

VISÃO – Comprar

Price Target: EUR 7,40

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	6,11
Máx de 52 semanas	7,30
Mín de 52 semanas	5,50
YTD (%)	1,26
Volume médio diário (mn)	533.895
Capitalização bolsista (mn)	5.332
Beta	0,92
Dividendo	0,05
EPS	0,06

Nota: Valores de fecho de 20/03/2017

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Opinião do consenso (últimos 3 meses)	
COMPRAR	14
MANTER	8
VENDER	1

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	1.651
Nº de empregados	1.083
ROA (%)	0,35
ROE (%)	0,93
D/E	0,64
DY (%)	0,82

Nota: Valores anuais.

Fonte: Bloomberg; Research BiG;

Evolução Gráfica



Fonte: Bloomberg

Estrutura Accionista	
EDP - Energia de Portugal	77,5%
Sun Life Financial Inc	3,1%
Blackrock	1,1%
Norges Bank	0,9%
Outros	17%

Fonte: Bloomberg

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

EDP Renováveis – E tudo o vento levou...

(Início de cobertura com uma recomendação de Comprar e preço-alvo de EUR 7,40/acção)

Sumário

A EDP Renováveis opera no segmento de energia renovável, com um foco na produção de energia eólica. A EDP Renováveis está presente em 11 países, distribuídos por 3 continentes. Detém actualmente um *portfolio* de 10,4 GW, que pretende estender ao ritmo de 700 MW/ano até 2020.

A proposta de valor da empresa centra-se na sua posição como produtora de energia renovável. O processo de descarbonização da Terra não é apenas desejável mas acima de tudo necessário, e assim as operações da EDP Renováveis – geração de energia ‘limpa’- permitem que esta beneficie do processo, despoletando assim uma história de crescimento sedutora.

Resultados Anuais

A EDP Renováveis (EDPR) apresentou os resultados anuais que apresentaram uma evolução mista, quando comparando com o período homólogo. A EDPR aumentou a sua produção de energia em 14% (face a 2015) para 24.473 GWh de energia renovável, resultante de um crescimento na capacidade instalada (+11% para 10,4 GW) com as adições a apresentarem um factor de utilização superior à média do *portfolio*. O preço médio de venda, por outro lado, diminuiu de EUR 64 MWh para EUR 60.5 MWh reflectindo dinâmicas distintas dos parques em operação (maior produção vs. preço).

O maior crescimento de produção vis-à-vis redução no preço médio de venda possibilitou um aumento das receitas de 7% para EUR 1.651 mn. Decompondo a métrica pela presença geográfica da EDPR, 55% das receitas provêm da Europa (EUR 913 mn), 43% da América do Norte (705,2 mn) e 2% do Brasil (EUR 34,4 mn). O EBITDA aumentou 3% para EUR 1.171 mn, com a margem de EBITDA a recuar 3 p.p. para 71% - ajustado para eventos não recorrentes o EBITDA aumentou 12% para EUR 1.192 mn. O resultado líquido recuou 66% para EUR 56 mn, pressionado por maiores depreciações e amortizações e superiores custos financeiros. O resultado líquido excluindo eventos não recorrentes diminuiu 4% para EUR 104 mn.

Outras métricas de relevo incluem o *retained cash flow*, em que a empresa registou um crescimento de 13% para EUR 698 mn e o Capex, que atingiu os EUR 1.029 mn no ano, com 82% a ser direccionado para o mercado Norte-Americano, em seguimento da estratégia da empresa, focada nesse mercado.

A empresa anunciou que irá alterar o calendário de depreciação para 30 anos, a partir de 2017 (vs. 25 anos anteriormente). Esta alteração terá um impacto positivo entre EUR 65 mn –EUR 70 mn por ano no resultado líquido.

Valores em EUR mn	2015	2016	YoY (%)
Receitas	1.547,0	1.650,8	7%
Europa	831,6	913,0	10%
América do Norte	695,7	705,2	1%
Brasil	21,4	34,4	61%
EBITDA	1.142,3	1.171,0	3%
Margem EBITDA	74%	71%	-3 p.b.
D&A + Provisões + Amortização proveitos diferidos	- 564,5	- 651,4	15%
EBIT	577,8	564,0	-2%
Resultados financeiros	- 285,5	- 350,1	23%
Ganhos/(perdas) em associadas	- 1,5	- 0,2	n.a.
Resultados Antes de Impostos	290,8	213,7	-27%
Impostos sobre o rendimento	- 45,3	- 37,6	-17%
Resultado Líquido do Exercício	245,5	176,1	-28%
Resultado Líquido (Accionistas EDPR)	166,6	56,3	-66%
Interesses não controláveis	78,9	119,8	52%

Fonte: EDP Renováveis – Resultados 2016

▲ Perspectivas Futuras

No Dia do Investidor (CMD na sigla inglesa) da EDP Renováveis, a empresa expôs a sua estratégia até 2020. O crescimento da empresa assenta numa estratégia de investimento, com as adições de capacidade a atingirem 700 MW/ano, incrementando o seu *portfolio* para aproximadamente 13,1 GW (segundo os nossos cálculos).

Os Estados Unidos concentram uma ‘fatia’ considerável da estratégia de investimento e crescimento da empresa, pelo que a eleição de Donald J. Trump – abertamente pró energias de fontes convencionais - como 45º Presidente dos EUA tenha levado a que o título descontasse no mercado um enquadramento mais desafiador neste mercado.

A equipa de gestão, em seguimento desta reacção das acções, já reafirmou a sua confiança que irá conseguir atingir os objectivos propostos no CMD. A EDP Renováveis relevou:

- i) A soberania que os Estados detêm na definição de políticas energéticas, e o interesse destes em fontes renováveis, devido ao perfil de custos competitivo face às fontes convencionais;
- ii) Maior procura por parte de empresas, para responder às suas necessidades energéticas, de fontes renováveis, realizando acordos de fornecimento de longo prazo com empresas como a EDP Renováveis. As empresas beneficiam assim da já referida estrutura de custos competitiva e do ‘golpe de marketing’ associado a um perfil mais ecológico.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Os factores adicionais de risco nos Estados Unidos são:

- i) Uma eliminação repentina dos créditos fiscais atribuídos à produção. Contudo, e tendo em conta que uma eliminação gradual destes foi aprovada em 2015, pela mesma maioria que agora teria que revogar esta eliminação gradual, consideramos este cenário pouco provável. De facto, a atenção desta administração deverá centrar-se no desregular das fontes convencionais e não no revogar da regulação e incentivos das energias renováveis;
- ii) A reforma fiscal prometida por Trump, que inclui a redução do imposto corporativo. Esta deverá, numa base consolidada, ser positiva para a EDP Renováveis, ainda que a relativa incerteza atribuída a esta, leve a que apenas incorporemos este factor aquando a confirmação dos moldes em que a reforma será realizada.

Price Target

Optámos por avaliar a EDP Renováveis através de múltiplos – de EV/EBITDA e EV/MW – ponderando cada em 50%. O múltiplo de EV/EBITDA considerado resulta da média aritmética do múltiplo da empresa dos últimos 5 anos, e o EV/MW decorre do valor médio obtido pela empresa nas transacções de *asset rotation* (1,5x) aplicando um desconto de 10% a este.

Análise de Sensibilidade

WACC	Múltiplo EBITDA					
	EV/EBITDA					
	6,63	7,63	8,63	9,63	10,63	
6,2%	2,66	4,04	5,43	6,82	8,20	
6,4%	2,59	3,96	5,34	6,72	8,09	
6,7%	2,52	3,88	5,25	6,62	7,98	
6,9%	2,45	3,81	5,16	6,52	7,87	
7,2%	2,38	3,73	5,07	6,42	7,77	

Fonte: Bloomberg; EDP Renováveis; Research BiG

Método Crescimento Múltiplo EBITDA (EUR mn)	
Terminal EBITDA	1.467
WACC	7%
Enterprise Value / EBITDA	8,6
Enterprise Value	12.657
Present Value of Terminal Value	10.283
(+) Present Value of Free Cash Flows	21
(=) Current Enterprise Value	10.304
(-) Dívida Líquida	2.755
(-) Parcerias Institucionais	1.520
(-) Interesses Minoritários	1.448
(=) Equity Value	4.580
# Acções	872
Preço Actual (EUR)	6,11
Preço-Alvo (EUR)	5,25
Up/Downside Estimado	-14%

Método Múltiplo EV per MW (EUR mn)	
Capacidade Instalada	10.408
Múltiplo EV per MW (EUR mn/MW)	1,4
Enterprise Value	14.050
(-) Dívida Líquida	2.755
(-) Parcerias Institucionais	1.520
(-) Interesses Minoritários	1.448
(=) Equity Value	8.327
# Acções	872
Preço Actual (EUR)	6,11
Preço-Alvo (EUR)	9,55
Up/Downside Estimado	56%

WACC	
Mercado de Referência	EuroStoxx
Rd (antes de imposto)	4%
Re	9%
Tx de Imposto	25%
Dívida Líquida (EUR mn)	4.276
Equity (EUR mn)	5.722
WACC	7%

Price Target BiG	7,40
Up/Downside Estimado	21%

Fonte: Bloomberg; EDP Renováveis; Research BiG

Price Target vs. Consenso

Da aplicação dos dois modelos decorre o preço-alvo por acção de EUR 7,40/acção, que face á cotação de fecho da EDP Renováveis a 20/03/2017 de EUR 6,11, representa um *upside* de 21% e resulta na recomendação de Comprar.

O preço alvo do Research BiG de EUR 7,40/acção é superior ao valor médio atribuído pelo mercado à EDP Renováveis.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Consenso de Mercado	Preço (EUR)	Upside/Downside
Preço a 17/03/2017	6,11	-
Price Target BiG	7,40	21%
Price Target (High)	8,20	34%
Price Target (Low)	4,50	-26%
Price Target (Average)	7,13	17%

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Conclusão

A EDP Renováveis está 'na crista da onda' para beneficiar do processo de descarbonização do nosso planeta, devido ao seu modelo operacional de geração de energia renovável.

O seu plano estratégico, assente na expansão de capacidade eólica e solar, descreve o potencial de crescimento da acção. Ainda que este plano acarrete riscos – como qualquer investimento – consideramos que o *track-record* da empresa de boa execução; de rentabilização dos seus activos através de estruturas alternativas (nomeadamente o programa de *asset rotation*), em conjunto com o potencial crescimento resultante desta estratégia, justificam estes.

Assim, o racional de investimento na empresa numa perspectiva de apreciação de capital sustenta a nossa recomendação de Comprar e o preço-alvo de EUR 7,40/acção.

Síntese de Projecções

(EUR mn)	2017E	2018E	2019E	2020E
Receitas	1.738	1.886	2.033	2.195
Var. YoY (%)	5%	9%	8%	8%
Custos Operacionais	617	654	691	728
Var. YoY (%)	16%	6%	6%	5%
% Receitas	36%	35%	34%	33%
EBITDA	1.120	1.231	1.343	1.467
Var. YoY (%)	-4%	10%	9%	9%
% Receitas	64%	65%	66%	67%
D&A	491	527	563	599
Var. YoY (%)	-19%	7%	7%	6%
EBIT	629	704	780	868
Var. YoY (%)	12%	12%	11%	11%
% Receitas	36%	37%	38%	40%
Impostos	157	176	195	217
NOPAT	472	528	585	651
Var. YoY (%)	2%	12%	11%	11%
Capex	1.080	1.080	1.080	1.080
Variacão Net Working Capital	16	16	6	7
FCF	-133	-41	62	163
PV of FCF	-127	-36	51	133
EBT	329	407	484	573
Resultado Líquido atribuível aos accionistas da EDP	102	150	196	252
EPS	0,12	0,17	0,23	0,29

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Analista:

 João Lampreia
 joao.lampreia@big.pt

Research:

 João Lampreia
 Ana Mendonça
 Diana Oliveira
 Bernardo Câncio
 research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
 - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;A tipologia de investimento supra mencionada mostra-se meramente indicativa e não, globalmente, estrita.
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BIG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	4	44,4%
Manter/Neutral	5	55,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	9	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	40,0%
Stop Loss	6	60,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	10	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Dezembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	50,0%
Stop Loss	2	25,0%
Em Vigor	2	25,0%
Total	8	100,0%

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Analista:João Lampreia
joao.lampreia@big.pt**Research:**João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.