

Obrigações em Análise - EDP

SINOPSE:

- O recente incremento das taxas de juro periféricas e o ressurgimento dos riscos na Europa mostra-se insuficiente para debelar o significativo movimento de apreciação das Obrigações do Tesouro (OTs) Portuguesas desde os mínimos anuais, com particular incidência nos prazos mais longos.
- As obrigações da EDP espelham um binómio risco/retorno atractivo em função de: i) relativa suavização do risco Portugal; ii) menores restrições de funding com a entrada da chinesa CTG no capital; iii) baixo perfil de risco da actividade; iv) dinâmica operacional robusta com uma exposição internacional crescente.
- O prémio de risco implícito no mercado de dívida para os títulos da EDP parece-nos extremado face ao movimento correctivo recente do preço da acção, o qual se mostra alinhado com os congéneres Europeus.

Num contexto de avaliação relativa, observamos por via da curva temporal das obrigações da EDP que os investidores exigem um prémio de risco significativamente superior ao observado pela sua congénere espanhola – Iberdrola - em emissões comparáveis. Também a evolução dos CDS (Seguros de incumprimento) confere suporte à nossa leitura, observando-se um alargamento dos *spreads* significativo a partir de Julho de 2011, com os CDS da EDP a negociarem mais de 3 vezes acima dos CDS da Iberdrola.

Este diferencial parece-nos excessivo tendo em conta a performance da Acção, que se revela bastante idêntica entre as eléctricas, contrastando com a performance do mercado de dívida. Também uma análise ao nível das diferentes métricas operacionais reforça a nossa leitura, sendo que a margem EBITDA da EDP (Fig. 6) acaba por ser superior à da Iberdrola, sendo que cerca de 58% do EBITDA advém de mercados internacionais (Fig. 7), apresentando uma posição de liquidez igualmente mais confortável. A entrada do novo accionista China Three Gorges mitiga as restrições de *funding* do grupo, exacerbadas pela posição creditícia de Portugal, e facilita a cobertura das necessidades de financiamento da EDP, conferindo assim menor relevância ao superior nível de endividamento apresentado pela empresa Portuguesa em relação aos seus comparáveis.

Numa óptica de risco/retorno, pensamos que as obrigações da EDP com maturidades entre 2015 e 2016 revelam-se particularmente atractivas – oferecendo presentemente uma rentabilidade anual estimada (YTM) até à maturidade de 7,4% - um valor que corresponde a quase metade do retorno expectável da acção (*earning yield* da EDP ascende a 14%) e que compara favoravelmente com a emissão de dívida em curso que oferece uma taxa de cupão de 6%. Ainda assim, o desconto implícito da Acção face à Obrigação acaba por ser inferior ao observado pela congénere Iberdrola, mensurável pelo diferencial do *yield ratio* – rácio entre a *yield* da Obrigação sobre a *Earning Yield* da Acção - da EDP (0,52x) face à Iberdrola (0,25x), pelo que a eventual convergência do valor deste rácio sugere um maior potencial de valorização para as Obrigações da eléctrica Portuguesa. Salientamos que o racional de estreitamento do diferencial entre o retorno das Obrigações da EDP face ao investimento na Acção também se afigura consistente tendo em conta a evolução histórica – média dos últimos 5 anos - do *yield ratio* entre os dois títulos (Fig. 8).

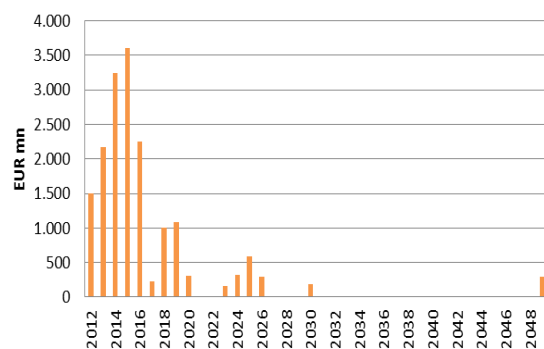


Fig. 1. Distribuição dívida – EDP

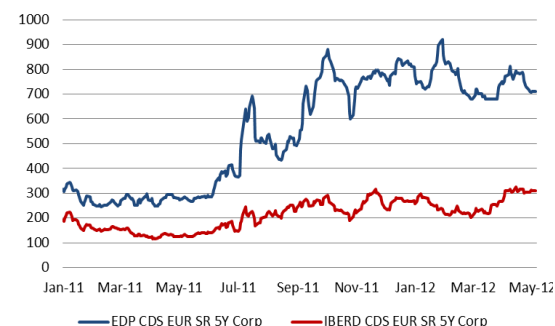


Fig. 2. Evolução CDS – EDP vs. Iberdrola

	YTM	Preço	Maturidade
ELEPOR 5.5 02/18/2014 Corp	5,0%	100,725	18-02-2014
ELEPOR 3.25 03/16/2015 Corp	6,6%	91,649	16-03-2015
ELEPOR 3.75 06/22/2015 Corp	6,8%	91,556	22-06-2015
ELEPOR 5.875 02/01/2016 Corp	7,5%	94,981	01-02-2016
ELEPOR 4.75 09/26/2016 Corp	7,5%	89,942	26-09-2016
ELEPOR 4.125 06/29/2020 Corp	7,2%	81,385	29-06-2020

Fig. 3. Obrigações EDP

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joacabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

Maria Almaça
Maria.Almaca@bancobig.pt

FUNDAMENTAIS EDP

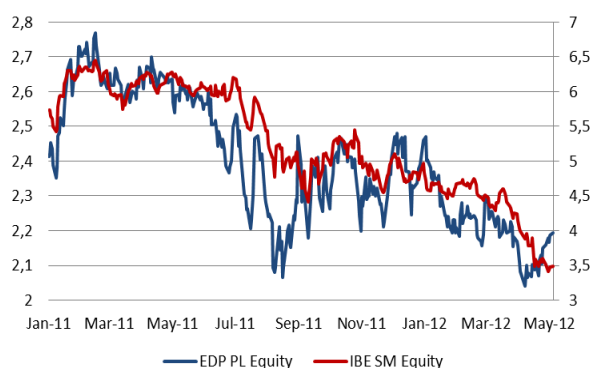


Fig. 4. Performance accionista EDP vs Iberdrola

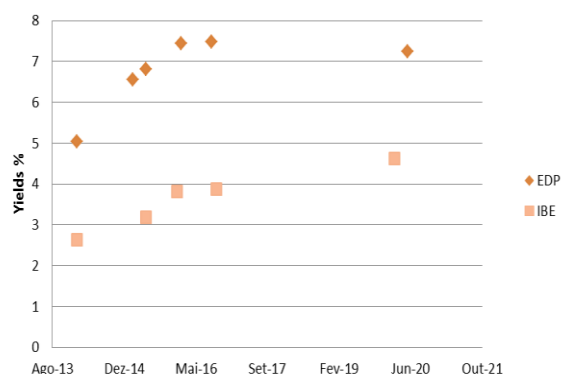


Fig. 5. Curva obrigações – EDP vs. Iberdrola

EUR Mn	EDP	Iberdrola
Receitas	15120,85	32298,10
EBITDA	3754,90	7429,97
Margem EBITDA	24,83%	23,00%
EBIT	2267,39	4505,09
Resultado Líquido	1124,66	2804,55
CAPEX	-2311,04	-4578,80
Dívida Líquida	17053,37	28242,57
Dívida curto prazo	n.d.	4173,95
Dívida longo prazo	18785,11	31035,78
Liquidez	4,20%	2,20%
D/E	231,64	107,06
Dívida Líquida/EBITDA	4,54	3,80
Cap. Próprio/Activo	27,58%	34,27%
Capitalização bolsista	7627,54	22905,94
YTD %	-12,76%	-20,75%
Credit Rating (S&P)	BB+	A- *-
Credit Rating (Moody's)	Ba1	A3

Fig. 6. Indicadores Financeiros

EBITDA geografia EDP	
Brasil	18,00%
EDPR	21,00%
Espanha	19,00%
Portugal	42,00%

EBITDA geografia Iberdrola	
Mercado regulado 50,00%	
Espanha	20,33%
Reino Unido	10,88%
EUA	7,16%
Brasil	11,64%
Mercado liberalizado 29,48%	
Espanha	20,53%
Reino Unido	4,22%
México	4,73%
Renováveis	19,03%
Outros segmentos	1,99%

Fig. 7. EBITDA geografias

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joaocabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

Maria Almacã
Maria.Almacã@bancobig.pt

	Média 5 anos	Actual
(1) EDP 2015	5,22	7,35
EDP P/E	9,95	7,25
(2) Earnings Yield EDP	10,05	13,79
Yield Spread (2)-(1)	4,83	6,44
Yield Ratio (desc. Equity vs Bond)	0,52	0,53
(3) Iberdrola 2015	4,35	2,76
Iberdrola P/E	7	9,03
(4) Earnings Yield Iberdrola	14,29	11,07
Yield Spread (4)-(3)	9,94	8,31
Yield Ratio (desc. Equity vs Bond)	0,30	0,25
Diferencial Yield Ratio	0,21	0,28

Fig. 8. Bonds vs. Equity – EDP e Iberdrola

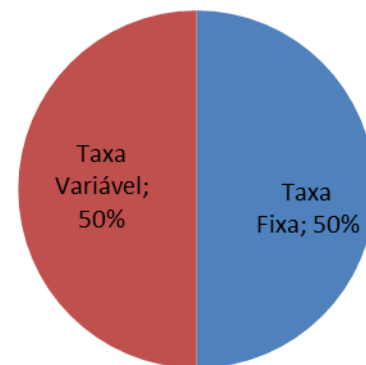


Fig. 9. EDP: Distribuição dívida taxa fixa vs. taxa variável

Análise Macroeconómica

O período recente ficou marcado por um relativo alívio da tensão observada no mercado de dívida Soberana, em resultado não apenas da conclusão do processo de reestruturação da dívida Grega, mas sobretudo pela introdução de níveis significativos de liquidez junto do sistema financeiro (cerca de EUR 1 tri) realizada pelo BCE no âmbito dos programas de LTRO. Esta situação representou o catalisador para uma forte quebra das *yields* periféricas ao longo da curva, observadas durante o 1Q12 – nomeadamente de Itália e Espanha – ainda que o ressurgimento dos riscos associados à situação de Espanha já em Abril (incerteza sobre consolidação orçamental e dimensão dos problemas observados no sector financeiro e imobiliário) tenha despoletado o recente incremento das taxas de juro da dívida Soberana Espanhola (particularmente nos prazos mais longos). Não obstante, o desempenho das OTs Portuguesas foi bastante positivo no actual enquadramento, observando-se uma quebra significativa das *yields* de dívida Portuguesa com a taxa a situar-se nos 12,0% (vs máximo anual de 16,60% no final de Janeiro). Refira-se que as Bunds das Obrigações Alemãs (10 Yr) fixaram mínimos no patamar de 1,60%, traduzindo uma compressão mais significativa face ao observado pelas taxas de juro do Tesouro norte-americano no mesmo prazo – em função do ambiente macroeconómico mais benigno vigente na maior economia mundial e, por conseguinte, pela menor probabilidade do FED prosseguir medidas de estímulo monetário não convencional.

Em relação ao mercado de dívida Empresarial, verificou-se em Abril um movimento correctivo face ao *rally* observado no 1Q12, sendo que ao longo deste período o nível de compressão de *spreads* foi mais relevante nos emittentes de maior qualidade creditícia, o que se materializou na expansão do valor do rácio dos índices de CDS Crossover/Main neste período (**Fig. 13**) - tendência que acreditamos poderá acentuar-se face à deterioração dos fundamentais da actividade económica na Eurozona, bem como à possível emergência de surpresas negativas e outros riscos políticos (eleições Presidenciais em França e Legislativas na Grécia) associados à crise de dívida Europeia. Neste sentido, refira-se que os *spreads* da dívida Soberana continuam a exibir uma forte correlação com os *spreads* de crédito do sector financeiro Europeu, ainda que este último tenha registado um estreitamento muito significativo na sequência da abundante liquidez concedida à Banca Europeia no âmbito dos 2 programas de LTRO conduzidos pelo BCE.

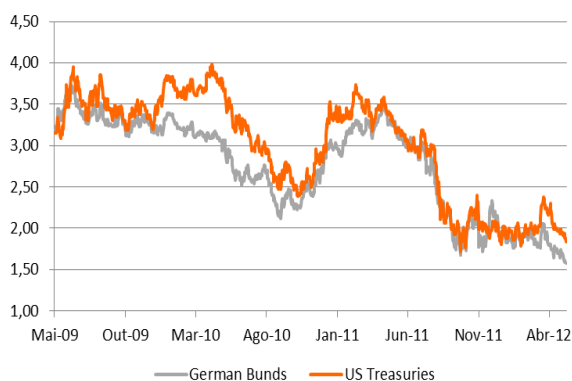


Fig. 10. Obrigações (%)

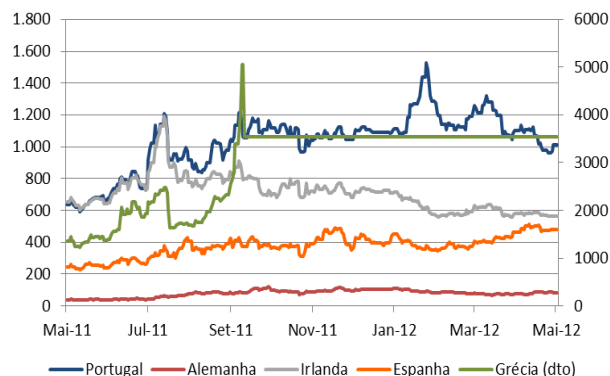


Fig. 11. Evolução CDS Soberanos

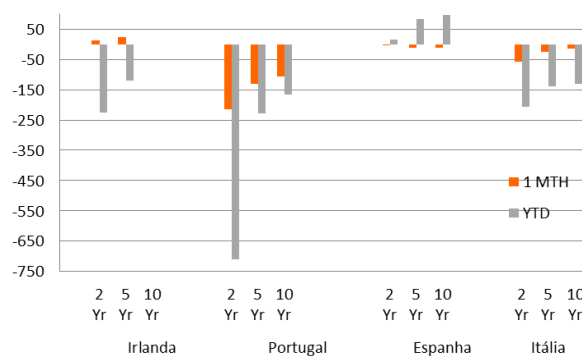


Fig. 12. Evolução Spreads periferia vs. Bunds (bps)

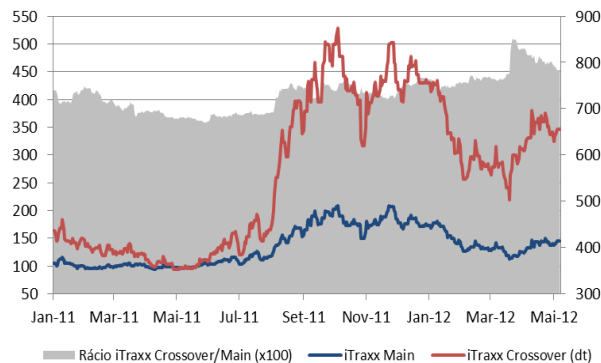


Fig. 13. Evolução Índices iTraxx

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joaocabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt

Maria Almaça
Maria.Almac@bancobig.pt

ANEXOS

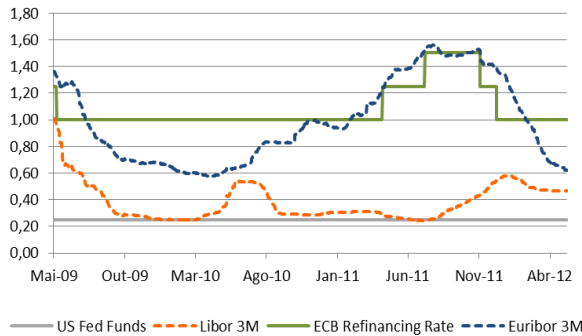


Fig. 14. Taxas interbancárias vs. Bancos Centrais (%)

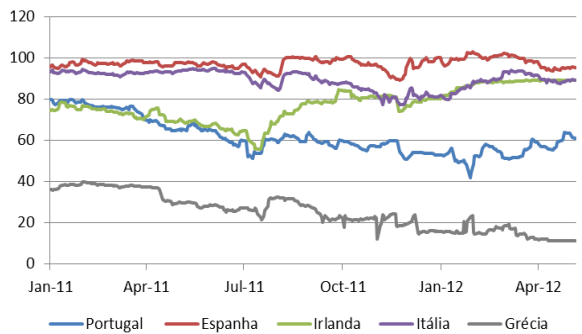


Fig. 16. Evolução do preço das obrigações soberanas a 10 anos (% par)

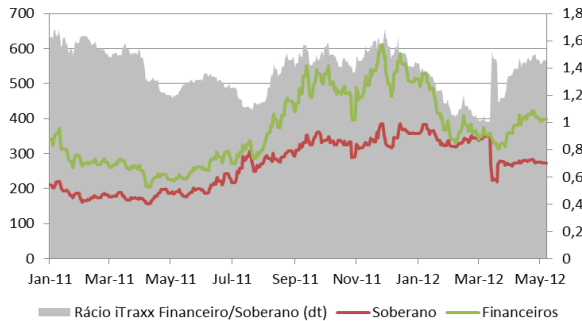


Fig. 18. Evolução Índices iTraxx – Soberano vs. Financeiros

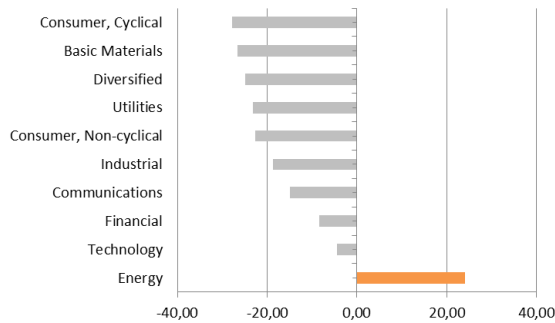


Fig. 20. Evolução CDS pool sectorial YTD

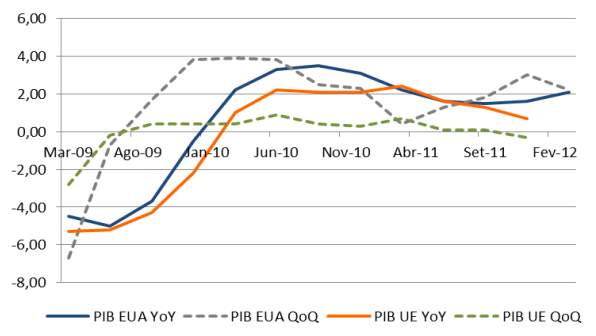


Fig. 15. PIB EUA vs. EU (%)

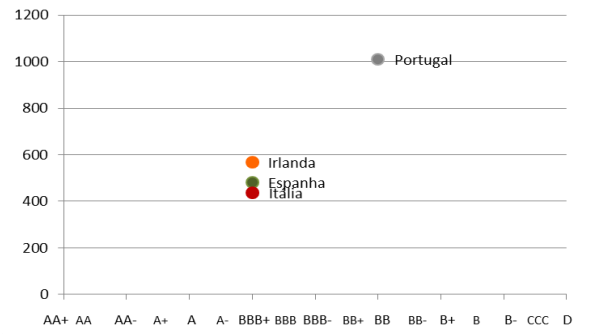


Fig. 17. CDS periferia em função do rating

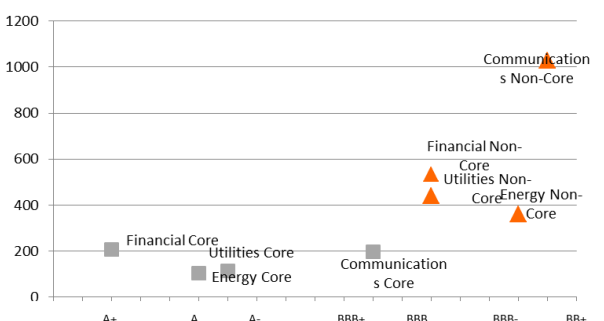


Fig. 19. Spreads Sectoriais Core vs. Periferia

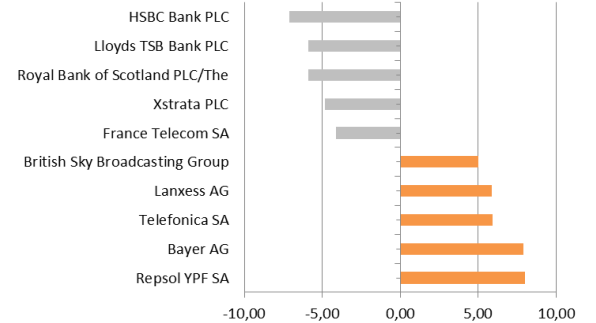


Fig. 21. Best/Worst performance MTD (%)

CONTACTOS

Research

João Lampreia
jlampreia@bancobig.pt
João Cabeçana
joacabecana@bancobig.pt
Filipa Almeida
Filipa.almeida@bancobig.pt
Maria Almaco
Maria.Almaco@bancobig.pt