

VISÃO – Comprar

Price Target: EUR 15,25

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	19
MANTER	5
VENDER	2

Preço	13,30
Máx de 52 semanas	13,75
Mín de 52 semanas	10,20
YTD (%)	11,58
Volume médio diário (mn)	1.165.822
Capitalização bolsista (mn)	11.025
Beta	0,6445617
Dividendo	0,288
EPS	0,23

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista

Amorim Energia B.V.	38,34%
Eni S.p.A.	9,34%
Parpública	7,00%
Restantes accionistas	45,32%

Sumário

Durante o primeiro semestre de 2014 a Galp continuou a apostar no sector de Exploração e Produção (E&P) enquanto optimiza os sectores de Refinação e Distribuição (R&D) e de Gas e Power (G&P). A estratégia de crescimento, nomeadamente a de aumentar o peso do sector de E&P no negócio do grupo, culmina com a concentração de projectos de exploração em Brasil, Marrocos e Moçambique entre 2014/17. Nota-se que no fim do 1S14 o EBITDA proveniente do sector E&P representava 42,7% do EBITDA total quando no 1S2011 contribuía apenas para 19,5%.

A Galp encerrou o primeiro semestre com um resultado líquido de EUR 115 mn, uma quebra acentuada de 28,8% face ao período homólogo. Esta queda no resultado relaciona-se directamente com a paragem da refinaria de Sines e com a quebra da margem de refinação. No sector de E&P, o EBITDA registou um aumento de cerca de 20%, fruto do aumento de produção e do preço médio de venda. Por fim, o negócio de G&P avançou aproximadamente 20%, explicado sobretudo pelo aumento das receitas de *supply&trading*.

A Galp transacciona a prémio face às suas congéneres europeias ao nível da generalidade das métricas de avaliação fundamental, suportado por um perfil de crescimento atractivo.

Resultados 1S2014

EUR mn (valores RCA)	1S2014	1S2013	% Var.
Vendas e prestações de serviços	8740	9095	-3,9%
Custos operacionais	-8219	-8563	-4,0%
Outros proveitos (custos) operacionais	15	25	-39,2%
EBITDA	537	557	-3,7%
D & A	-246	-234	5,1%
Provisões	-17	-24	-29,2%
EBIT	274	299	-8,5%
Resultados de empresas associadas	35	31	12,9%
Resultados de investimentos	1	0	n.d.
Resultados Financeiros	-60	-57	5,3%
Resultados antes de impostos e interesses minoritários	250	274	-8,8%
Imposto sobre o rendimento	-105	-86	22,1%
Interesses minoritários	-30	-26	15,4%
Resultado líquido	115	162	-28,8%

Fonte: Relatório & Contas Galp 1S2014

Vendas

Durante o primeiro semestre de 2014 as vendas e prestações de serviços recuaram 3,9% face ao período homólogo, de EUR 9095 mn no 1S2013 para EUR 8740 mn no 1S2014. Este decréscimo reflecte sobretudo a diminuição do volume de vendas de produtos petrolíferos, que por sua vez se deveu à paragem geral da refinaria de Sines. Esta paragem resulta ainda numa diminuição dos custos com mercadorias vendidas, que contribui directamente para o decréscimo de custos operacionais em EUR 344 mn para EUR 8219 mn, -4.0% face ao período homólogo.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
ana.mendonca@bancobig.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.

COMPANY NOTE

EBITDA

O **EBITDA** contraiu 3,7% para EUR 537 mn, justificado principalmente pela deterioração dos resultados do segmento de negócio de R&D, ainda que parcialmente compensado pelo aumento dos resultados dos segmentos de negócio de E&P e de G&P.

O **EBIT** situou-se nos EUR 274 mn, um decréscimo de 8.5% face ao registado em 1S2013, sequência da contracção do **EBITDA** agravado pelo aumento das depreciações e amortizações em EUR 12mn.

Resultado Líquido

O **resultado líquido do 1º semestre alcançou os EUR 115mn**, uma quebra bastante expressiva de 28,8% face ao período homólogo. Esta queda reflecte principalmente deteriorações de varias rúbricas que compõem o resultado líquido, além das supra identificadas: i) Resultados financeiros negativos de EUR 60 mn, que se devem essencialmente a variações cambiais desfavoráveis em EUR 17 mn; ii) Aumento de impostos para EUR 105 mn, consequência de crescente relevância do negócio de E&P nos resultados do grupo.

Investimento

EUR mn	1S2014	1S2013	% Var.
Exploração & Produção	398	346	14,8%
Refinação & Distribuição	46	64	-28,1%
Gas & Power	16	64	-75,0%
Outros	3	0	n.a
Investimento	463	474	-2,5%

Fonte: Relatório & Contas Galp 1S2014

O **investimento totalizou EUR 463 mn** no primeiro semestre de 2014, do qual 86% (EUR 398 mn) foram alocados a actividades de Exploração e produção. Os restantes 14% (EUR 65 mn) foram investidos nos negócios de R&D e G&P.

No sector de E&P, o investimento no campo Lula/Iracema no Bloco BM-S-11, representou 76% do montante total investido. Os restantes 24% destinaram-se à campanha de exploração e avaliação desenvolvida nas bacias de Santos e Potiguar, no Brasil, em Marrocos e em Moçambique.

Nos negócios de R&D e G&P, o investimento foi canalizado principalmente à manutenção da refinaria de Sines, à distribuição de gás natural e ao projecto de biocombustíveis no Brasil.

Dívida Financeira

EUR mn	2T2014	1T2013
Dívida líquida	2432	2296
Maturidade média (anos)	3,7	3,4
Dívida líquida/EBITDA	2,2x	2,0x
Dívida líquida/EBITDA(inc. empréstimo Sinopec)	1,5x	1,3x

Fonte: Relatório & Contas Galp 1S2014

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt

A dívida líquida aumentou em EUR 136 mn face à registada no final do 1º trimestre do 2014, consequência do pagamento de dividendos referentes ao ano 2013 e de investimentos em activo fixo

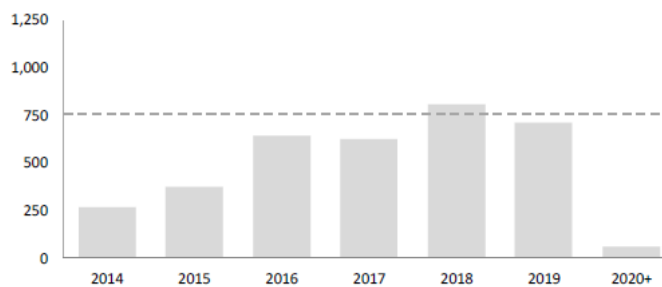
Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se 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.

COMPANY NOTE

durante o 2º trimestre. A dívida líquida alcançou os EUR 2432 mn no final do 2º trimestre, excluindo o empréstimo concedido à Sinopec no montante de EUR 807 mn.

A maturidade da dívida estendeu-se para 3,7 anos com 60% da dívida a vencer a partir de 2018, **um perfil de reembolso alinhado com o perfil esperado de cash flow gerado pela empresa**. O rácio dívida líquida/EBITDA avançou para 2,2x, sem ter em consideração o empréstimo concedido à Sinopec. (O rácio situar-se-ia nos 1,5x se incluísse). Refira-se ainda que no final do 1º semestre, a Galp tinha ainda linhas de crédito contratadas mas não usufruídas no montante de EUR 1,1 bn.

Perfil reembolso de dívida (EUR mn)



Fonte: Relatório & Contas Galp 1S2014

Indicadores operacionais

Exploração & Produção

Exploração & Produção

EUR mn (valores em RCA)	1S2014	1S2013	% Var.
Produção média working interest (kboepd)	26,9	23,5	14,4%
Produção média net entitlement (kboepd)	23,3	19,8	17,7%
Preço média de venda de petróleo e gás natural (USD/boe)	102	93,6	9,0%
Royalties (USD/boe)	10	8,6	15,7%
Custo de produção (USD/boe)	15,8	11,8	33,9%
Amortizações (USD/boe)	20	24,3	-17,6%
EBITDA	211	177	19,3%

Fonte: Relatório & Contas Galp 1S2014

A **produção média working interest aumentou 14,4%** no primeiro semestre de 2014 para 26,9 kboepd, resultado de aumento de produção no Brasil, para 16,3kboepd (aumento de 43% face ao período homólogo). Esta expansão da produção foi sustentada pelo aumento da produção da FPSO Cidade de Paraty e dos EWT nas áreas de Lula Central, Lula Sul, e Lara Oeste-2. Em Angola, por outro lado, a produção diminuiu 13%, devido sobretudo à desmobilização da FPSO no campo Kuito. A produção média *net entitlement* também aumentou em 3,5 kboepd para 23,3 kboepd, fruto de um aumento de produção no Brasil.

O **preço médio de venda de petróleo e gás natural ascendeu para USD 102 por boe**, em consequência do aumento de cotação do petróleo nos mercados internacionais e da diminuição do peso da produção de gás natural na produção total. Os custos de produção aumentaram EUR 16mn para EUR 49 mn no primeiro semestre de 2014, com o início da produção da FPSO Cidade de Paraty. Em termos unitários, os custos de produção subiram aproximadamente de USD 4.0/boe para USD

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.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.

COMPANY NOTE

15,8/boe. Assim, o EBITDA do 1º semestre do exercício alcançou os EUR 211 mn, essencialmente devido aos aumentos de produção e do preço médio de venda.

Refinação & Distribuição

Refinação & Distribuição

	1S2014	1S2013	% Var.
Margem de refinação Galp Energia (USD/bbl)	0,4	2,7	-85,0%
Custo cash das refinarias (USD/bbl)	3,4	2,6	30,2%
Crude processado (Kbbl)	33883	43873	-22,8%
Vendas de produtos refinados (mt)	7,8	8,5	-8,1%
EBITDA	76	171	-55,5%

Fonte: Relatório & Contas Galp 1S2014

Foram processados 33.883 Kbbl de crude no 1º semestre do ano que, comparando com os 43.873 Kbbl processados no período homólogo, representa uma quebra de cerca de 23%. Esta quebra relaciona-se directamente com a manutenção da refinaria de Sines e com as más condições climáticas que perturbaram o normal funcionamento da refinaria de Matosinhos no primeiro trimestre do ano. A margem de refinação caiu 85,0%, de USD 2,7/bbl no 1S2013 para USD 0,4/bbl no 1S2014, o que reflectiu a evolução negativa das margens de refinação nos mercados internacionais. A paragem da refinaria de Sines também pesou no custo *cash* das refinarias - a diluição de custos fixos evoluiu negativamente com os custos associados à manutenção e a diminuição de volume de crude processado.

O EBITDA deste sector de negócio diminuiu mais do que metade para EUR 76 mn, enquanto os sectores de E&P e de G&P registaram aumentos de cerca de 20%. A paragem da refinaria de Sines teve um papel crucial na descida do EBITDA do negócio de R&D que, por consequência, influenciou negativamente o resultado líquido do grupo.

Gas & Power

Gas&Power

EUR mn (valores em RCA)	1S2014	1S2013	% Var.
Vendas totais de gás natural (mm3)	3904	3178	22,9%
Vendas a clientes directos (mm3)	1825	1967	-7,2%
Trading (mm3)	2080	1211	71,7%
Vendas de electricidade à rede (GWh)	826	917	-9,9%
EBITDA	238	199	19,7%

Fonte: Relatório & Contas Galp 1S2014

As vendas totais de gás natural registaram um aumento de 23% para 3904 mm3 justificado pelo aumento de volumes transaccionados no mercado internacional. As vendas a clientes directos sofreram uma quebra de 7,2% na sequência da menor procura no segmento eléctrico e no segmento residencial. O encerramento da cogeração Energin, por sua vez, pesou nas vendas de electricidade à rede, que diminuiu 92 GWh, correspondente a uma quebra de 10% face ao período homólogo.

O EBITDA do negócio de G&P aumentou de EUR 39 mn para EUR 238 mn, suportado em grande parte pelo aumento das receitas de *supply&trading*, que se situaram nos EUR 2.080 mn, superiores aos EUR 1.211 mn verificados no período homólogo.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.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.

COMPANY NOTE

Perspectivas de curto/médio prazo

A Galp estima que o **preço do Brent se estabilize nos USD 100/bbl em 2014**, e que haverá uma ligeira depreciação da taxa de câmbio de EUR/USD de 1.33 para 1.30. Ao nível operacional, a **produção Working Interest deverá situar-se entre 28 e 30 kboepd até ao final do ano**, com o EBITDA a atingir os EUR 1,1 - 1,3 mil mn e a CAPEX a rondar os EUR 1,3-1,5 mil mn.

No médio prazo, é previsto uma **descida do preço do Brent para USD 90/bbl em 2018**, e estima-se que o preço médio do Brent entre 2014 e 2018 se situará nos USD 94/bbl. Por fim, é previsto uma **margem de refinação benchmark de USD 3,2/bbl em 2018**, superior aos USD 1,2/bbl verificado em 2013.

O preço do Brent tem oscilado ao longo do ano tendo mesmo atingido os USD 115/bbl em Junho, devido tensões geopolíticas no Iraque. No entanto, com o aumento da produção de petróleo nos EUA a compensar o efeito negativo das tensões geopolíticas, o preço do Brent aliviou-se e fixou nos USD 102,34/bbl (Cotação 27/Ago/14). O EUR/USD abre o ano de 2014 fixando nos 1,34 e depreciou-se ligeiramente para 1,3191 no final de Agosto, apesar das flutuações ao longo do ano. A eventual estabilização do cenário macroeconómico e a manutenção das políticas monetárias nos 2 lados do Atlântico (EUA e Europa), leva-nos a acreditar que a evolução do preço do Brent e do Cross USD/EUR deverá globalmente aproximar-se dos *targets* definidos pela equipa de gestão.

Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2014E (IBES)	P/E 2015E (IBES)	P/BV	YTD %	Dividend Yield	BETA	ROE	ROA	D/E	EV/EBITDA 2013	EV/Sales 2013
TOTAL SA	10,77	9,94	1,52	11,70	4,78	0,95	12,46	5,23	45,69	5,31	0,87
BP PLC	10,12	9,54	1,13	-0,54	5,29	0,92	8,77	3,68	37,28	6,43	0,50
REPSOL SA	13,70	12,65	0,96	9,07	7,49	1,00	2,25	1,03	64,85	6,16	0,59
ROYAL DUTCH SH-A	10,52	10,46	1,39	17,78	4,43	0,77	8,99	4,54	24,75	6,08	0,65
CHEVRON CORP	12,11	11,51	1,59	3,06	3,22	0,97	13,53	7,93	13,70	6,24	1,22
EXXON MOBIL CORP	12,95	12,86	2,34	-1,73	2,65	0,91	19,67	9,74	13,05	7,86	1,16
ENI SPA	15,22	12,75	1,19	9,09	5,77	0,81	9,09	3,85	44,46	5,22	0,83
BG GROUP PLC	17,41	15,46	1,97	-7,13	1,66	1,23	7,72	3,87	54,85	8,30	4,35
NORSK HYDRO ASA	34,53	18,10	1,08	37,90	2,01	1,06	0,01	0,01	14,55	11,51	1,15
OMV AG	8,48	7,35	0,82	-15,16	4,22	0,88	4,85	1,84	57,38	3,50	0,43
STATOIL ASA	11,40	11,28	1,54	20,20	4,07	0,80	18,62	7,55	51,36	2,84	1,05
CONOCOPHILLIPS	12,43	12,37	1,81	15,00	3,45	0,92	17,67	7,69	41,59	6,30	2,22
VALERO ENERGY	10,35	8,44	1,43	7,92	1,84	1,23	15,82	6,61	33,73	5,27	0,22
GALP ENERGIA	38,44	28,57	2,14	12,92	2,14	0,64	4,48	1,72	71,25	15,04	0,76
média	15,60	12,95	1,49	8,58	3,79	0,94	10,28	4,66	40,61	6,86	1,14
média exc. GALP	13,85	11,75	1,44	8,24	3,91	0,96	10,73	4,89	38,25	6,23	1,17

Fonte: Bloomberg/ Banco BIG Research

Análise Fundamental

Em termos dos múltiplos P/E 2014E e P/E2015E, a **Galp transacciona a prémio face aos seus peers**, com diferenças acentuadas de 38,44x vs 13,85x e de 28,57x vs 11,75x respectivamente, valores que **reflectem um perfil de crescimento bastante atractivo por parte da petrolífera nacional** (Crescimento média de EBITDA acima de 25% entre 2014-2018 e 14 FPSO's adicionais no Brasil e em Angola até 2020). **A nível de Price to Book**, a petrolífera também negocia a prémio face aos seus pares, ainda que seja ligeiro, de 2,14x vs 1,44x de média sectorial. No entanto, refira-se ainda que em termos históricos, a Galp tem transaccionado com um perfil de múltiplos acima do sector, padrão que tem persistido ao longo dos últimos anos.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.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.

Performance YTD

Em termos de **performance YTD**, a Galp valorizou 12,92% desde o início do ano, acima de 8,24% da média sectorial.

Price Target

Método múltiplo EBITDA	
Terminal EBITDA	3.643
NPV of Free Cash Flow	(5.262)
+ Terminal EBITDA Value	21.642
Enterprise Value	16.380
+ Cash and Near Cash	957
- Total Debt	3.375
- Minority Interest	1.320
Total Equity Value	12.642
Shares Outstanding	829
Current Price	13,455
Theoretical Value per Share	15,25
Premium / (Discount Price)	13,31%
EV/EBITDA multiple	9,56x

ke	12,43%
kd	1,94%
WACC	9,98%
g	2,00%

Fonte: Bloomberg/ Banco BiG Research

Nota: Síntese de Projecções e Informação adicional disponibilizada em anexos

Price Target Final

Tendo em consideração as rúbricas de WACC, múltiplo EV/EBITDA, e os *Cash Flows* projectados para o período até 2018, **estimamos um preço alvo de EUR 15,25 por acção**, o que representa um **upside de 13,31%** face à cotação de fecho no dia 27/Ago/2014.

	Preço	Up/Downside
Preço Actual	13,455	
Price Target (High)	18,00	34%
Price Target (Low)	11,10	-18%
Price Target (Average)	15,18	13%

Consenso de Mercado

O **consenso de mercado** aponta para **um preço médio de EUR 15,18** por acção, ou seja um **upside** de 13% face ao preço actual. O nosso preço alvo definido anteriormente mostra-se sensivelmente alinhado com o consenso de mercado.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.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.

COMPANY NOTE

Conclusão

A revisão em baixa do preço-alvo da Galp - EUR15,95 para EUR 15,25 - foi essencialmente justificada **pelo ajustamento das rúbricas de WACC e do múltiplo EV/EBITDA**. Os fundamentais operacionais da empresa e a maior parte das nossas estimativas para as rubricas operacionais permanecem globalmente inalterados relativamente à nota anterior. O WACC diminuiu de 11,51% para 9,98%, fruto de redução de i) custos de dívida, devido ao decréscimo do peso de dívida no valor da empresa, ii) custo de capital (Equity), explicado sobretudo pela melhoria da conjuntura macroeconómica que diminuiu o *Risk Premium* da Zona EURO e o *Risk-free* de Portugal. O múltiplo EV/EBITDA também desceu de 10,22x para 9,56x, justificado pela redução de *Enterprise Value*.

Apesar da diminuição do preço alvo, **a Galp continua a apresentar um forte potencial suportado por um perfil de crescimento atractivo**. Esse crescimento baseia-se no reforço progressivo do peso do sector E&P no negócio da empresa, sendo esperado um peso de aproximadamente 80% no EBITDA total da empresa em 2018. A implementação da estratégia, que passa pela concentração de projectos de exploração entre 2014 e 2018, produzirá necessariamente efeitos negativos no *Free Cash Flow* e no rácio dívida líquida/EBITDA, que deverão reverter no médio-prazo. Com efeito, **a equipa de gestão antecipa que em 2015 o EBITDA exceda o CAPEX, e espera que o *Cash Flow* atinja valores positivos a partir de 2018**.

Acreditamos que o **perfil de crescimento superior da Galp justifica o prémio a nível das principais métricas fundamentais face aos *peers* do sector**. Consideramos ainda que as perspectivas de crescimento da empresa a médio prazo mais do que compensam os possíveis riscos. Por fim, tendo em consideração o cenário macroeconómico, o potencial de crescimento da Galp e a avaliação baseada na metodologia “Múltiplo EBITDA”, acreditamos que o preço justo do título deverá situar-se nos EUR 15,25, pelo que adoptamos uma recomendação de **COMPRAR**.

Visão: COMPRAR

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.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.

Anexo

Modelo Discounted Cash Flow

EUR mn	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Receitas	19.620	23.868	29.944	39.901	57.359	90.950	139.657
%YoY	6,02%	21,65%	25,46%	33,25%	44,21%	58,56%	53,55%
EBITDA	1.140	1.200	1.584	2.091	2.760	3.643	987
EBIT	401	700	924	1.220	1.610	2.125	4.791
Margem EBIT	2,05%	2,93%	3,09%	3,07%	2,81%	2,34%	3,43%
Taxa(%)	36,24%	39,64%	39,64%	39,64%	39,64%	39,64%	39,64%
Taxa	136	278	366	484	638	843	1.899
NOPAT	265	423	558	736	972	1283	2892
Interesses Minoritários	1.255	1.255	1.255	1.255	1.255	1.255	1.255
CAPEX	(706)	(1.400)	(1.700)	(1.600)	(1.500)	(1.500)	(1.788)
Margem Capex	3,60%	5,87%	5,68%	4,02%	2,62%	1,65%	1,28%
D&A	585	500	660	871	1.150	1.518	58.179
Margem D&A	51,34%	2,09%	2,20%	2,19%	2,00%	1,67%	41,66%
Net Working Capital Change	-196	134	177	234	308	407	15609
Free Cash Flow	915	1.867	1.914	1.481	942	362	42.418
Present Value FCF		(1.697)	(1.583)	(1.113)	(644)	(225)	23.965

Informação adicional

Replacement Cost (RC)

De acordo com este método, o custo das mercadorias vendidas é avaliado a *Replacement Cost*, isto é, à média do custo das matérias-primas no mês em que as vendas se realizam e independentemente das existências detidas no início ou no fim dos períodos. (Fonte: Galp Energia)

Produção net entitlement

Porcentagem da produção detida sobre os direitos de exploração e produção de hidrocarbonetos de determinada concessão, após o efeito dos contratos de partilha de produção.

Produção working interest

Porcentagem da produção detida sobre os direitos de exploração e produção de hidrocarbonetos de determinada concessão, antes do efeito dos contratos de partilha de produção.

Abreviaturas:

E&P: Exploração & Produção;

G&P: Gas & Power;

GNL: Gás natural liquefeito;

R&D: Refinação & Distribuição;

RCA: Replacement cost ajustado.

bbl: barris de petróleo;

kbbl: milhares barris de petróleo;

boe: barris de petróleo equivalente;

kbopd: milhares barris de petróleo equivalente por dia.

mt: milhares toneladas;

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.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%;
- 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 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.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt
Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.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.