

REN – Concessão de armazenamento subterrâneo consolida posição

VISÃO – Comprar

Price Target: EUR 3,18

Preço e Performance

Preço	2,72
Máx de 52 semanas	2,91
Mín de 52 semanas	2,16
YTD (%)	21,45
Volume médio diário (mn)	718.066
Capitalização bolsista (mn)	1.451
Beta	0,59
Dividendo	0,171
EPS	0,23

Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	7
MANTER	3
VENDER	2

Informação Financeira

Vendas (mn)	576
EBITDA (mn)	517
Nº de empregados	-
ROA (%)	2,39
ROE (%)	11,02
D/E	1,80
DY	6,29

Evolução Gráfica



Estrutura Accionistas

State Grid Corp Of China	25,00%
Oman Iol Company	15,00%
Gerstmin SGPS	5,87%
Energias de Portugal	5,00%
Oliren SGPS	5,00%
Red Electrica de Espana	5,00%
EGF-GCF SA	5,00%

Sumário

A REN anunciou recentemente o acordo com a Galp para a **transmissão parcial da concessão de armazenamento subterrâneo de gás natural** no concelho de Pombal, através das participadas REN Armazenagem e Trangás Armazenagem. Com esta transmissão parcial a REN detém a **totalidade das infra-estruturas de armazenamento subterrâneo de gás natural actualmente em exploração em território nacional**.

O **desempenho da empresa no 1S2014** continuou a **tendência decrescente** com os **rendimentos operacionais a cair 7%** face ao semestre homólogo e o **resultado líquido, pressionado pela contribuição extraordinária do sector energético (CESE), a tombar 9%** para os EUR 58.278 mn.

Realce também para a **conclusão do processo de privatização da empresa**, que ocorreu no primeiro semestre, com os **11% detidos pela Parpública e CGD a serem alienados no mercado accionista por 2,68 por acção** o que resultou num encaixe de EUR 157,4 mn.

Por último, a REN foi recentemente alvo de uma **subida na sua notação para “Baa3”** com um **outlook positivo** pela Moody's, com o **rating a elevar a cotada para o grau de investimento**.

2 – Resultados

	EUR '000	Jun-12	Jun-13	Jun-14	Δ 1S13 / 1S14
Vendas		146	86	59	-31,4%
Prestação de Serviços		290.731	280.504	280.433	0,0%
Rendimentos de Construção em Ativos Concessionados		74.803	58.764	36.009	-38,7%
Ganhos/ (perdas) de associadas e empreendimentos conjuntos		602	-533	226	-
Subsídios à exploração		-	-	2	-
Outros rendimentos operacionais		10.360	14.251	10.959	-23,1%
Total dos Rendimentos Operacionais		376.642	353.072	327.688	-7,2%
Custo das Vendas		-227	-188	-262	39,4%
Gastos de construção em activos concessionados		-61.024	-46.679	-25.957	-44,4%
Fornecimentos e serviços externos		-23.944	-17.957	-15.776	-12,1%
Gastos com pessoal		-22.856	-27.829	-26.279	-5,6%
Depreciações e amortizações do exercício		-97.072	-100.006	-100.912	0,9%
Reversões/ (reforços) de provisões		153	82	-227	-376,8%
Reversões/ (reforços) de imparidades		-	5.296	-28	-100,5%
Outros gastos operacionais		-7.072	-5.866	-6.539	11,5%
Total dos Gastos Operacionais		-212.044	-193.147	-175.979	-8,9%
Resultado Operacional (EBIT)		164.598	159.925	151.709	-5,1%
Gastos de Financiamento		-70.126	-77.650	-63.285	-18,5%
Rendimentos Financeiros		986	6.557	4.924	-24,9%
Dividendos de empresas participadas		1.983	5.377	6.200	15,3%
Resultado Financeiro		-67.157	-65.717	-52.161	-20,6%
Resultado Consolidado antes de impostos e CESE		97.441	94.209	99.548	5,7%
Imposto sobre o rendimento		-26.873	-30.157	-28.738	-4,7%
Contribuição extraordinária sobre o sector energético (CESE)		-	-	-12.532	-
Resultado líquido consolidado do período		70.569	64.052	58.278	-9,0%

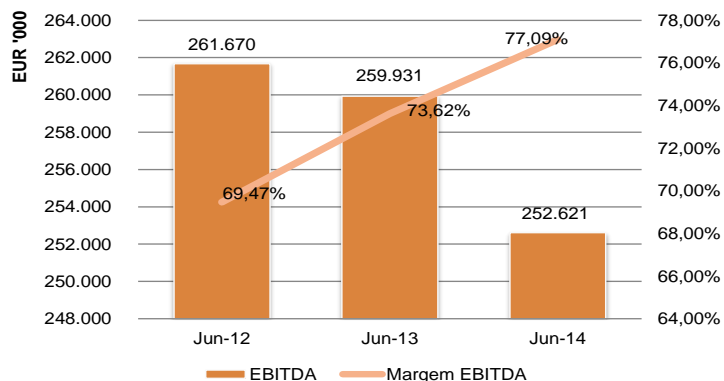
Fonte: Resultados do 1º Semestre REN 2014

CONTACTOS

Research

João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt
Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt

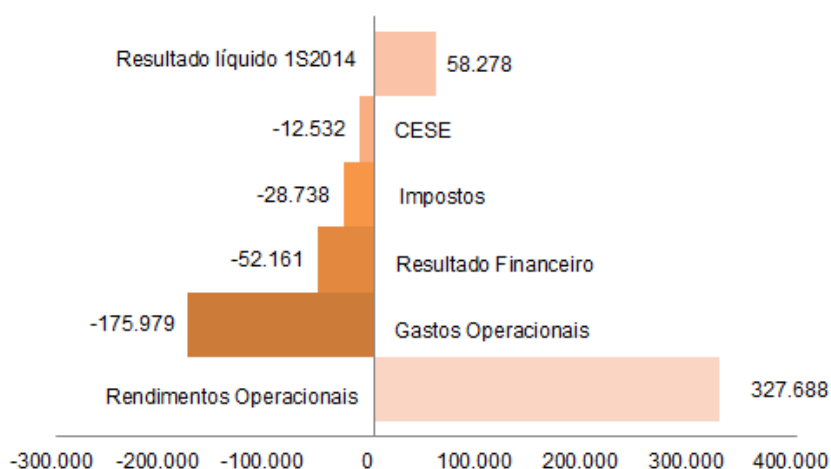
Volume de Negócios &
EBITDA



Fonte: Resultados do 1º Semestre REN 2014

Os rendimentos operacionais do 1S2014 caíram 7,2% e, por conseguinte o EBITDA diminuiu 3%, relativamente ao período homólogo, penalizado pelo tombo de 98% na remuneração dos terrenos de domínio público hídrico devido a alteração da metodologia de determinação da taxa de remuneração dos activos, que se materializa numa redução de EUR -3,9 mn. Nota que, a partir de 2015, a taxa de remuneração destes terrenos passará a estar associada ao grau de desempenho da REN enquanto concessionária da rede de transporte de electricidade. A redução dos proveitos com a capitalização de TPE's em 16,8%, devido à redução dos TPE's financeiros afectados pela redução do imobilizado em curso médio e do custo médio da dívida, traduz-se num impacto negativo de EUR -2 mn no EBITDA. A contribuir favoravelmente e a suportar a subida na margem do EBITDA, encontra-se o aumento da remuneração em EUR 1,5 mn do RAB (Base de Activos Regulados) e a redução nos custos operacionais, num total de EUR 3 mn- queda de EUR 1,7 mn em custos com pessoal e EUR 1,3 mn em custos externos. As diferenças de alisamento no Gás Natural resultaram num efeito positivo de EUR 2,5 mn, assim como o aumento da recuperação de amortizações líquidas de subsídios ao investimento no montante de 1,7M€, suportada pelo aumento na base de RAB.

Resultado Líquido



Fonte: Resultados do 1º Semestre REN 2014

CONTACTOS

Research

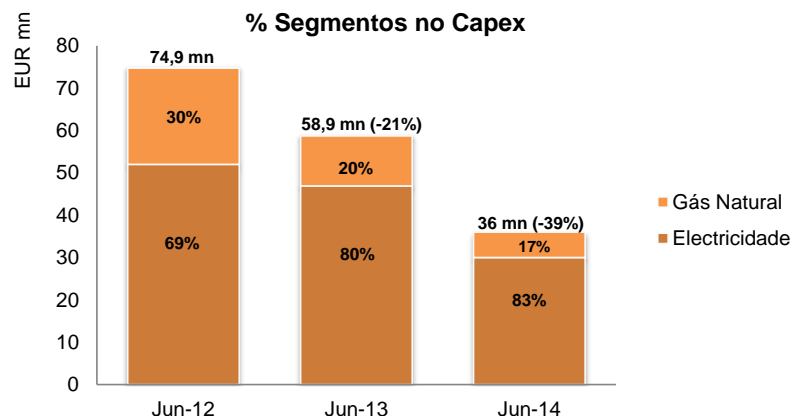
João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt
Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt

O **resultado líquido recuou em 9%, pressionado pela CESE** - taxa de 0,85% aplicável sobre os activos fixos - no montante de EUR 12,5 mn, cujo pagamento será efectuado em 2014 e 2015, com um impacto anual em 2014 estimado pela REN de EUR 25 mn. A **mitigar os efeitos da CESE encontram-se os resultados financeiros**, com uma queda de 18,5% nos gastos financeiros suportados pela diminuição na dívida e no custo associado a esta, e o aumento de 15,3% dos dividendos de empresas participadas, que se materializam em EUR 6,2 mn pagos a REN. **Não obstante a queda de 9% registada**, é importante destacar que retirando o efeito de itens não recorrentes, o **lucro recorrente da REN subiu em 16,8%** para os EUR 72,3 mn (EUR 61,9 mn no primeiro semestre de 2013).

Dividendo

Historicamente a REN **distribui entre 60% a 80% do resultado líquido aos accionistas**. A distribuição relativamente ao exercício de 2013 cifrou-se nos EUR 0,1701 por acção brutos, com a empresa a **projectar um ligeiro crescimento nominal por do dividendo por acção até 2016**.

Investimento



Fonte: Resultados do 1º Semestre REN 2014

O **investimento diminuiu 38,8% no primeiro semestre de 2014, para os EUR 36 mn de CAPEX**, com **quedas de 36% e 49,9%** nos segmentos de **electricidade e gás natural** respectivamente. A redução é atribuível ao atraso no início de alguns investimentos no segmento da electricidade que ocorreu no primeiro trimestre do ano e à sazonalidade inerente ao investimento. Contudo a já anunciada compra da concessão de armazenamento de gás natural à Galp por 71,7 mn, cuja conclusão encontra-se apenas pendente de “à obtenção das aprovações legais e contratuais aplicáveis e à confirmação de que da transmissão não resultarão alterações regulatórias”, aumentará o investimento da empresa para os EUR 200 mn definidos como alvo anual.

As transferências para exploração – investimentos concluídos que iniciam actividade – aumentaram em EUR 1,4 mn (EUR +1,0 mn no segmento de electricidade e EUR +0,4 mn no gás natural) o que representa uma subida de 16,7% relativamente ao período homólogo.

CONTACTOS

Research

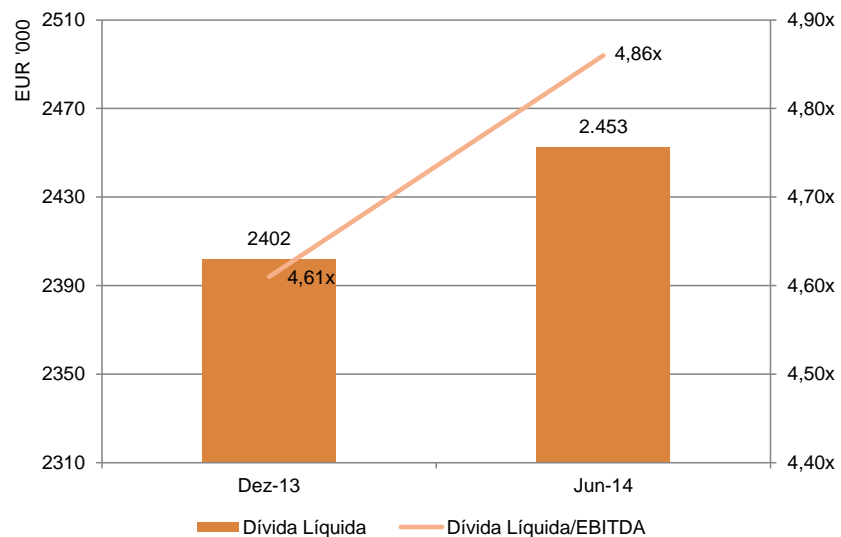
João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt
Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt

Base de Activos
Regulados

	% do RAB		Taxa de Retorno (RoR)	
	1S2014	Δ 1S13 /1S14	1S2014	Δ 1S13 /1S14 (p.p.)
Terrenos Hídricos	298	-0,99%	0,30%	-2,50
Gás natural	1.096	-4,31%	7,60%	-0,40
Electricidade s/prémio	2.087	4,35%	7,80%	-0,20
Electricidade c/prémio			9,30%	-0,20
Média	3.481	1,80%	7,50%	-0,40

O RAB médio evoluiu positivamente, com um crescimento de 1,8%, ao atingir os EUR 3.480,6 mn, impulsionado pelo segmento de electricidade com um aumento no RAB médio de EUR 73,5 mn, e penalizado pelo decréscimo no segmento de gás natural (EUR -11 mn), devido a queda do RAB médio da REN Atlântico (EUR -19,5 mn). **Realce para as operações de electricidade com prémio**, que contribuiu positivamente para o RAB em EUR 131 mn e **que representam a actividade com maior rendibilidade**, com uma taxa de retorno de 9,3%.

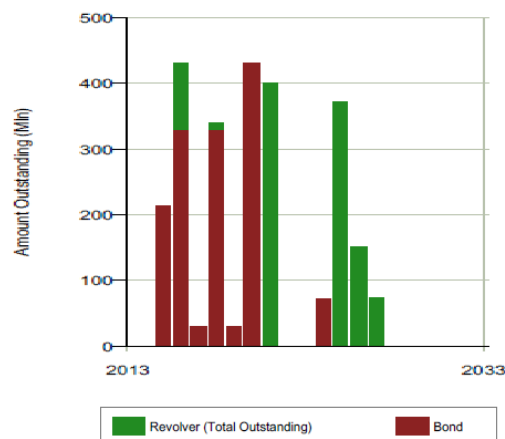
Dívida Financeira



Debt Type: Bonds and Loans
Payments: Principal Only

All values in EUR

Loan Type: All
Debt: To Maturity



CONTACTOS

Research

João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt

Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt

Fonte: Resultados do 1º Semestre REN 2014 e Bloomberg

A **dívida líquida aumentou em 2,1%** face ao valor registado no final de 2013 (relativamente ao semestre homólogo reduziu em 1,9%). No entanto o **custo médio da dívida evoluiu no sentido contrário**, ao cair em 0,79 p.p., para os 4,75%, embora o aumento da dívida líquida, juntamente com a redução do EBITDA, tenha resultado num agravar do rácio de dívida sobre EBITDA para 4,86x. Durante o primeiro semestre deste ano a REN celebrou um contracto de financiamento com o *Bank of China* de EUR 200 mn, com uma maturidade de 5 anos.

Perspectivas Futuras

- A REN **opera num sector regulado o que implica** revisões efectuadas a cada três anos pela entidade reguladora que **podem resultar em mudanças na remuneração e nos incentivos que esta recebe**. No segmento de electricidade a revisão irá ocorrer no segundo semestre de 2014, com o objectivo de definir a remuneração para o período de 2015 a 2017, sendo que a REN **não espera uma redução da taxa de retorno, com a empresa a projectar um clima estável a nível regulatório**.
- A empresa definiu como objectivo no Dia do Investidor de 2012, **a expansão internacional a ser iniciada em 2014**, com o foco na **América Latina**. Esta expansão dependerá da natureza e extensão do CAPEX investido e **pode representar cerca de 10% do EBITDA** em 2016. No entanto consideramos que o prazo de 2014 não é exequível, dado que a empresa apresenta uma relativa inércia em relação ao plano de expansão, pois até ao momento não foram divulgados quaisquer projectos internacionais pela empresa. Actualmente apenas detém pequenas participações (entre 1% e 10%) em Espanha, França e Moçambique.
- Relativamente a evolução das principais rubricas o **Grupo projecta um crescimento do RAB de 5%/ano**, com uma taxa de retorno de 2% (em Portugal). Quanto ao **EBITDA** é estimado um **crescimento anual entre 3% e 5%** e uma **subida de 5%/ano no resultado líquido**.
- O **target de investimento anual** definido pela empresa cifra-se nos **EUR 200 mn em Portugal e EUR 140 mn em projectos internacionais**, num total de EUR 1,7 mil mn no entre 2012 e 2016.
- A empresa prossegue o esforço de redução de endividamento, e antecipa uma diminuição na dívida líquida em 2014 e projecta que o custo médio de dívida se mantém estável em 2014, com uma queda em 2015 e 2016 em seguimento do refinanciamento da dívida "cara". O **target para a dívida líquida em 2016** encontra-se entre **EUR 2.7 mil mn e 2.8 mil mn** e o **rácio de dívida sobre EBITDA de 4.6x** (com internacionalização) e 4,1x (considerando apenas Portugal).
- O impacto da **CESE** nas contas anuais da empresa encontra-se **estimado em EUR 25 mn, com 50% deste valor já pago durante o 1S2014**, e com a REN a projectar que a contribuição apenas será estendida até 2015.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt
Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt

Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2014E	P/E 2015E	P/BV	YTD %	Divid. Yield %	BETA	ROE(%)	ROA (%)	D/E (%)	EV/EBITDA 2013	EV/Sales 2013	Endividamento	Div. Liq./Activo	Div. Liq./EBITDA
SNAM SPA	14,70	14,37	2,47	8,85	5,33	0,65	17,05	4,39	222	10,24	7,66	75%	56%	4,77
RED ELECTRICA	15,57	14,90	3,89	32,82	3,95	0,79	25,57	5,61	256	-	-	76%	58%	4,14
ENAGAS SA	15,02	14,98	2,82	34,01	4,98	0,61	19,59	5,05	197	9,25	7,70	70%	53%	3,72
TERNA SPA	15,49	14,68	2,66	7,93	4,96	0,62	18,14	3,98	296	10,21	8,13	80%	48%	4,83
ELIA	14,66	14,78	1,02	10,16	4,15	0,58	8,14	2,76	144	9,64	3,61	66%	42%	5,52
FLUXYS BELGIUM	31,16	32,60	2,51	4,52	4,69	0,36	8,48	2,35	201	10,68	5,18	72%	46%	4,37
NATIONAL GRID PL	16,29	15,45	2,91	14,09	4,90	0,75	22,37	4,62	218	10,57	3,63	77%	42%	4,33
REN-REDE ENERGET	12,58	12,30	1,35	21,45	6,29	0,59	11,02	2,39	248	7,63	6,84	79%	49%	4,82
média	16,93	16,76	2,45	16,73	4,91	0,62	16,29	3,90	223	9,75	6,11	75%	49%	4,56
média exc. REN	17,56	17,39	2,61	16,06	4,71	0,62	17,05	4,11	219	10,10	5,98	74%	49%	4,53

Fonte: Bloomberg/ Banco BiG Research

Análise Fundamental

A REN **negocia com um forte desconto** nas métricas de P/E 2014E, P/E2015E e P/BV relativamente à média sectorial, com valores de 12,58 vs 17,56; 12,30 vs 17,39 e 1,35 vs 2,61 respectivamente. Contudo, **os múltiplos de EV/EBITDA e EV/Sales apresentam valores mistos**, com o primeiro abaixo das médias dos *peers* (7,63x vs 10,10x) e o segundo ligeiramente acima (6,84x vs 5,98x). O grupo apresenta **métricas de rentabilidade inferiores** com um *return-on-assets* e *return-on-equity* de 2,39% e 11,02% face aos 4,11% e 17,05% da média sectorial, embora **o seu *dividend yield* seja superior aos seus pares** (6,29% vs 4,71%). Por último a REN encontra-se mais endividada que a média do sector, com rácios de dívida sobre capital próprio e dívida líquida sobre EBITDA de 248% e 4,82x vs 219% e 4,53x.

Performance YTD

A REN **apresenta um desempenho *year-to-date* acima** da média do sector e do índice accionista de referência Português (PSI 20), com ganhos de 21,45% vs 16,06% e -9,16%. A empresa transacciona inclusive com uma valorização ligeiramente acima da verificada em 2013 (+17,30%).

Price Target

Avaliação via Múltiplos PER & P/BV

	PER14E	PER15E	P/BV	EV/Sales	Pressupostos	
Média Sector	17,59	17,42	2,61	5,98	EPS 14E	0,22
Price Target REN	3,79	3,84	5,25	1,79	EPS 15E	0,22

Price Target	3,66
Upside	34,94%

Fonte: Bloomberg/ Banco BiG Research

Avaliação via Múltiplo EV/EBITDA

EBITDA @ Terminal value (E)	611
Exit Enterprise Value / EBITDA	7,7
Enterprise Value	4.149
Net Debt	2.505
Equity Value	1.644
# Shares Outs.	534

PriceTarget	3,08
Upside	13%

Fonte: Resultados do 1º Semestre REN 2014

CONTACTOS

Research

João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt
Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt

Avaliação via DCF

Estimativa de CESE para 2014
& 2015: EUR 25 mn

(em EUR mn)	Dez 14 E	Dez 15 E	Dez 16 E	Dez 17 E	Dez 18 E	Dez 19 E
EBITDA	532	548	564	581	599	617
EBIT	326	339	350	361	384	398
D&A	206	209	214	220	215	218
CAPEX	200	340	340	340	340	340
NWC	23	-30	23	35	-4	10
FCF	180	103	89	92	140	140

	C. Próprio	Dívida
Peso	35%	65%
Custo	9%	3%
Custo Ponderado	3%	2%
WACC	5,18%	

Country Risk Premium	10,64%
Beta (PSI20)	0,58
Risk-Free	3,2%

Price Target DCF	2,81
Upside	3%

Fonte: Bloomberg/ Banco BiG Research

Price Target Final

O preço-alvo da REN resulta da média aritmética dos três métodos de avaliação enumerados previamente e representa um *upside* relativamente ao preço de fecho de 29 de Agosto de 2014 de 17%.

Price Target Múltiplo PER & P/BV	3,66
Upside	35,69%

Price Target DCF (EUR) /ação	2,81
Upside	3%

PriceTarget Múltiplo EV/EBITDA (EUR) /ação	3,08
Upside	13%

Média	3,18
Upside	17%

Conclusão

A REN detém o monopólio da rede de transporte de electricidade e gás natural em território português, através das concessões de 40 e 50 anos respectivamente, o que juntamente com o facto de o sector onde opera ser regulado, garante uma estabilidade na geração de *cash-flow* e distribuição de dividendos aos accionistas.

Com o potencial de crescimento parcialmente esgotado em Portugal, surge a necessidade de internacionalização, com o Grupo a virar-se para o mercado da América Latina como a principal fonte de expansão, após passar os últimos anos focado em aumentar a eficiência – como é comprovável pela margem de EBITDA de 77%- e reduzir o endividamento.

Embora o título demonstre uma apreciação no seu preço significativa, é importante destacar que a REN ainda se encontra a desconto face aos seus pares, pelo que estamos em crer que, tendo em conta a estabilidade do negócio, a boa gestão operacional, a rentabilidade do dividendo e o potencial de crescimento internacional, o título ainda ostenta margem para ganhos adicionais, o que suporta a nossa recomendação de **COMPRAR**.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt
Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt

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%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pelo Banco BiG Research 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 30 de Junho de 2014:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	4	57,1%
Manter/Neutral	3	42,9%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	7	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2014

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	6	54,5%
Stop Loss	2	18,2%
Em Vigor	3	27,3%
Total	11	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Junho de 2014:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	2	50,0%
Stop Loss	2	50,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	4	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 servirem 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. 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.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
Joao.lampreia@bancobig.pt
José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt
Diana Oliveira
Diana.oliveira@bancobig.pt