

Obrigação em Análise – Portugal Telecom

SINOPSE:

- A clarificação do resgate a Chipre e a solução Governativa encontrada para Itália traduziram um agregado de factores que contribuíram para o desagravamento da tensão do mercado de dívida Soberana – yields 10 anos na periferia recuaram nalguns casos até 100 p.b. desde os máximos fixados no início de Abril.
- A actuação do BCE revelou-se decisiva para conter a crise actual (OMT), sendo expectável o progressivo reforço de políticas não convencionais pelo BCE à medida que se for esgotando o espaço das medidas tradicionais como forma de reduzir os efeitos assimétricos da transmissão monetária na área do Euro.
- As obrigações da Portugal Telecom espelham um binómio risco/retorno atractivo em função do perfil resiliente da sua actividade e do grau de alavancagem da empresa controlado, bem como pela gestão prudencial do risco de refinanciamento – necessidades de *funding* encontram-se integralmente cobertas até 2017.

A análise da curva de rendimento de uma empresa permite comparar emissões corporativas distintas e aferir o prémio de risco. Neste caso, verificamos que os investidores exigem um prémio de risco para transaccionar obrigações da Portugal Telecom (PT) superior ao observado pela generalidade dos peers, em particular pela Telefonica (Fig. 5), sendo que também a evolução do risco de crédito, avaliado através dos CDS (Fig. 3), confere suporte a esta leitura. Neste sentido, registou-se uma compressão média dos CDS dos peers de telecomunicações na Europa mais forte face ao observado pelos CDS da PT desde Abril, um movimento que acreditamos sobreestima o risco de crédito da empresa, tanto mais que no mesmo período as *yields* de dívida Soberana Portuguesa registaram o alívio mais significativo entre os países sob pressão.

Com efeito, verificou-se uma *underperformance* relativa das Obrigações da Portugal Telecom com maturidade em 2019 (desde Abril) face ao desempenho ostentado pelas Obrigações Soberanas de Portugal para o mesmo prazo (Fig. 2), situação que deverá traduzir um factor de suporte para a valorização das referidas Obrigações no médio-prazo. A análise das principais métricas operacionais da empresa suporta também a visão positiva, tendo em conta o perfil resiliente da actividade num contexto adverso – materializando-se no crescimento assinalável das receitas em 2012 (+7,4% YoY) e do EBITDA consolidado (+3,7%) com a respectiva margem estabilizada nos 34,4%, um desempenho que acaba por ser explicado pelo contributo positivo da actividade no Brasil - representa mais de 45% do *topline*. O resultado líquido diminuiu em quase 30% para EUR 339 mn, reflectindo essencialmente a concomitância de 3 factores: i) agravamento da carga fiscal (taxa efectiva de imposto de 31,2% vs 20,4% no ano anterior); ii) aumento dos juros líquidos suportados para EUR 499 mn (vs EUR 297 mn em 2011) traduzindo, entre outros, o aumento da dívida líquida média da Oi; iii) diminuição de EUR 38 mn em resultado de um ganho extraordinário obtido em 2011 com a venda da participação na UOL.

No que respeita às métricas de endividamento, salientamos que menos de 40% do Activo total é financiado por dívida líquida, ao passo que a margem EBITDA fica acima dos 33% - tal como se atesta na matriz da **figura 8** em que a operadora Portuguesa compara em ambos os indicadores de forma favorável com os seus *peers*.

Numa óptica de risco/retorno, parece-nos que a obrigação da Portugal Telecom (maturidade em 2019) revela-se particularmente atractiva - oferecendo uma rendibilidade anual estimada (YTM) até à maturidade de 4,3% - comparando favoravelmente com a rendibilidade implícita das emissões dos peers Europeus e até com outras emissões corporativas domésticas fora do universo de telecomunicações. Salientamos que o prémio das Obrigações (2019) da PT face à respectiva acção poderá aumentar (em linha com o observado pela Telefonica - Fig. 7) – conferindo suporte ao racional de valorização de médio-prazo das referidas obrigações de PT.

Fig. 1. Distribuição dívida – Portugal Telecom

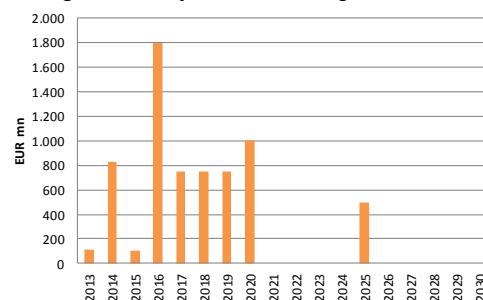


Fig. 2. Preço Obrigações (%Par) – PT vs Portugal (Sov.)

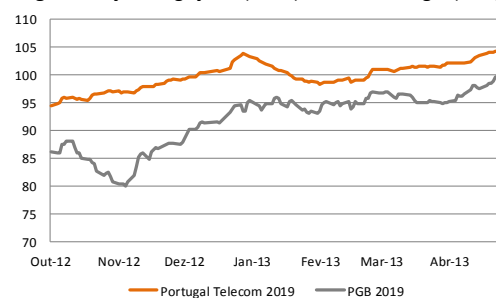


Fig. 3. Evolução CDS – Portugal Telecom vs Sector

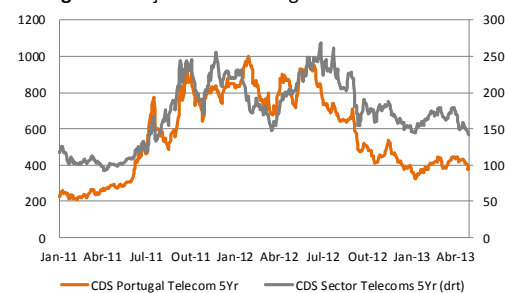


Fig. 4. Obrigações Portugal Telecom

	YTM	Preço	Maturidade
PORTEL Float 08/07/13 Corp	-1,7%	100,75	07-08-2013
PORTEL 4,125 08/28/14 Corp	2,2%	102,47	28-08-2014
PORTEL 5,625 02/08/16 Corp	2,7%	107,525	08-02-2016
PORTEL 6,25 07/26/16 Corp	3,7%	107,702	26-07-2016
PORTEL 4,375 03/24/17 Corp	3,2%	104,044	24-03-2017
PORTEL 5,242 11/06/17 Corp	4,1%	104,625	06-11-2017
PORTEL 5,875 04/17/18 Corp	4,0%	107,992	17-04-2018
PORTEL 5 11/04/19 Corp	4,3%	103,852	04-11-2019
PORTEL 4,625 05/08/20 Corp	4,7%	99,278	08-05-2020
PORTEL 4,5 06/16/25 Corp	5,0%	95,175	16-06-2025

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
filipa.almeida@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

FUNDAMENTAIS
PORTUGAL TELECOM

Fig. 5. Yields Curve – Portugal Telecom e Telefonica

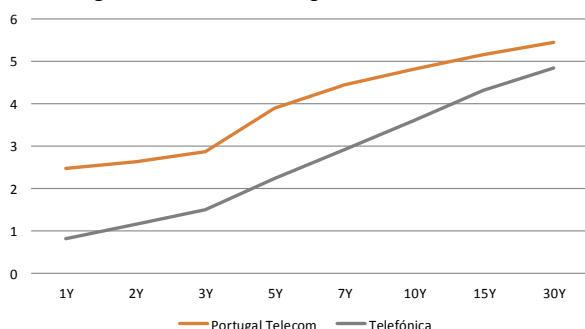


Fig. 6. Preço Obrigações (%Par) – Portugal Telecom vs. Telefonica

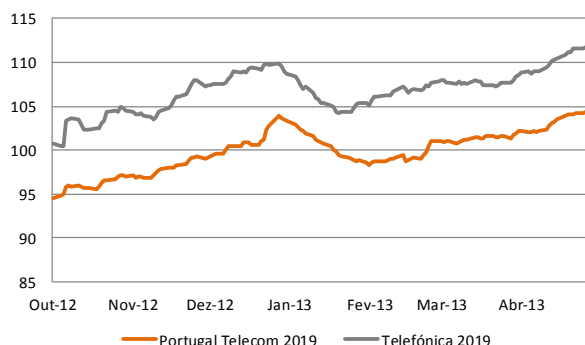


Fig. 7. Avaliação Matricial Telecoms: Rating S&P vs YTM 5 Yr

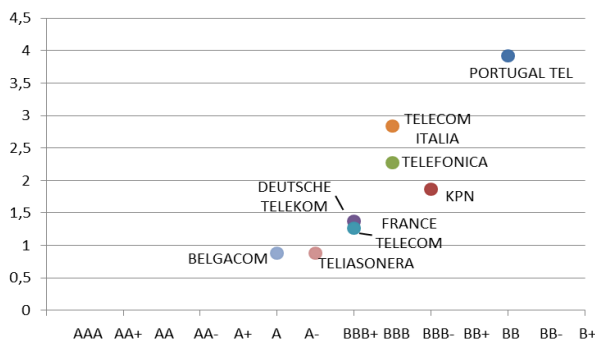


Fig. 8. Avaliação Matricial Telecoms: Endividamento vs Mg. EBITDA

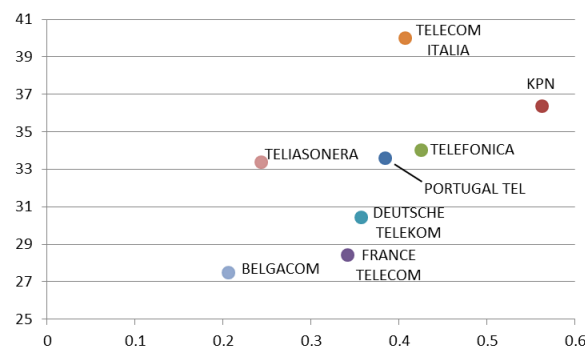


Fig. 9. Indicadores Financeiros

EUR Mn	Portugal Telecom	EUR Mn	Portugal Telecom
Receitas	6598,80	Liquidez	4,20%
EBITDA	2216,90	D/E	483,95
Margem EBITDA	33,58%	Dívida Líquida/EBITDA	3,48
EBIT	826,30	Cap. Próprio/Activo	14,20%
Resultado Líquido	230,30	Capitalização bolsista	3190,69
CAPEX	-1316,80	YTD %	-5,07%
Dívida Líquida	7711,20	Credit Rating (S&P)	BB
Dívida curto prazo	n.d.	Credit Rating (Moody's)	WR
Dívida longo prazo	18785,11		

Fig. 10. Breakdown Receitas & EBITDA (Valores em Eur mn)

	Receitas	Peso (%)	EBITDA	Peso (%)
Portugal	2701	40,93%	1201	52,93%
Brasil	3042	46,10%	909	40,06%
Outros	856	12,97%	159	7,01%
Total	6599	100,00%	2269	100,00%

Fig. 11. Síntese Indicadores dívida – Portugal Telecom

Taxa Fixa	81,8%
Taxa Variável	18,2%
Curto Prazo	18,9%
Médio-Longo Prazo	81,1%

Dívida bruta ajustada (EUR mn)	7375
Custo médio dívida bruta	4,50%
Dívida líquida ajustada (EUR mn)	4565
Custo médio dívida líquida	4,40%

Nota: Valores em Eur mn

Fig. 12. Bonds Vs Equity – Portugal Telecom vs Telefonica

	Média 3 anos	Actual
(1) Portugal Telecom 2019	7,05	4,22
Portugal Telecom P/E	16,85	14,4
(2) Earnings Yield Portugal Telecom	5,93	6,94
Yield Spread (2)-(1)	-1,12	2,72
Yield Ratio (desc. Equity vs Bond)	0,19	-0,39
(3) Telefonica 2019	4,77	2,72
Telefonica P/E	8,95	12,91
(4) Earnings Yield Telefonica	11,17	7,75
Yield Spread (4)-(3)	6,40	5,03
Yield Ratio (desc. Equity vs Bond)	-0,57	-0,65

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
filipa.almeida@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

Enquadramento Dívida

O período recente fica marcado por um alívio significativo da relativa tensão observada no mercado de dívida Soberana na Europa – uma situação despoletada essencialmente pela actuação do BCE que, por via da adopção de diferentes políticas monetárias expansionistas convencionais (corte de taxas de referência e depósitos) e não convencionais (SMP, LTRO e OMT), contribuiu progressivamente para o restauro da confiança do sistema financeiro da área do Euro. Adicionalmente, a conclusão do resgate a Chipre e a solução política encontrada para Itália beneficiou o sentimento, em particular na periferia, tendo em conta o actual contexto de ampla liquidez e de taxas de juro de referência historicamente reduzidas nos países core (EUA, Alemanha e Japão). O caso nipónico revela-se paradigmático, sendo que a intensidade da expansão da base monetária pelo BoJ deverá acelerar a transferência de fluxos monetários entre blocos regionais, nomeadamente com o lene a repescar o seu perfil de *carry trade* e a expectativa de que os investidores nipónicos poderão redireccionar os fluxos financeiros para outros activos/regiões que evidenciem a expectativa de uma maior rentabilidade, o que levou a uma queda acentuada das taxas nominais (10 anos atingiram um mínimo histórico de 0,44%) – movimento que foi entretanto parcialmente revertido. Já na Europa, observou-se uma correcção das yields de dívida Soberana na Periferia, com especial incidência na parte longa da curva (prazos a 10 anos) e nomeadamente no caso Português, tendo em conta o recente sucesso da emissão de dívida Pública a 10 anos no valor de EUR 3 mil mn e cuja procura excedeu em mais de 3x a oferta – traduzindo o corolário da suavização do risco de Portugal e com o *spread* a 10 anos face às Bunds alemãs a fixar-se nos 410 p.b. – níveis mínimos que foram pela última vez atingidos no início de 2011.

A percepção do relativo sucesso do programa de ajustamento em conjunto com a flexibilização das metas orçamentais e os progressos na arquitectura do Euro - implementação da União Bancária (2014) e um maior foco em políticas de crescimento no Espaço Europeu – contribuíram para o alívio da percepção de risco na periferia e do caso Português em particular.

Fig. 13. Obrigações (%)

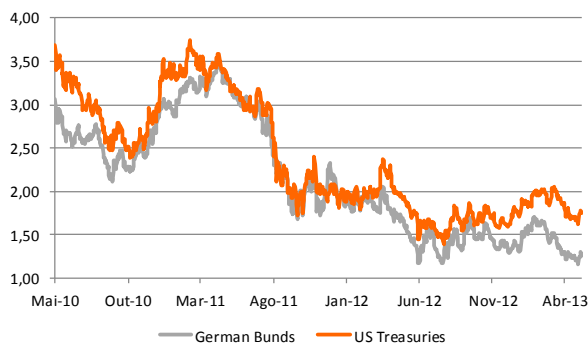


Fig.14. Evolução CDS Soberanos

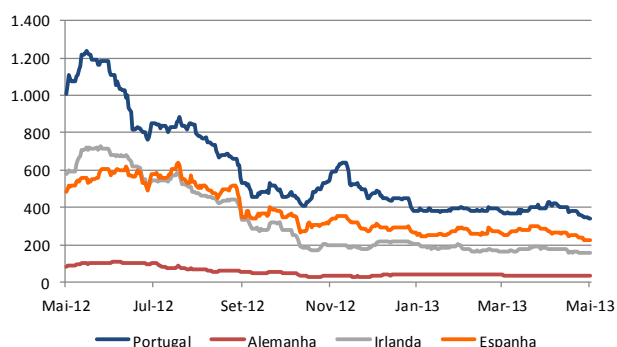


Fig. 15. Evolução Spreads periferia vs. Bunds (bps)

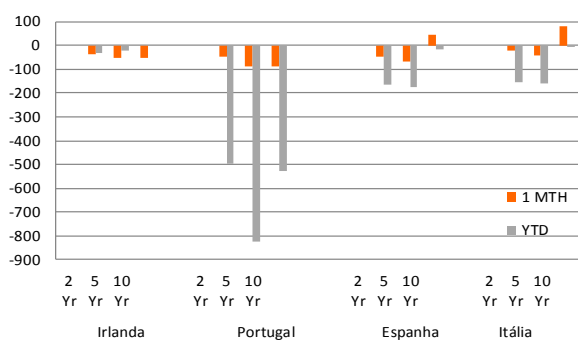


Fig. 16. Evolução Preço Obrigações Soberanas 10 Yr (%par)

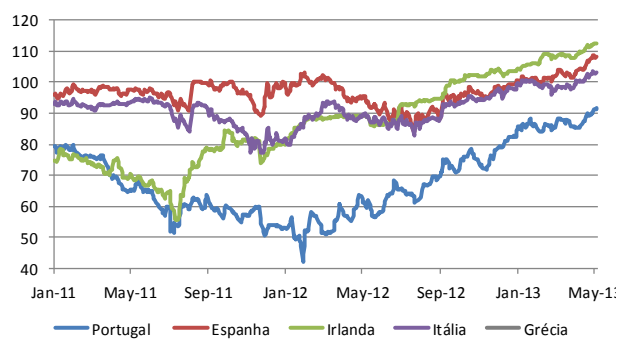


Fig. 17. Spread yields periferia/Alemanha

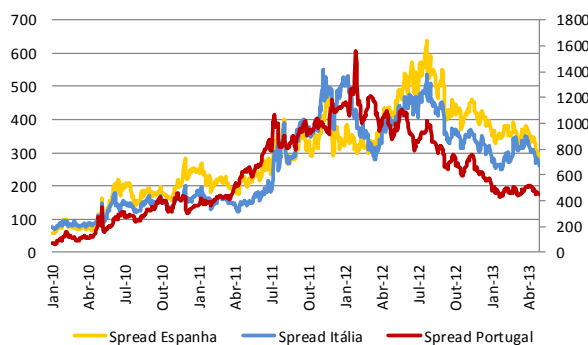
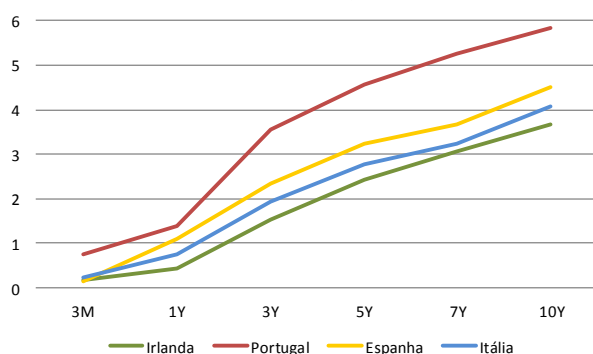


Fig. 18. Yield Curve periferia



CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt
João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt
Filipa Almeida
filipa.almeida@bancobig.pt
Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

ENQUADRAMENTO
DÍVIDA

Fig. 19. iTraxx Financeiros vs iTraxx Soberano

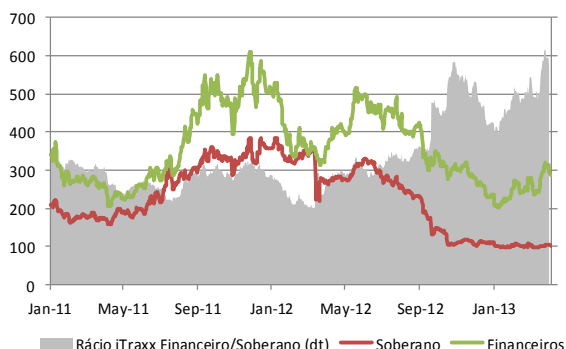


Fig. 20. iTraxx Main vs HiVol vs Crossover

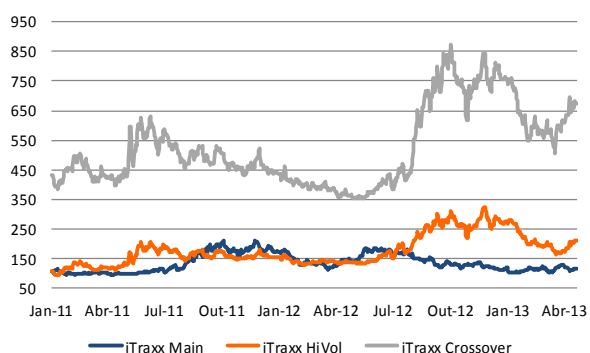


Fig. 21. Spreads sectoriais Core/Periferia vs Rating

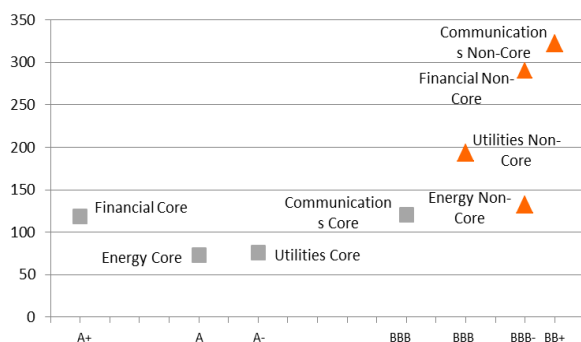


Fig. 22. CDS periferia vs Rating

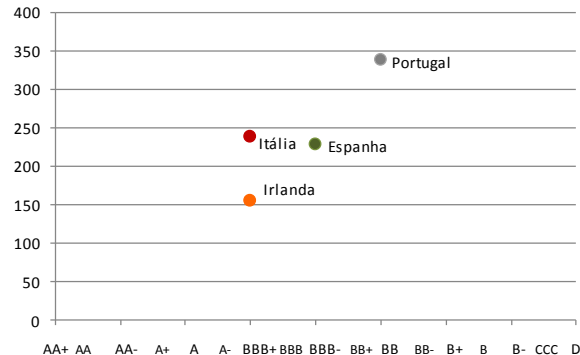


Fig. 23. CDS pool sectorial (YTD)

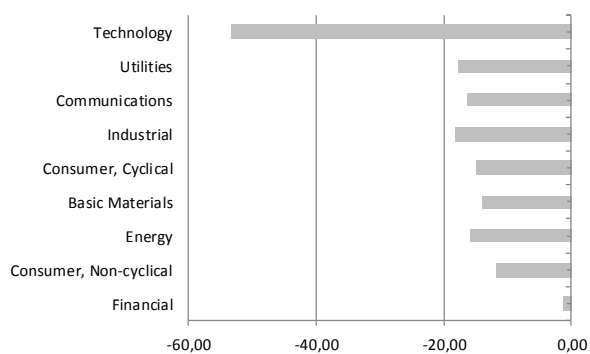
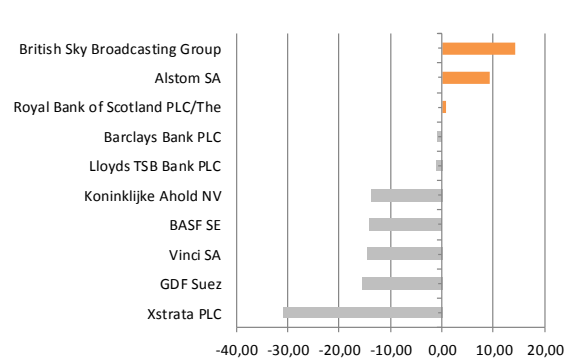


Fig. 24. CDS Best/Worst performance (YTD)



CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida
filipa.almeida@bancobig.pt

Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt

Enquadramento Macroeconómico

A persistência de riscos na Europa foram significativamente mitigados com a resolução individual dos casos de Itália e Chipre e, ao nível global, o sentimento positivo beneficiou da actuação decisiva dos Bancos Centrais dos diversos blocos económicos (sobretudo Europa e EUA) no sentido de promover o máximo nível de liquidez ao sistema financeiro tendo em conta a concomitância de níveis de endividamento elevados, perspectivas de fraco crescimento económico e níveis de inflação relativamente ancorados. No que respeita à actuação do BCE, Mario Draghi comunicou a redução da taxa de juro directora da Zona-Euro em 25 p.b. para 0,5% e a redução em 50 p.b. da taxa de facilidade permanente de cedência de liquidez (1%), mantendo-se a taxa da facilidade de depósitos a 0%. Fora do contexto das medidas convencionais, não foram anunciadas quaisquer tipo de medidas de estímulo, ainda que Draghi tenha sinalizado que o BCE, mantendo-se a situação vigente, continuará a enveredar por uma linha mais expansionista (comentários em torno da possibilidade dos bancos europeus virem a utilizar crédito de PME's como garantia perante financiamento junto do BCE), ao passo que no bloco norte-americano, o Fed manteve inalterada a taxa de juro de referência e afastou os rumores em torno de um final antecipado do programa de estímulos à economia. Ainda no que respeita as medidas não convencionais, o principal destaque recaiu sobre a decisão tomada no início de Abril pelo BoJ em pretender duplicar a base monetária nos próximos 2 anos mediante a compra de dívida soberana nipónica no valor de USD 78,6 mil mn/mês (maturidade média deverá aproximar-se dos 7 anos) e assumindo um *target* de inflação de 2% no mesmo período, reflectindo o objectivo do Governo (eleito em Dezembro passado) em afastar o momento deflacionário da economia japonesa que perdura desde meados da década de 90. O sentimento global beneficiou ainda da divulgação dos indicadores de emprego nos EUA, - taxa de desemprego situou-se nos 7,7% a níveis mínimos desde 2009 - ainda que este número reflecta em parte a queda da população activamente à procura de emprego e não terá ainda em conta os efeitos do corte na despesa em resultado do "sequestro fiscal" iniciado em Março.

Fig. 25. Taxas interbancárias vs Bancos Centrais

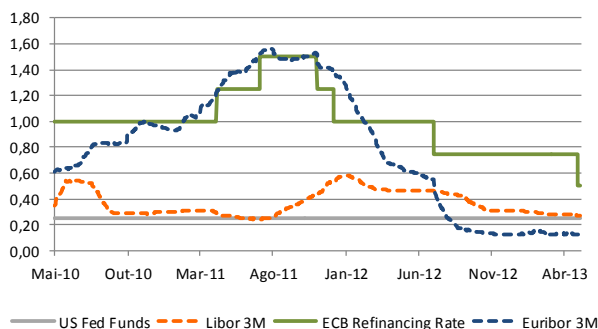


Fig. 26. PIB Europa vs EUA

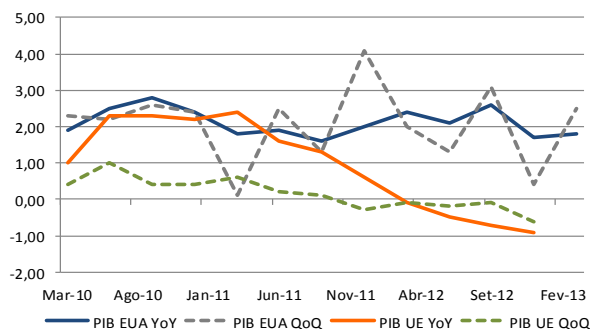


Fig. 27. CPI Europa vs EUA

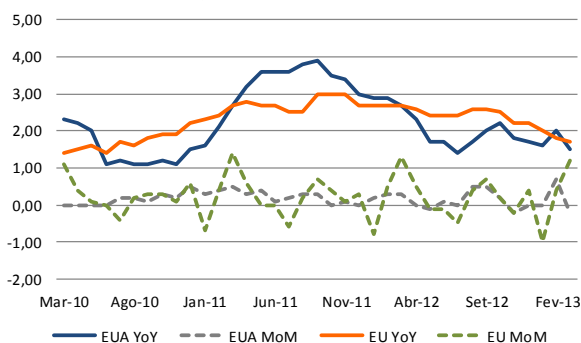


Fig. 28. PMI Zona-Euro e EUA

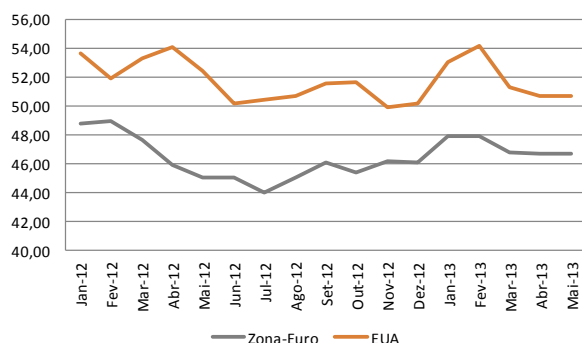


Fig. 29. Taxa de desemprego Zona-Euro vs EUA

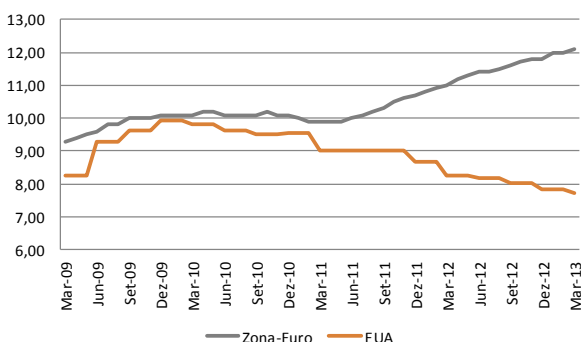
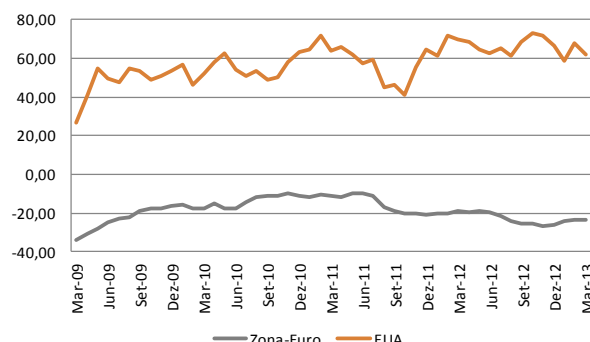


Fig. 30. Índice confiança consumidor Zona-Euro vs EUA



CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt
João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt
Filipa Almeida
filipa.almeida@bancobig.pt
Miguel Medeiros
miguel.medeiros@bancobig.pt