



## Análise Sectorial

---

# OIL & GAS



## Índice

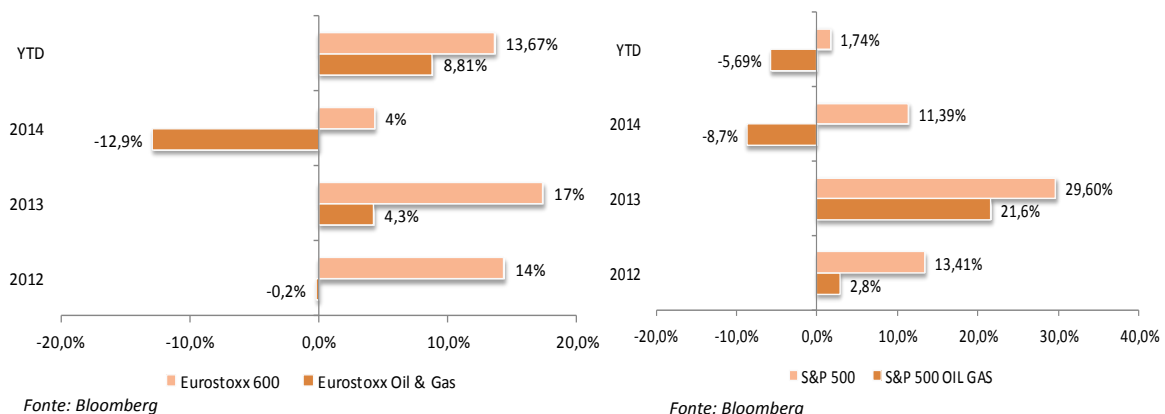
---

Enquadramento Sectorial.....	3
Principais Tendências.....	5
Análise Relativa.....	7
Petrolíferas Europeias.....	9
Petrolíferas EUA.....	10
Prestadoras de Serviços .....	11
Conclusão.....	12
Glossário.....	12

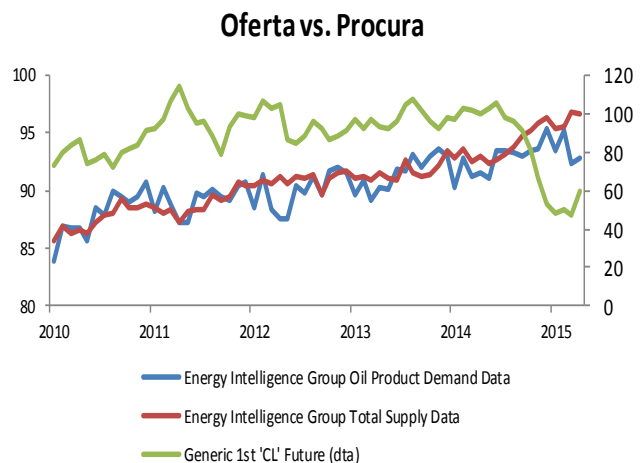
## Enquadramento Sectorial

A presente análise pretende estudar o actual enquadramento do sector de *Oil & Gas*, cujo desfasamento entre a procura e oferta levou a uma reviravolta de 180º no último semestre de 2014.

Iniciando com uma comparação do sector vs. o mercado accionista, é interessante destacar que o crude a níveis historicamente elevados – acima dos USD 100 por barril – não se traduziu em ganhos superiores do sector face aos índices. Pelo contrário, as cotadas *underperformaram* nos últimos anos, intensificando as perdas em 2014, devido às sucessivas quedas no preço, e nem o *mini-rally* do preço após Março de 2015, que levou à estabilização de preço entre USD 50-60 por barril, inverteu esta tendência.

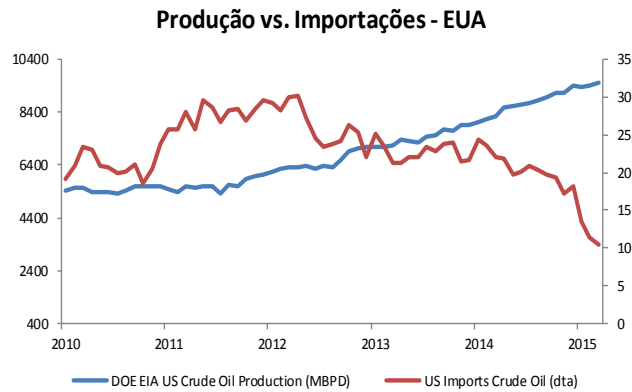


Tal como previamente referido, a notável queda nos preços do crude que ocorreu no segundo semestre de 2014 e estendeu-se até Março de 2015, colocando o preço do 'ouro negro' próximo dos USD 40 por barril (cerca de 60% de desvalorização face aos máximos), despoletou-se devido a um desfasamento entre a procura e oferta. Se por um lado, o crescimento anémico da economia europeia, a desaceleração das economias emergentes e a crescente adopção de outras fontes de energia (gás, renováveis, etc.) provocou um choque negativo no lado da procura; por outro, o *boom* de petróleo de xisto (*shale oil*) nos EUA figura como o principal catalisador do choque positivo na oferta, intensificado pela possível retirada das sanções ao Irão. Como tal, e seguindo o racional de uma das principais leis económicas - Procura e Oferta-, esta disparidade é corrigida por uma queda no preço.



O impacto da exploração de petróleo e gás de xisto no mercado é facilmente identificável não só pelas maiores taxas de crescimento de produção de crude nos EUA, mas principalmente pela redução da exposição da maior economia do mundo às importações de crude (embora

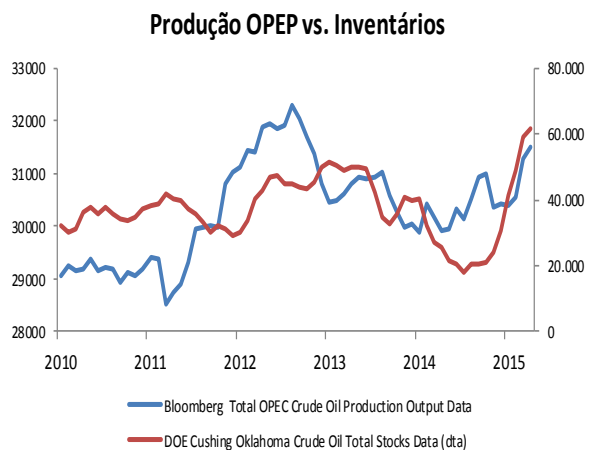
outros países - Canadá, Argentina e China - produzam *shale oil*, os Estados Unidos surge como o maior *player* neste segmento). No entanto, esta produção é caracteristicamente mais cara (vs. exploração convencional), fragmentada (constituída por várias empresas de reduzidas dimensões) e nos EUA não pode ser exportada (excepto em casos especiais), o que exacerba os riscos associados a esta num ambiente de reduzidos preços do crude.



Fonte: Bloomberg

No passado, os desfasamentos de petróleo na esfera da oferta eram “cortados pela raiz” através de uma redução da produção pela OPEP – Organização de Países Exportadores de Petróleo – que representa 40% da produção mundial de *crude*. Contudo, e de forma a manter as suas quotas de mercado, num ambiente de crescente produção de *shale oil*, a OPEP (com especial ênfase a Arábia Saudita que explora *crude* aos menores preços) decidiu aumentar as quotas de produção. O objectivo é ‘inundar’ o mercado, para que o preço recue até valores insustentáveis para os produtores de petróleo de xisto, provocando assim uma redução na produção de petróleo não-convencional e permitindo que a OPEP mantenha a sua quota de mercado.

No entanto, a eficácia desta estratégia é questionável, dado que a produção de crude (OPEP, EUA e outros) continuou a tendência crescente desde a fatídica reunião da OPEP em Novembro de 2014, que levou o crude a desvalorizar 10,23% numa única sessão. Outros vértices pressionam o racional de ajustamento via contracção da oferta: a (possível) retirada das sanções do Irão que reintroduz um *player* de notável dimensão e o verdadeiro preço de *breakeven* da produção de xisto. Ainda assim, e embora a produção não convencional apresente menor rentabilidade vis-à-vis a convencional, o (menor) custo marginal de petróleo de xisto sustenta a continuação da sua produção, mesmo aos níveis de preço actuais. De facto, casas de investimento projectam que o intervalo crítico da produção de *shale* encontra-se entre os USD 45 – 65 por barril, com preços inferiores a USD 45 a pressionar significativamente a produção de *shale* dos EUA e preços acima da banda superior a impulsionar esta.



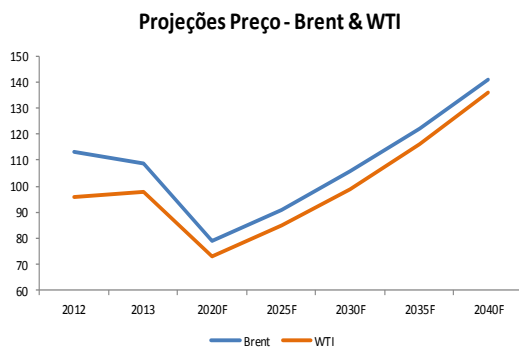
Fonte: Bloomberg

Em suma, um novo ‘alvorecer’ ocorre no sector, onde o crude negocia a valores distantes do *standard* de USD 100 por barril e sem nenhum *player* a ostentar a posição de ‘Rei e Senhor’.

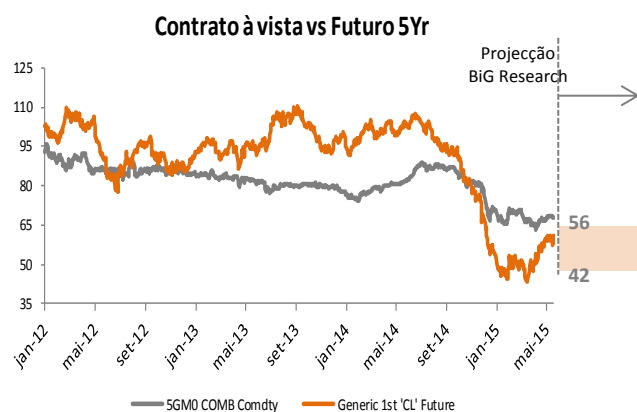
## Principais Tendências

As principais tendências no sector de *Oil & Gas* resultam da adaptação das empresas ao novo contexto de preços menores de crude, que refreou o sentimento de euforia observado no passado. Assim:

- **O 'novo contexto' de preços reduzidos.** A U.S. Energy Information Administration estima que em 2020 o WTI negocie nos USD 73 por barril e o Brent nos USD 79/bbl. Num *timeframe* mais curto, e considerando o desempenho dos futuros a 5 anos vs. contractos spot, projectamos que o crude transaccione entre USD 42 - 56 por barril em 2015. Apenas significativos (e pouco prováveis) choques à procura (aceleração no crescimento económico) ou à oferta (destruição de campos de produção devido a conflitos) poderão inverter esta alteração de um 'novo contexto' para o 'anterior paradigma'.



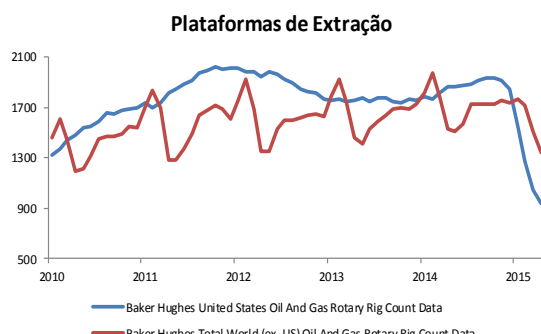
Fonte: U.S. Energy Information Administration



Fonte: Bloomberg; BiG Research

- **Redução no investimento/CapEx:**

As petrolíferas encetaram, como resposta à queda dos preços, planos de redução de custos e investimentos em novos projectos de exploração (em 2015 diminuições de 20% a 25% face a 2014). Esta contracção é visível pela redução nas plataformas de extracção, com especial intensidade nos EUA, onde o preço de produção do *shale* apresenta níveis de rentabilidade inferiores.



Fonte: Bloomberg

- **Consolidação do sector via M&A:** O segmento de *Oil & Gas* norte-americano encontra-se fragmentado, com especial destaque no que se refere à subindústria do petróleo de xisto. Com a recente queda do *crude* é expectável que, de forma a ganhar escala e reduzir custos, ocorram fusões e aquisições. De facto, o 2º (Halliburton) e 3º (Baker Hughes) *players* do segmento de serviços petrolíferos anunciaram uma fusão

em finais de 2014 e, já em 2015 a Shell ofereceu GBP 47 mil mn pela britânica BG. A propulsar o M&A no sector de *shale* dos EUA encontra-se a crescente alavancagem das petrolíferas – aumento de 2,5x<sup>1</sup> no sector entre 2006 e 2014 – que origina boas oportunidades de aquisições dos *players* de reduzidas dimensões que não ‘aguentam’ o pagamento de empréstimos num contexto de baixos níveis de preço por um elevado período. A aquisição pela Noble Energy da alavancada Rosetta Resources figura como exemplo.

- **Crescente alavancagem como meio de rendibilidade para o accionista:** O sector de *Oil & Gas* é historicamente indicado como uma das escolhas preferenciais na procura por dividendo. No entanto, o actual contexto de reduzidos preços pressiona a geração de *cash flow* das cotadas e conseqüentemente a sua capacidade de manter o pagamento de dividendos em linha com os valores distribuídos no passado. Conjuntamente, as taxas de juro reduzidas transformam o mercado obrigacionista numa alternativa de angariação de fundos atractiva, o que aumenta o risco que as *majors* petrolíferas invertam a tendência de reduzida alavancagem com o intuito de manter o *payout* para os seus accionistas (i.e. financiar dividendos via recurso a dívida).
- **Constrangimentos no armazenamento:** Uma das estratégias utilizadas pelos produtores/refinadores passa por armazenar o *crude* de forma a esperar por preços mais elevados para vender este. A tendência decrescente do preço de *crude* encetada nos 8 meses levou a que os níveis de armazenamento atingissem valores historicamente elevados, e levantaram a questão da sustentabilidade desta estratégia. Cada vez mais, o mercado receia que a redução na capacidade de armazenamento leve a que o mercado seja “inundado” por *crude* (até porque à medida que a capacidade de armazenamento diminuiu, o preço para armazenar aumenta e reduz a rentabilidade da estratégia) o que poderá pressionar ainda mais os preços, via excesso de oferta.

---

<sup>1</sup> BIS Quarterly Review, Março 2015

## Análise Relativa

Os títulos sobre análise encontram-se numerados em seguida:

Geografia		Sector: Oil & Gas	Market Cap	Avg. 30-Day Volume	Dividend Yield	YTD
Títulos	País	Segmento	(em Mn)	(em Th. shares Traded)	(em %)	(em %)
Statoil	Noruega	E&P	455.977	4.328	5,03	8,99
Exxon Mobil Corp	EUA	E&P e R&D	351.506	10.057	3,33	-9,06
Chevron Corp	EUA	E&P e R&D	188.245	6.556	4,28	-10,76
Royal Dutch Shell (RDSA)	Holanda	E&P e R&D	163.350	7.473	6,20	-6,74
Schlumberger	EUA	Prestação de Serviços	114.351	5.808	2,00	5,44
Total	França	E&P e R&D	106.754	6.440	5,48	4,80
BP	Reino Unido	E&P e R&D	79.902	29.080	6,48	6,47
ConocoPhillips	EUA	E&P	78.089	5.797	4,61	-8,29
Halliburton	EUA	Prestação de Serviços	38.804	11.262	1,51	15,95
Repsol	Espanha	E&P e R&D	23.219	9.342	8,42	8,65
Galp	Portugal	E&P e R&D	9.122	1.308	3,14	30,47

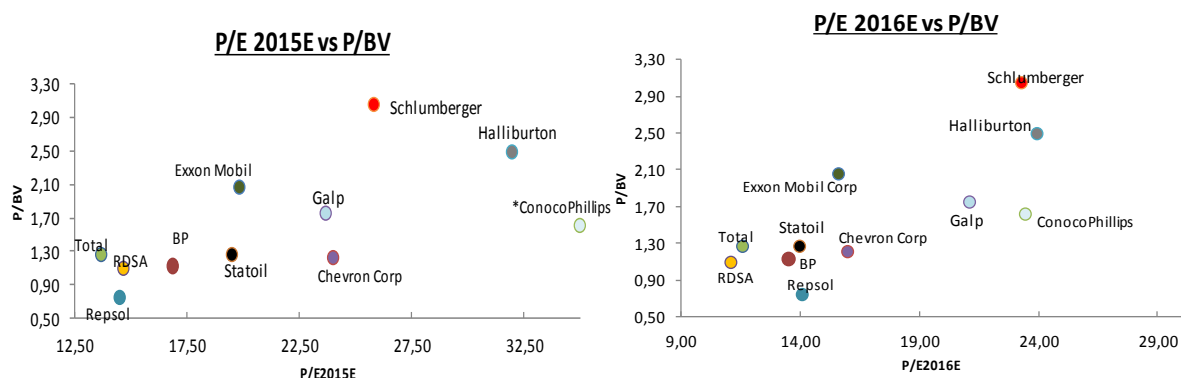
Valores denominados no câmbio doméstico

Organizado por Market Cap (decrescente)

E&P - Exploração e Produção/Upstream ; R&D - Refinação e Distribuição/Downstream

Fonte: Bloomberg

A análise de múltiplos em seguida será realizada considerando as 11 cotadas em estudo. A análise da evolução operacional, elaborada no próximo capítulo, encontra-se dividida em 3 subgrupos – petrolíferas europeias (6), petrolíferas norte-americanas (3) e prestadora de serviços (2). Tendo em conta o mais fragmentado mercado de *Oil & Gas* norte-americano, caracterizado por várias empresas de menor dimensão, situação exponenciada com o aparecimento de petróleo de xisto, a análise deste focar-se-á nos 3 principais *players*. No caso Europeu, devido ao carácter mais concentrado do sector, e embora não seja efectuado um estudo exaustivo, o número de cotadas em análise permite um *overview* completo. O *sub-sector* de prestação de serviços, constituído pelas empresas que fornecem equipamentos e serviços às petrolíferas, é analisado através de duas cotadas que conjuntamente dominam o sector – a Schlumberger e Halliburton – uma vez que a posição relativa, dimensão e liquidez retiram atractividade a outros nomes do segmento.

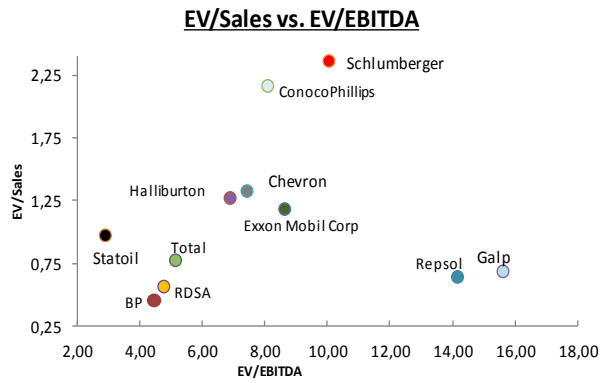


\*ConocoPhillips  
P/E15E: 159,94x ; P/BV:1,61x

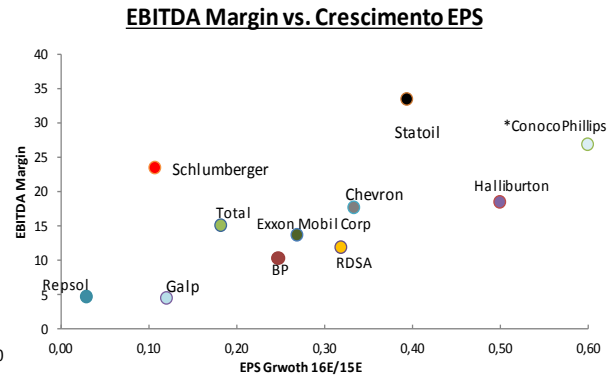
Fonte: Bloomberg

Fonte: Bloomberg

Numa leitura inicial aos múltiplos de P/E e P/BV é claro o prémio a que negociam as cotadas norte-americanas face às europeias. De facto, a Repsol, Total e Shell destacam-se com múltiplos a desconto face ao sector, ao contrário da ConocoPhillips (com um P/E15E elevadíssimo) e das prestadoras de serviços.



Fonte: Bloomberg



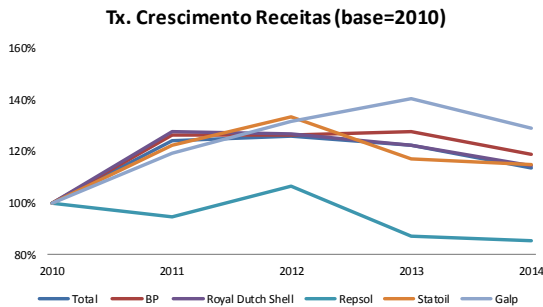
\*ConocoPhillips  
EBITDA Margin: 26,72%; EPS Growth: 5,81%

Fonte: Bloomberg

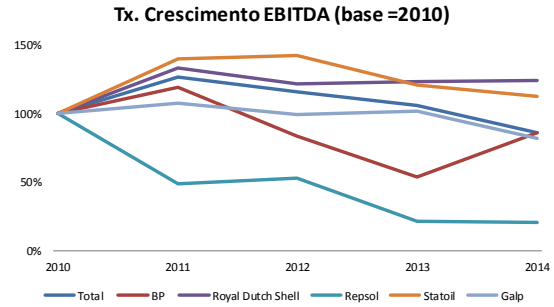
No que se refere aos múltiplos de EV/Sales e EV/EBITDA, a segregação geográfica já não é tão evidente. Não obstante, a Shell e Total continuam a apresentar um perfil mais descontado face às congéneres. As superiores margens e perspectivas de crescimento nos lucros por acção sustenta em parte os prémios relativos das empresas norte-americanas. Destaque ainda para as superiores margens de EBITDA e perspectivas de crescimento dos EPS das cotadas com maior exposição ao segmento de *upstream* (Statoil e ConocoPhillips), cuja historicamente mais elevada rentabilidade não apresenta significativas alterações neste novo 'contexto' de menores preços do crude.



## Petrolíferas Europeias

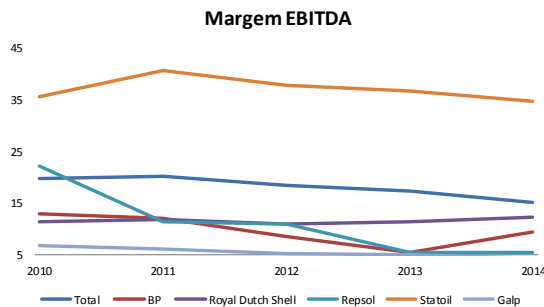


Fonte: Bloomberg

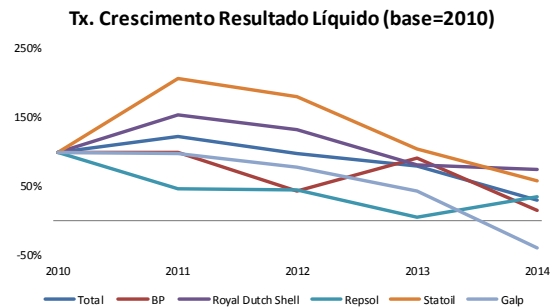


Fonte: Bloomberg

A espanhola Repsol destaca-se pela negativa, com quedas sucessivas nas receitas e EBITDA, penalizada pela nacionalização da Repsol YPF pela Argentina, que constringiu significativamente as actividades de exploração da Repsol na América Latina. O efeito da queda dos preços de *crude* é comprovável pela redução no crescimento das receitas das petrolíferas em 2014, em diferentes escalas.

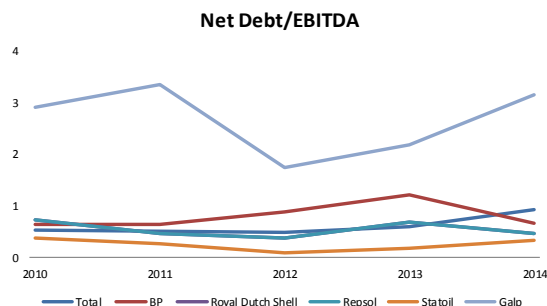


Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

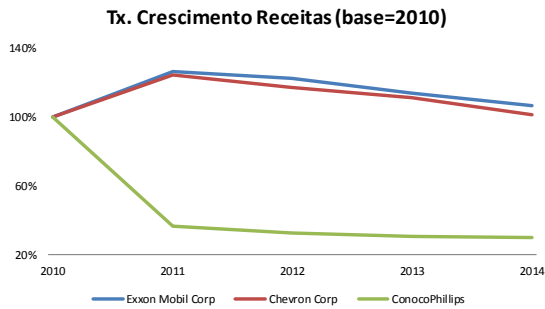
No que se refere à margem EBITDA, nota para a clara disparidade da norueguesa Statoil face as congéneres, devido ao perfil mais *upstream*, historicamente caracterizado por margens superiores. Por outro lado as ibéricas Repsol e Galp, com um significativo enviesamento na unidade de R&D no volume de negócios, apresentam as menores margens. Nota para a tendência decrescente do resultado líquido, com apenas a Repsol a inverter o comportamento.



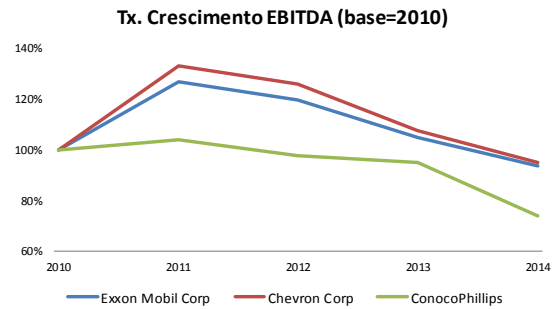
Fonte: Bloomberg

A Galp apresenta rácios de alavancagem significativamente superiores às *peers* – tal disparidade é parcialmente justificada pela estratégia de investimento no segmento de E&P, que surge como driver de crescimento da empresa no futuro.

## Petrolíferas EUA

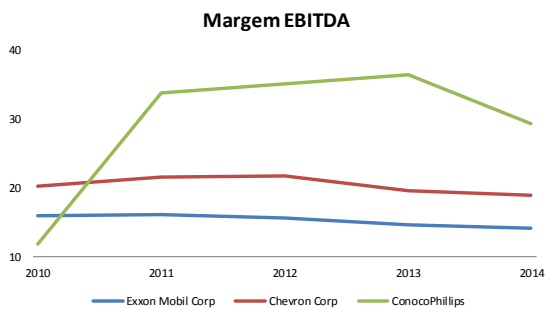


Fonte: Bloomberg

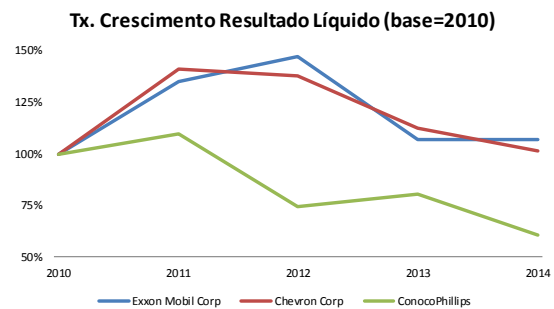


Fonte: Bloomberg

A ConocoPhillips realizou um *spin-off* da unidade de refinação e distribuição em 2011/2012, criando a Phillips 66, e transformando-se apenas numa empresa de *upstream*. A estratégia sustenta a significativa queda em 2011, em discordância com a Exxon Mobil e Chevron. Destaque também para a clara tendência de queda no EBITDA, reflectida pelas 3 cotadas em análise, mesmo em períodos de ‘bonança’ nos preços de *crude*.

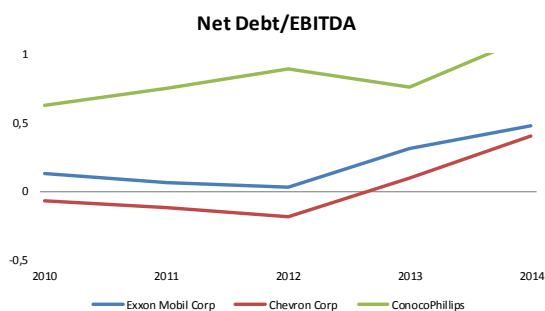


Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

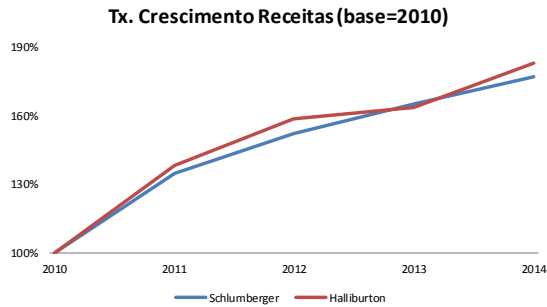
A evolução das receitas e margem EBITDA da ConocoPhillips encontra-se em claro contraciclo, com a aposta no segmento de E&P a beneficiar a margem EBITDA. Não obstante a maior rentabilidade do sector de E&P, a queda nos preços de *crude* na 2ª metade de 2014 penalizou a margem EBITDA da ConocoPhillips, ao contrário da Chevron e Exxon, cuja diversificação permitiu o “suavizar” desse efeito. Em linha com a evolução do EBITDA, a rubrica de resultado líquido também observa uma tendência descendente.



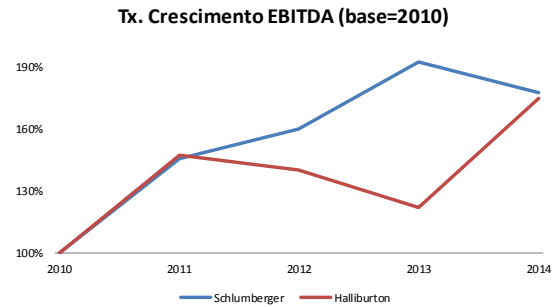
Fonte: Bloomberg

Embora o rácio de dívida líquida relativamente ao EBITDA ostente uma trajetória ascendente nos últimos 2 anos, é importante destacar os reduzidos valores de alavancagem. De facto, o sector de *Oil & Gas* é caracteristicamente pouco alavancado, com apenas as produtoras de *shale* – que financiaram a sua expansão via *leverage* – a registarem posições financeiras mais débeis.

## Prestadoras de Serviços

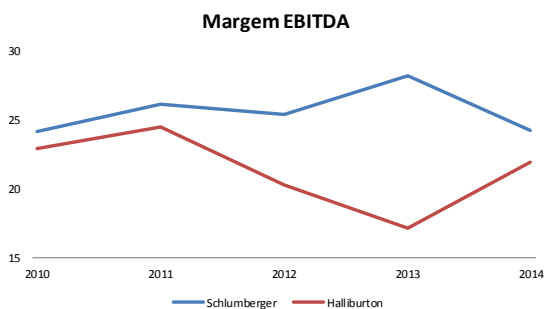


Fonte: Bloomberg

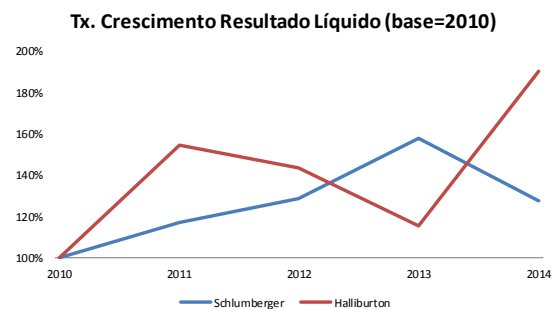


Fonte: Bloomberg

A Schlumberger e Halliburton exibem um comportamento positivo no que se refere à evolução de receitas. Contudo, e analisando a rubrica de EBITDA, é possível verificar uma divergência nos desempenhos das cotadas, com a Halliburton a encetar quedas sucessivas em 2012 e 2013. Posteriormente, e em seguimento de um programa de redução de custos criado devido a depressão nos preços de crude, a Halliburton recuperou a tendência positiva.

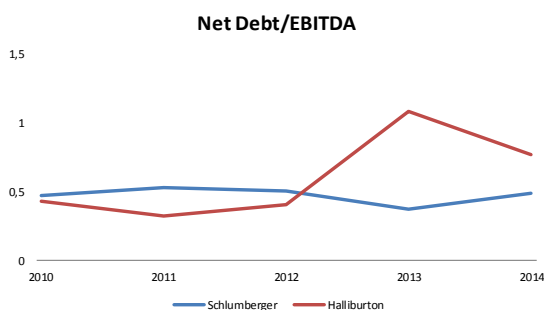


Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg

Semelhantes conclusões são obtidas na análise da margem de EBITDA e Resultado Líquido, com a Halliburton a registar uma evolução mais volátil. De facto, e embora registando uma queda em 2014, a Schlumberger apresenta em todos os períodos uma rentabilidade operacional superior, atribuível talvez à sua posição de liderança no mercado.



Fonte: Bloomberg

As prestadoras de serviços também registam alavancagens reduzidas, em linha com o sector. Não obstante, a Halliburton figura desfavoravelmente nos últimos períodos, comparativamente a Schlumberger.

## Conclusão

O contexto actual do sector de *Oil & Gas* origina grandes desafios para as majors petrolíferas. Após quatro anos de estabilidade de preços (USD 100 por barril) o ‘ouro negro’ perdeu o seu brilho ao encetar uma queda de 60% em pouco mais do que 9 meses. Os problemas estruturais que estabeleceram o sentimento negativo – excesso de oferta vs. desaceleração na procura – não apresentam solução no curto-prazo, criando um ‘novo paradigma’ de reduzidos preços do crude.

Não obstante, a redução de planos de investimento e consolidação do sector via M&A, como respostas ao actual ambiente depressivo de preços permitem diferenciar oportunidades de investimento interessantes.

Na esfera europeia, o mix geográfico e de segmentos (*upstream* e *downstream*) permite que a Total e Shell ‘suavizem’ o efeito adverso dos preços baixos e continuem a evidenciar um perfil operacional interessante. Conjuntamente, os múltiplos a desconto face aos *peers* (europeus e norte-americanos) e *underperformance* relativa face aos *peers* europeus de menor dimensão sustentam a preferência pelas cotadas supracitadas a nível global.

No caso norte-americano, a Exxon Mobil e Chevron apresentam desempenhos operacionais e perfis de múltiplos alinhados, e negociam a desconto face aos congéneres geográficos (incluindo prestadoras de serviços). Adicionalmente, a menor exposição ao preço do crude nos mercados internacionais reduz o seu risco e justifica a visão positiva sobre estas no bloco americano.

View Sectorial & Stock Picking	
Visão Sector	Picks Long
Neutral	Total Royal Dutch Shell

## Glossário

**Upstream** – Segmento de exploração e produção (E&P) do crude. Corresponde à primeira fase na cadeia de valor do crude.

**Downstream** – Segmento de refinação e distribuição (R&D) do petróleo. Corresponde à segunda fase na cadeia de valor do crude.

**Brent** – Petróleo bruto leve do Mar do Norte. Representa um dos principais *benchmarks* de preço do petróleo numa esfera global.

**West Texas Intermediate (WTI)** – Petróleo bruto refinado nos EUA, representado o benchmark de preço nessa região. Os seus superiores custos de transportes sustentam o histórico desconto do WTI face ao Brent.

## 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 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 Março de 2015:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	8	80,0%
Manter/Neutral	2	20,0%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	10	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2015

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	33,3%
Stop Loss	7	58,3%
Em Vigor	1	8,3%
Total	12	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2015:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	66,7%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	0	0,0%
Total	6	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. Saliencia-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 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.