)									Móvel								
Anunciantes	5.972	6.055	6.313	6.650	6.897	7.068	7.166	3,4%	Assinantes ('000)	615,6	627,2	625,4	630,3	648,7	680,4	715,8	2,7%
ARPA/ano médio (MZN)	51.883	50.911	50.501	49.931	49.170	48.193	47.053	-1,6%	ARPU/mês médio (USD)	9,3	8,2	7,3	7,1	6,8	6,6	6,3	-5,0%

Fluxo de Caixa Descontado PT Ex-Brasil

Com base na metodologia de FCD o *Enterprise Value* da PT Ex-Brasil foi avaliado em EUR 8,4 bilhões

PT Ex-Brasil								
EUR milhões	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Perp.
Receita Líquida	3.186,1	3.045,6	2.923,5	2.898,0	2.921,8	2.958,6	3.001,4	3.046,7
Opex	(1.795,5)	(1.775,9)	(1.721,8)	(1.667,8)	(1.645,4)	(1.655,8)	(1.672,8)	(1.698,0)
EBITDA	1.390,7	1.269,7	1.201,7	1.230,2	1.276,3	1.302,7	1.328,7	1.348,7
Depreciação	(756,1)	(712,8)	(676,5)	(634,5)	(575,8)	(520,1)	(475,3)	(482,5)
EBIT	634,5	556,9	525,2	595,7	700,5	782,7	853,4	866,2
(-) Impostos			(162,5)	(175,8)	(194,5)	(216,5)	(235,5)	(239,0)
(+) Depreciação			676,5	634,5	575,8	520,1	475,3	482,5
(-) Capex			(460,5)	(386,5)	(378,3)	(371,4)	(368,2)	(482,5)
(-) Variação Capital de Giro			34,0	13,6	9,8	9,8	11,4	-
(+) Itens que Não Afetam Caixa			0,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
FCFF			613,4	683,0	714,8	726,1	737,8	628,7
Fator de Desconto			1,04	1,14	1,24	1,36	1,48	1,48
VP FCFF			587,2	599,3	574,8	535,1	498,3	5.584,2

WACC Implícito	9,11%	
Crescimento na Perpetuidade	1,51%	
Valor Presente Fluxo Projetado	2.794,7	33,4%
Valor Presente Perpetuidade	5.584,2	66,6%
EV Consolidado Proporcional	8.378,9	100,0%

Análise Múltiplo Implícito	2013	2014
EV/ EBITDA	6,6X	7,0X

- O fluxo de caixa apresentado acima é a consolidação proporcional dos fluxos de caixa de cada uma das operações, convertidos para Euro
- O Enterprise Value da PT Ex-Brasil foi calculado a partir do valor presente dos fluxos individuais de cada uma das operações (soma das partes). Com base nesse valor e no fluxo de caixa consolidado, chegou-se ao WACC implícito para a PT Ex-Brasil.
- A Perpetuidade considera a premissa de que, no longo prazo, o WACC é igual ao ROIC e, portanto, a taxa de crescimento não gera valor. Neste sentido, considerou-se a manutenção do capital investido (Depreciação = Investimentos em CAPEX e Capital de Giro) e fluxos de caixa constantes em termos reais (g = inflação)
- Levando em consideração as disputas entre acionistas na Unitel que têm causado atrasos constantes no pagamento de dividendos à PT, considerou-se um atraso de 18 meses para os fluxos de caixa gerados pela Unitel. Este ajuste acaba por impactar o WACC implícito da PT Ex-Brasil.

Equity Value PT Ex-Brasil

Realizando todos os ajustes necessários de dívida líquida, complementos de pensões e cuidado de saúde, companhias não consideradas no FCD e demais contingências, o *Equity Value* da PT Ex-Brasil foi avaliado em BRL 5,3~5,9 bilhões

Sumário da Avaliação PT Ex Brasil	
EV Consolidado Proporcional	8.378,9
(-) Dívida Líquida Proporcional Ajustada por Participações Minoritárias	(6.097,1)
(-) Obrigações com benefícios de reforma pós impostos	(774,9)
(+) Companhias não consolidadas e avaliadas à valor contábil	21,4
(-) Demais Ajustes	180,5
Equity Value (EUR MM)	1.708,7
FX BRL/EUR (20/02/2014) ⁴	3,2628
Equity Value (BRL MM)	5.575,1

- 1 Dívida líquida pró-forma da PT Ex-Brasil em 31/12/2013 ¹
- 2 Valor presente dos complementos de pensões e planos de saúde ²
- 3 Companhias não consideradas no FCD e avaliadas a valor contábil ²
- 4 Demais ajustes ³

Intervalo de Valores Avaliação	Limite Inferior (-5%)	Central	Limite Superior (+5%)
Equity Value (EUR MM)	1.623,3	1.708,7	1.794,1
Equity Value (BRL MM)	5.296,4	5.575,1	5.853,9

Com base no Plano de Negócios da Companhia, o Santander avaliou o *Equity Value* da PT Ex-Brasil entre BRL 5,3 bilhões e BRL 5,9 bilhões utilizando a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado

(1) Dívida líquida pró-forma informada pela Companhia

(2) Detalhes em anexo

(3) Compensação pelo término antecipado de concessão fixa, dividendos a serem pagos pela Unitel à PT (anteriores à 2013) e valor a ser pago pela aquisição de 25% da Sport TV (em aprovação)

(4) Taxa média de fechamento para compra e venda de Euros divulgada pelo Bacen (PTAX-800)

4. Avaliação da PT Ex-Brasil

Múltiplos de Mercado

Avaliação por Múltiplos de Mercado: Europa

Benchmarking indicadores financeiros chave e múltiplos dos comparáveis selecionados

Empresa	País	Mkt Cap (EUR MM)	Crescimento de Vendas			Margem EBITDA			Capex / Vendas		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
KPN Ajustado	Holanda	11.397	(4,7%)	(32,0%)	(4,2%)	36,5%	34,1%	33,4%	14,3%	15,5%	17,1%
British Telecom ¹	Reino Unido	37.326	(5,5%)	0,1%	(0,1%)	32,6%	33,2%	34,3%	13,6%	13,1%	13,5%
Belgacom	Bélgica	7.185	0,8%	(1,2%)	(1,0%)	27,8%	26,8%	26,0%	12,0%	14,0%	13,0%
Telekom Austria	Áustria	3.012	(2,8%)	(3,0%)	(1,8%)	33,6%	30,8%	31,1%	16,8%	16,7%	16,7%
Elisa	Finlândia	3.310	1,5%	0,1%	1,0%	32,2%	32,4%	33,3%	12,2%	14,2%	12,9%
TDC	Dinamarca	5.582	(0,7%)	(5,1%)	(2,9%)	39,9%	40,1%	40,5%	9,8%	14,4%	15,3%
OTE	Grécia	5.835	(7,1%)	(14,3%)	(4,3%)	33,1%	32,7%	36,3%	11,8%	14,0%	13,6%
Swisscom	Suíça	21.305	(0,7%)	0,6%	0,2%	36,9%	37,4%	37,6%	22,5%	20,9%	20,6%
Telecom Italia	Itália	15.290	(1,5%)	(10,5%)	(11,3%)	39,5%	39,4%	40,1%	10,8%	18,1%	18,3%
Média			(2,3%)	(7,3%)	(2,7%)	34,7%	34,1%	34,7%	13,8%	15,7%	15,6%

Empresa	País	EV (EUR MM)	EV / Vendas			EV / EBITDA			EV / OCF ²		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
KPN Ajustado	Holanda	12.743	1,0X	1,5X	1,6X	2,8X	4,4X	4,7X	4,6X	8,1X	9,6X
British Telecom ¹	Reino Unido	46.811	2,1X	2,1X	2,1X	6,5X	6,4X	6,2X	11,2X	10,6X	10,2X
Belgacom	Bélgica	9.177	1,4X	1,4X	1,5X	5,1X	5,4X	5,6X	9,1X	11,3X	11,3X
Telekom Austria	Áustria	6.343	1,5X	1,5X	1,5X	4,4X	4,9X	5,0X	8,7X	10,7X	10,7X
Elisa	Finlândia	4.260	2,7X	2,7X	2,7X	8,5X	8,5X	8,1X	13,7X	15,1X	13,3X
TDC	Dinamarca	8.573	2,4X	2,6X	2,7X	6,1X	6,4X	6,6X	8,2X	10,0X	10,5X
OTE	Grécia	7.889	1,7X	2,0X	2,1X	5,1X	6,0X	5,7X	7,9X	10,5X	9,0X
Swisscom	Suíça	27.814	3,0X	3,0X	3,0X	8,1X	7,9X	7,9X	20,7X	18,0X	17,4X
Telecom Italia	Itália	49.222	1,7X	1,9X	2,1X	4,2X	4,7X	5,2X	5,8X	8,7X	9,6X
Média			2,0X	2,1X	2,1X	5,7X	6,1X	6,1X	10,0X	11,5X	11,3X
Média Principais Comparáveis ³			2,4X	2,5X	2,5X	7,1X	7,1X	7,0X	11,0X	11,9X	11,4X

(1) Valor do ano "n", corresponde ao valor de "n+1", uma vez que o ano fiscal termina em Março





(2) OCF = EBITDA (-) Capex





(3) Principais comparáveis engloba o grupo de companhias com mais de 80% das vendas e EBITDA oriundas de operações domésticas, não possuem acionista controlador definido (mais de 25% de participação) e exclui companhias influenciadas por atividades de fusões e aquisições e/ou reestruturações societárias

Fonte: Bloomberg em 10/02/2014. Seleção de comparáveis: Empresas de telecom na Europa fixos ou móveis, excluindo empresas com mais de 50% do EBITDA fora do país de origem

Avaliação por Múltiplos de Mercado: África e Timor Leste

Benchmarking indicadores financeiros chave e múltiplos dos comparáveis selecionados

Empresa	País	Mkt Cap (EUR MM)	Crescimento de Vendas			Margem EBITDA			Capex / Vendas		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
MTN	 África do Sul	24.338	10,9%	0,8%	10,1%	42,6%	43,0%	43,3%	16,7%	19,3%	16,3%
Vodacom ¹	 África do Sul	11.637	4,5%	8,6%	6,8%	36,4%	36,9%	37,2%	11,1%	12,7%	13,9%
Maroc Telecom	 Marrocos	7.592	(3,2%)	(3,5%)	0,2%	53,2%	57,1%	57,0%	17,1%	18,3%	17,7%
Safaricom ¹	 Quênia	4.030	16,2%	15,3%	12,1%	38,6%	41,5%	41,5%	20,0%	18,8%	17,3%
Média			7,1%	5,3%	7,3%	42,7%	44,6%	44,7%	16,2%	17,3%	16,3%

Empresa	País	EV (EUR MM)	EV / Vendas			EV / EBITDA			EV / OCF ²		
			2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
MTN	 África do Sul	25.721	2,9X	2,8X	2,6X	6,7X	6,6X	6,0X	11,1X	12,0X	9,6X
Vodacom ¹	 África do Sul	12.360	2,7X	2,5X	2,3X	7,3X	6,7X	6,2X	10,5X	10,2X	9,9X
Maroc Telecom	 Marrocos	8.819	3,3X	3,4X	3,4X	6,2X	6,0X	6,0X	9,2X	8,9X	8,7X
Safaricom ¹	 Quênia	3.963	3,7X	3,2X	2,9X	9,7X	7,8X	7,0X	20,1X	14,3X	11,9X
Média			3,1X	3,0X	2,8X	7,5X	6,8X	6,3X	12,7X	11,3X	10,0X

(1) Valor do ano "n", corresponde ao valor de "n+1", uma vez que o ano fiscal termina em Março

(2) OCF = EBITDA (-) Capex

Fonte: Bloomberg em 10/02/2014. Seleção de comparáveis: Empresas de telecom com operações móvel majoritariamente no continente Africano

Resumo da Avaliação por Múltiplos de Mercado

Resultados da aplicação dos múltiplos à avaliação dos negócios da PT Ex-Brasil

Referencias de avaliação

		<i>Enterprise Value (EUR MM)</i> ¹	<i>Equity Value (EUR MM)</i> ²			Múltiplos implícitos no valor Central sobre '14E		Comentários
			Baixo	Central	Alto	EV / EBITDA	EV / OCF	
1	Múltiplos EV / EBITDA							<ul style="list-style-type: none"> Metodologia baseada em comparáveis de mercado EV resulta de aplicar múltiplos EV/EBITDA e EV/OCF dos compráveis selecionados às estimativas da Companhia para cada um dos anos referenciados <ul style="list-style-type: none"> British Telecom, Elisa e TDC foram usados para Europa MTN, Vodacom, Maroc Telecom e Safaricom foram usados para África e Timor Leste Intervalo médio construído a partir da média dos pontos centrais de EV
	2013E	8.833 - 9.061 8.947	2.163	2.277	2.391	7,4X	12,1X	
2014E	8.143 - 8.299 8.221	1.473	1.551	1.628	6,8X	11,1X		
2	Múltiplos EV / OCF							
	2013E	7.664 - 7.769 7.717	994	1.047	1.099	6,4X	10,4X	
2014E	8.146 - 8.301 8.223	1.476	1.553	1.631	6,8X	11,1X		
Intervalo Médio (EUR MM)		8.197 - 8.357 8.277	1.527	1.607	1.687	6,9X	11,2X	
Intervalo Médio (BRL MM)			4.981	5.243	5.505			

(1) Intervalo de *Equity Value* construído aplicando variações de +/- 5% ao valor de *Equity Value* derivado do ponto médio das avaliações por múltiplo EV/EBITDA e EV/OCF

(2) Assume um total de ajustes de *Enterprise Value* a *Equity Value* de EUR 6.670 milhões

5. Anexo

a) Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Custo do capital próprio (Ke)

Descrição

- O WACC é determinado pela média ponderada dos custos de capital próprio e capital de terceiros da Companhia
- Esses custos são ponderados pelas respectivas proporções de capital próprio e capital de terceiros na estrutura de capital da Companhia, de acordo com a fórmula ao lado:
- Estimamos o WACC da Companhia por geografia, refletindo o risco-país, o custo da dívida e a capacidade de endividamento, de forma a determinar uma estrutura ótima de capital

$$WACC = \left(\frac{E}{D + E} \right) \times Ke + \left(\frac{D}{D + E} \right) \times Kd$$

D : Valor da Dívida Líquida

E : Valor Econômico do Capital Próprio

Ke : Custo do Capital Próprio

Kd : Custo da Dívida Líquida depois de Impostos

- Nossos cálculos de custo do capital próprio são derivados da fórmula do CAPM:

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + Z$$

Ke : Custo do Capital Próprio

Rf : Taxa de retorno de investimento livre de risco

Rm - Rf : Prêmio de risco de mercado

β : Beta estimado, corresponde ao risco não diversificável de uma determinada empresa e medido pela correlação do seu retorno em relação ao retorno do mercado

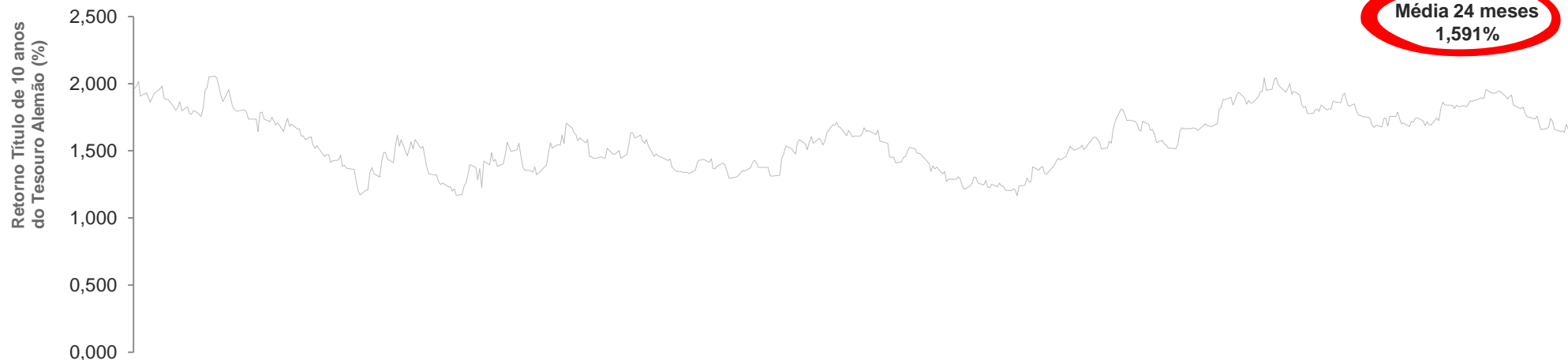
Z : Risco país

Taxa livre de risco (Rf)

Descrição

- Acreditamos que o rendimento dos títulos de dívida do governo alemão é a melhor estimativa para a taxa de retorno de um ativo livre de risco em euros. Usamos o *Bond* Alemão de 10 anos pelas seguintes razões:
 - É um título de renda fixa de longo prazo cujo rendimento reflete expectativas dos investidores quanto a rentabilidades futuras esperadas
 - O *Bond* de 10 anos, diferentemente de taxas de curto prazo, não é utilizado como instrumento de política monetária
- Utilizou-se a data atual para a referencia: 10/02/2014

Retorno do *Bond* Alemão – 10 anos (%)



Risco país (Z)

Descrição

- Para determinar o Prêmio de Risco País, utilizamos como base o rating elaborado por agências independentes de risco (Moody's e S&P) para os títulos soberanos emitidos por cada um dos países em questão.
- Com base no rating, determina-se o retorno incremental requerido pelos investidores em comparação a títulos soberanos emitidos por países com perfil "risk free", ou seja, com rating AAA
- No caso de países emergentes, aplicamos sobre o spread de risco soberano um índice de volatilidade do mercado de *Equities*. Este índice de volatilidade é calculado pela relação entre [Desvio Padrão do Mercado de Equities / Desvio Padrão de Títulos Soberanos]. Este índice em países emergentes é de aproximadamente 1,5x
- Esse *spread* é a melhor representação do risco percebido pela comunidade internacional de investidores em qualquer data. Tal premissa se alinha com o fato de que o custo de capital de uma companhia deveria refletir, a qualquer momento, o custo de oportunidade do investidor de investir em ativos com risco similar a qualquer momento
- Fonte: *Country Default Spreads and Risk Premiums, Jan/2013 – Damodaran, Aswath*

Prêmio de Risco País (%)

	Portugal	Hungria	Angola	Namíbia	Cabo Verde	Timor Leste ¹	São Tomé e Príncipe ²	Quenia	Moçambique
Moody's - Rating Títulos Soberanos	Ba3	Ba1	Ba3	Baa3	n.a.	n.a.	n.a.	B1	B1
S&P - Rating Títulos Soberanos	BB	BB	BB-	n.a.	B	n.a.	n.a.	B+	B+
Spread de Risco Soberano (%)	3,6%	2,5%	3,6%	2,2%	5,5%	7,5%	3,6%	4,5%	4,5%
Índice de Volatilidade de Equities para Países Emergentes	1,0x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x
Prêmio de Risco País (%)	3,6%	3,8%	5,4%	3,3%	8,3%	11,3%	5,4%	6,8%	6,8%

(1) Não há rating da Moody's ou S&P para Timor Leste. Considerando-se o rating de risco da EKN de 6 (de 7), assumimos o spread equivalente a Caa1 da Moody's

(2) Não há rating da Moody's ou S&P para São Tomé e Príncipe. Assumiu-se o mesmo rating de Angola

Fonte: Country Default Spreads and Risk Premiums, Jan/2013 – Damodaran, Aswath

Prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$)

Descrição

- O Prêmio de Risco de Mercado se refere ao retorno adicional exigido pelo investidor para compensar o maior grau de risco envolvido em investimentos em ações, vis-à-vis os investimentos em títulos do tesouro norteamericano, US Treasury Bond (investimento livre de risco)
- Uma estimativa do Prêmio de Risco de Mercado é a média histórica do spread entre o retorno do índice Standard&Poors – 500 (S&P-500) e o retorno dos títulos de longo prazo do governo americano durante o período entre 1926 e 2012
- Preferimos uma abordagem histórica em detrimento de previsões do comportamento futuro, uma vez que não acreditamos que o Prêmio de Risco de Mercado seja previsível além de um período de três a quatro anos. Como o Prêmio de Risco de Mercado apresenta um comportamento aleatório, as informações históricas são consideradas as melhores estimativas para o futuro
- Utilizamos dados históricos desde 1926, visto que:
 - Neste período estão refletidos acontecimentos que impactaram o cenário econômico, tais como guerras, depressões e “booms”, o que não aconteceria se utilizássemos períodos mais curtos
 - As variações do prêmio de risco são aleatórias. Sendo assim, utilizar dados históricos de longo prazo é considerada a melhor forma de se estimar o comportamento futuro
- Utilizou-se Prêmio de Risco de Mercado de **6,70%** (média aritmética do período 1926–2012 Fonte: Ibbotson)

Definição do Beta (β)

Descrição

- O beta mede o risco de mercado/ risco sistemático/ risco não diversificável. É um coeficiente que pretende indicar em que medida a volatilidade dos preços das ações de uma companhia pode ser explicada pela volatilidade da carteira de mercado
- É calculado de acordo com uma regressão linear entre as séries de variações de preço de ações e as séries de variações da carteira de mercado (Índice)
- O beta é composto de risco financeiro e operacional. Para computar o risco operacional do negócio, o beta “completo” (β_L) é desalavancado com base na estrutura de capital e na alíquota de imposto de renda e contribuição social de companhias comparáveis
- O beta desalavancado (β_U) médio do conjunto de companhias comparáveis é posteriormente alavancado de acordo com a estrutura alvo de capital e na alíquota de imposto de renda e contribuição social estimados para a companhia avaliada

$$\beta_U = \beta_L / [1+(1 - \text{Alíquota Marginal de Impostos})*(\text{Dívida/Cap. Próprio})]$$

$$\beta_L = \beta_U * [1+(1 - \text{Alíquota Marginal de Impostos})*(\text{Dívida/Cap. Próprio})]$$

Metodologia de Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (cont.)

Cálculo do Beta (β)

Descrição

- O Santander acredita que a metodologia mais adequada para determinar o risco não diversificável da Companhia é através de utilização do Beta de mercado de empresas comparáveis atuantes no telecoms nas geografias selecionadas, já que, na opinião do avaliador, (i) estas empresas são as que melhor refletem as características e particularidades do mercado de atuação da PT ex-Brasil e representam um universo amostral suficientemente relevante e diversificado (9 e 4 empresas)

Comparáveis	País	Cap. Merc. Local Currency	Div. Liq. Local Currency	DL / Equity	Beta	
					Alavancado	Desalavancado
Europa						
KPN	Holanda	11.602	9.718	83,8%	1,06	0,65
British Telecom	Reino Unido	31.015	7.881	25,4%	0,83	0,70
Belgacom	Bélgica	7.078	1.801	25,4%	0,72	0,61
Telekom Austria	Áustria	2.880	3.329	115,6%	1,02	0,54
Elisa	Finlândia	3.240	949	29,3%	0,76	0,63
TDC	Dinamarca	41.047	22.317	54,4%	0,57	0,40
OTE	Grécia	5.724	1.660	29,0%	1,07	0,87
Swisscom	Suíça	25.953	7.940	30,6%	0,73	0,59
Telecom Italia	Itália	15.554	30.572	196,6%	1,08	0,46
Media				65,6%	0,87	0,61
Africa e Timor Leste						
MTN	África do Sul	372.783	16.732	4,5%	1,05	1,02
Vodacom (Cal.)	África do Sul	178.182	10.432	5,9%	0,74	0,72
Maroc Telecom	Marrocos	85.272	9.596	11,3%	1,18	1,09
Safaricom (Cal.)	Quênia	474.529	-7.809	-1,6%	1,10	1,10
Media				5,0%	1,02	0,98

Fonte: Bloomberg e Demonstrações Financeiras Auditadas das companhias

Nota: Beta para o período de 2 anos; considerando variação semanal

5. Anexo

b) Informações de Suporte à Avaliação FCD

Obrigações com Benefícios de Reforma

Fluxo dos complementos de pensões e cuidados de saúde

Ano	Fluxo de Caixa Pré-Imposto (EUR mil)	Fluxo de Caixa Pós-Imposto (EUR mil)
2013	188.127	128.867
2014	202.839	143.001
2015	191.564	138.884
2016	172.291	128.357
2017	141.920	105.730
2018	128.484	95.721
2019	111.710	83.224
2020	100.055	74.541
2021	88.515	65.944
2022	77.855	58.002
2023	66.334	49.419
2024	56.539	42.122
2025	50.901	37.921
2026	45.145	33.633
2027	40.964	30.518
2028	35.599	26.521
2029	26.276	19.576
2030	5.770	4.298
2031	1.268	945
2032	862	642
2033	772	575
2034	728	543

Ano	Fluxo de Caixa Pré-Imposto (EUR mil)	Fluxo de Caixa Pós-Imposto (EUR mil)
2035	553	412
2036	488	364
2037	398	296
2038	366	273
2039	347	258
2040	332	248
2041	304	227
2042	295	220
2043	232	173
2044	214	160
2045	165	123
2046	132	98
2047	146	109
2048	142	106
2049	126	94
2050	143	106
2051	119	89
2052	78	58
2053	64	48
2054	17	13
2055	7	5

Participações Minoritárias Avaliadas por Valor Contábil

Companhias não consideradas no FCD e avaliadas a valor contábil

PT Portugal	País	Acionistas	Participação PT	Valor Contábil (EUR mm)
ADRAL	Portugal	PTC	1,00%	0,1
APOR	Portugal	PT	1,37%	0,0
Auto Sapo Venda Já	Portugal	PTC	50,00%	0,2
BROADNET	Portugal	PT	21,27%	0,0
Caixanet	Portugal	PTC e PT SI	15,00%	0,1
Capital Criativo	Portugal	PTC	20,00%	0,1
CoimbraVita	Portugal	PTC e PT Inovação	4,48%	0,0
Eurescom	Alemanha	PT	2,46%	0,0
Fibroglobal	Portugal	PTC	5,00%	10,6
IEP	Portugal	PTC	32,00%	0,0
INESC	Portugal	PT e PTC	35,89%	0,9
ITEXAMPLE ACE	Portugal	PT Inovação	4,41%	0,0
Janela Digital	Portugal	PTC	50,00%	2,2
Multicert	Portugal	PT e PTC	20,00%	0,8
NP	Portugal	PT e PTC	6,66%	0,0
Parkubis	Portugal	PTC	2,00%	0,1
PCI-Parque Ciência Tecnologia SA	Portugal	PT Inovação	5,00%	0,1
PT P&F ACE	Portugal	PTC	49,00%	0,0
Startec Global Communication	EUA	PTC	0,07%	0,0
Tagusparque	Portugal	PT	5,98%	3,1
Vantec	Portugal	PT	25,00%	0,0
Vortal	Portugal	PT	8,54%	0,0
Vortal SGPS	Portugal	PT	8,54%	0,1
Yunit Serviços ("Yunit")	Portugal	PT	33,33%	2,2
Total				20,7

PT Participações	País	Acionistas	Participação Económica PT	Valor Contábil (EUR mm)
Entigere	Portugal	PT Part.	25,00%	0,0
Seguradora Inter. de Moçambique	Moçambique	PT Part.	5,84%	0,6
Total				0,6

Participações Minoritárias Avaliadas a Valor Contábil	21,4
--	-------------

5. Anexo

c) Glossário

Termos utilizados

ARPA	Average Revenue per Advertiser, equivalente a Receita Média por Anunciante
ARPU	Average Revenue per User, equivalente a Receita Média por Usuário
Bacen	Banco Central do Brasil
BRL	Sigla para denominar valores em Reais (R\$)
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i> , equivalente a investimentos de manutenção e expansão em ativos imobilizados
CVE	Sigla para denominar valores em Escudo Cabo-Verdiano
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Tax</i> , equivalente a lucro antes de juros e impostos (LAJIR)
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization</i> , equivalente a lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA)
Enterprise Value	Valor econômico-financeiro total
Equity Value	Valor econômico-financeiro do capital próprio dos acionistas de uma empresa
EUR	Sigla para denominar valores em Euro
FCD	Metodologia de avaliação com base em fluxos de caixa descontado
FCFF	<i>Free Cash Flow to Firm</i> , equivalente a Fluxo de Caixa Livre para Firma
VP	Valor Presente
HUF	Sigla para denominar valores em Florim Hungáro
Kd	Custo da Dívida
Ke	Custo de Capital Próprio
KES	Sigla para denominar valores em Xelim Queniano
Mkt Cap	Abreviação de <i>Market Capitalization</i> , equivalente a Capitalização de Mercado
MZN	Sigla para denominar valores em Metical
NAD	Sigla para denominar valores em Dólar da Namíbia
OCF	<i>Operating Cash Flow</i> , equivalente a Fluxo de Caixa Operacional
Opex	<i>Operational Expenses</i> , equivalente a Custos e Despesas Operacionais
ROIC	<i>Return on Invested Capital</i> , equivalente a Retorno sobre Capital Investido
Stand Alone	Equivalente a independente
STD	Sigla para denominar valores em Dobra
USD	Sigla para denominar valores em Dólar Estado Unidense
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> , equivalente a Custo Médio Ponderado de Capital