

VISÃO – Comprar

Price Target: EUR 12,38

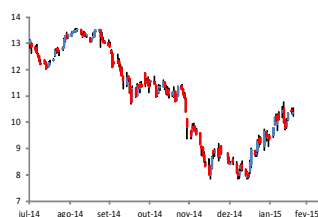
Preço e Performance

Preço	9,44
Máx de 52 semanas	13,75
Mín de 52 semanas	7,81
YTD (%)	11,97
Volume médio diário (mn)	1.547.468
Capitalização bolsista (mn)	7.828
Beta	0,7454937
Dividendo	0,3456
EPS	-0,21

Consenso de analistas

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	17
MANTER	6
VENDER	3

Evolução Gráfica



Estrutura Accionista	
Amorim Energia	38,34%
Eni SpA	8,00%
Parública	7%
Free Float	46,66%

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
29/Ago/2014	Comprar	15,25
12/Abr/2014	Comprar	15,95

Sumário

A Galp encerrou 2014 com um crescimento de 15% no EBITDA e 20% no resultado líquido face a 2013, com todos os segmentos – Exploração e Produção (E&P), Refinação & Distribuição (R&D) e Gas & Power (G&P) – a registar um desempenho favorável.

No entanto, é importante destacar o **incremento de 32,4% do segmento de R&D** (que representa 31% do EBITDA de 2014) e a continuação do **trading (+22,4%) como o principal impulsionador da unidade de G&P** (equivalente a 33% do EBITDA). O aumento na produção de petróleo e gás compensou as quedas dos seus preços no mercado internacional e permitiu que o **segmento de E&P (34% do EBITDA) encerrasse 2014 com um crescimento de 12,1% no EBITDA para os EUR 444 mn.**

A petrolífera realizou o **Capital Markets Day no passado dia 10 de Março**, onde (e como era esperado) os *targets* de *CapEx* foram revistos em baixa para EUR 1,2 mil mn a EUR 1,4 mil mn e a taxa anual média de crescimento do EBITDA foi diminuída de 25% para 20%, em seguimento da queda do preço de petróleo nos mercados internacionais.

Resultados 2014

(em EUR mn)	2013	2014	Var. 14/13
Vendas e prestações de serviços	19.620	17.904	-9%
Custos Operacionais	-18.515	-16.624	-10%
Custo das mercadorias vendidas	-17.117	-15.133	-12%
Fornecimentos e serviços externos	-1.069	-1.158	8%
Custos com pessoal	-329	-333	1%
Outros proveitos (custos) operacionais	35	35	0%
EBITDA	1.141	1.314	15%
Depreciações & amortizações	-494	-504	2%
Provisões	-57	-36	-37%
EBIT	590	775	31%
Resultados de empresas associadas	63	60	-5%
Resultados de investimentos	0	3	n.a.
Resultados Financeiros	-121	-145	20%
Resultados antes dos impostos e interesses que não controlam	533	693	30%
Impostos	-168	-253	51%
Interesses que não controlam	-55	-67	22%
Resultado líquido	310	373	20%

Valores em RCA

Fonte: Resultados 4º Trimestre e 12 Meses de 2014 Galp Energia

Vendas

O **volume de negócios da Galp recuou 8,7%** face aos valores registados em 2013, para os **EUR 17.904 mn**. A sustentar o desempenho menos favorável encontra-se a queda nas cotações de petróleo e os seus derivados no mercado internacional na última metade do ano transacto e a paragem para manutenção na refinaria de Sines.

O tombo do petróleo no mercado internacional beneficiou, no entanto, a empresa na rubrica de custos de mercadorias vendidas, que caíram 11,6% para os EUR 15.133 mn. Esta diminuição

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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

compensou os aumentos de 8,3% e 1,2% nos itens de fornecimentos e serviços externos (EUR 89 mn) e custos com pessoal (EUR 4 mn), permitindo que a empresa encerrasse 2014 com uma queda de 10,2% nos custos operacionais para os EUR 16.624 mn.

EBITDA

O **EBITDA aumentou 15,2%** e ascendeu aos EUR 1.314 mn, com todos os segmentos do negócio a contribuir positivamente – destaque para o crescimento de 32,4% registado pelo segmento de refinação e distribuição que beneficiou da redução dos preços do petróleo.

O **resultado operacional (EBIT)** também **compara favoravelmente** com os valores registados em 2013, com um **crescimento de 31,3% para os EUR 775 mn** – justificado por uma melhoria no desempenho operacional e uma redução nas provisões constituídas no segmento de R&D (redução de EUR 15 mn para EUR 23 mn).

Resultado Líquido

Os **lucros da petrolífera aumentaram 20,2% para os EUR 373 mn**. Contudo, o aumento dos impostos (EUR 253 mn) e os resultados (custos) financeiros (de EUR 121 mn para EUR 145 mn) penalizaram o resultado líquido da empresa.

Através do método contabilístico IFRS a Galp registou um prejuízo de EUR 173 mn, devido ao impacto negativo do efeito *stock* (EUR 343 mn pós impostos) e eventos não recorrentes (de EUR 203 mn).

No que se refere à distribuição de dividendos relativos ao exercício de 2014, a cotada propôs um dividendo de EUR 0,3456 por acção. Este valor representa um aumento de 20% face ao distribuído em 2013, em linha com a política de pagamentos de dividendos da empresa. Contudo é importante realçar que parte deste dividendo (EUR 0,1728) já foi atribuída aos accionistas em Setembro de 2014.

Investimento

EUR mn	2013	2014	Var. 14/13	% do Total
Exploração & Produção	723	998	38,0%	87,3%
Atividades de exploração e avaliação	279	253	-9,3%	22,1%
Atividades de desenvolvimento e produção	444	745	67,8%	65,2%
Refinação & Distribuição	153	108	-29,4%	9,4%
Gas & Power	85	29	-65,9%	2,5%
Outros	1	7	600,0%	0,6%

Fonte: Resultados 4º Trimestre e 12 Meses de 2014 Galp Energia

No exercício de 2014, a Galp aumentou o seu investimento em 18,6% para os EUR 1.143 mn, com o segmento de E&P a comandar a maior percentagem (87%) deste. Neste segmento os projectos de desenvolvimento – campo Lula/Iracema - representaram 75% dos 87% alocados à unidade, no total de EUR 745 mn.

Os restantes 13% foram alocados à manutenção da refinaria Sines e à expansão da rede de distribuição de gás natural.

Dívida Financeira

EUR mn	31 dez. 2013	30 set. 2014	31 dez. 2014	Var. set 14/dez14
Dívida Líquida c/empréstimo Sinopec	1.302	1.583	1.630	3,0%
Dívida Líquida s/empréstimo Sinopec	2.173	2.438	2.520	3,4%
Maturidade Média (anos)	3,6	3,8	3,7	-0,16
Taxa de Juro média (%)	4,6%	4,3%	4,2%	-0,1 p.p.
Dívida Líquida para EBITDA c/empréstimo Sinopec	1,1x	1,4x	1,2x	-0,2x
Dívida Líquida para EBITDA s/empréstimo Sinopec	1,9x	2,1x	1,9x	-0,1x

Fonte: Resultados 4º Trimestre e 12 Meses de 2014 Galp Energia

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

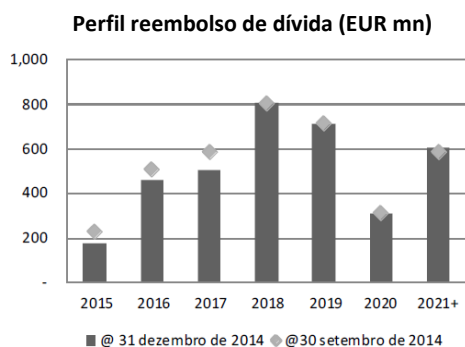
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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

A Galp registou um crescimento na dívida líquida de EUR 347 mn justificada pelos investimentos realizados em activo fixo, ascendendo aos EUR 1.630 mn, quando considerando o empréstimo realizado à Sinopec na rubrica de Caixa & equivalentes (EUR 2.520 mn não considerando o empréstimo). O rácio da dívida líquida relativamente ao EBITDA compara favoravelmente com os valores reportados no 3º trimestre, quer considerando o empréstimo à Sinopec (1,2x vs. 1,4x) quer não o considerando (1,9x vs. 2,1x), com o aumento da dívida líquida a ser compensado pelo desempenho positivo do EBITDA.

Nota adicional para os EUR 1,2 mil mn (60% garantidos contratualmente) em linhas de crédito contratadas, mas ainda não utilizadas pela Galp.



Fonte: Resultados 4º Trimestre e 12 Meses de 2014 Galp Energia

Cerca de 92% do total da dívida contratada pela Galp é de médio e longo prazo, sendo que a maturidade média da dívida ascende aos 3,7 anos. Em linha com o objectivo de alinhar o reembolso da dívida com o *free cash flow* gerado pela Galp, cerca de 65% da dívida vence a partir de 2018 (em que a empresa projecta que o *free cash flow* seja positivo).

Indicadores operacionais

Exploração & Produção

	2013	2014	Var. 14/13	% do Total
Produção média working interest (kboepd)	24,5	30,5	24,3%	100%
Produção de petróleo (kboepd)	22,9	28,8	25,9%	94,4%
Produção média net entitlement (kboepd)	20,8	27,1	29,8%	100%
Angola	8,3	7,2	-13,3%	26,6%
Brasil	12,5	19,8	58,4%	73,1%
Preço médio de venda de petróleo e gás natural (USD/boe)	100,8	88,7	-12,1%	n.a.
Royalties (USD/boe)	9,5	8,8	-7,6%	n.a.
Custo de produção (USD/boe)	13,7	13,4	1,6%	n.a.
Amortizações (USD/boe)	22,5	17,6	-21,6%	n.a.
EBITDA (EUR mn)	396	444	12,1%	n.a.
EBIT (EUR mn)	232	295	27,6%	n.a.

Valores em RCA

Fonte: Resultados 4º Trimestre e 12 Meses de 2014 Galp Energia

A produção média *working interest* aumentou para os 30,5 kboepd, dos quais 94,4% são referentes à produção de petróleo. A evolução positiva (+58% para os 19,8 kboepd) dos projectos a decorrer no Brasil compensaram a queda na produção registada em Angola (-11%). A produção média *net entitlement* também registou um significativo crescimento no ano findo (+30,3% para os 27,1 kboepd), com o Brasil a emergir como o principal contribuidor para este desempenho.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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

Em sequência das quedas do preço do petróleo nos mercados internacionais o preço médio de venda de petróleo e gás caiu 12% para os USD 88,7 boe, sendo que no último trimestre de 2014 o efeito é ainda mais visível, com um preço médio de USD 66,4 (vs. USD 100,8 em FY 2013 e 108,3 4Q13).

Não obstante a redução no preço do petróleo e gás natural, o EBITDA do segmento de E&P da Galp aumentou 12,1% para os EUR 444 mn, devido ao aumento de produção *net entitlement*.

Refinação & Distribuição

	2013	2014	Var. 14/13
Margem de refinação (USD/bbl)	2,2	3,3	52,3%
Custo cash das refinarias (USD/bbl)	2,6	2,9	12,5%
Crude Processado (kbbbl)	87.528	79.345	-9,3%
Vendas de produtos refinados (mt)	17,2	16,8	-2,2%
Vendas a clientes directos (mt)	9,5	9,3	-2,3%
Exportações (mt)	4,4	4	-8,8%
EBITDA (EUR mn)	311	412	32,4%
EBIT (EUR mn)	5	99	n.a.

Valores em RCA

Fonte: Resultados 4º Trimestre e 12 Meses de 2014 Galp Energia

O segmento de refinação & distribuição apresentou um desempenho positivo em 2014 – EBITDA de EUR 412 mn, +32,4% face a 2013 – com um crescimento de 52,3% na margem de refinação para USD 3,3 bbl, devido a queda do preço do petróleo nos mercados internacionais.

A paragem da refinaria de Sines no primeiro semestre penalizou o segmento tanto na rubrica de crude processado (-9,3%) como no custo *cash* das refinarias (+12,5% para os USD 2,9 bbl).

As vendas de produtos refinados caíram para os EUR 16,8 mn, com a redução do mercado de Portugal e Espanha a justificar a queda de 2,3% da rubrica de venda a clientes directos. As exportações diminuíram devido ao menor volume de crude processado, pelas razões supracitadas, sendo que dos EUR 4 mn exportados em 2014, o fuelóleo representa a maior percentagem (34%), seguido pela gasolina (25%) e gasóleo (+19%).

Gas & Power

	2013	2014	Var. 14/13
Vendas totais de gás natural (mm³)	7.090	7.472	5,4%
Vendas a clientes directos (mm ³)	4.056	3.759	-7,3%
Trading (mm ³)	3.034	3.713	22,4%
Vendas de Electricidade à rede (GWh)	1.904	1.590	-16,5%
EBITDA (EUR mn)	416	438	5,4%
EBIT (EUR mn)	338	363	7,3%

Valores em RCA

Fonte: Resultados 4º Trimestre e 12 Meses de 2014 Galp Energia

As vendas de GNL no mercado internacional (*trading*) continuam a figurar como o principal impulsionador do segmento de Gas & Power, sendo o único subsegmento que registou valores superiores (+22,4% para os 3.713 mm³) face a 2013, compensando as quedas nas vendas a clientes directos (-7,3%) e de electricidade à rede (-16,5%), e permitindo que a Galp transaccionasse um máximo histórico de volumes vendidos (7.472 mm³).

Similar conclusões se retiram na análise da evolução do EBITDA, em que *Supply & Trading* (57% do EBITDA) sustentou a contribuição positiva do sector (+5,4% face a 2013 para os EUR 438 mn).

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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

Capital Markets Day

No evento realizado em Londres no passado dia 10 de Março a empresa reviu as suas projecções para os próximos 5 anos, estimando um aumento na produção de petróleo e gás entre 25% a 30% até 2020, sustentado por um aumento nas reservas provadas (que ascenderam aos 638 mn de barris em 2014). A recente queda do petróleo nos mercados internacionais levou a Galp a rever em baixa (em linha com o já encetado pelas congéneres) as estimativas para o CapEx para os EUR 1,2 mil – EUR 1,4 mil mn entre 2015 e 2019. Esta revisão representa uma queda de 20% relativamente aos anteriores targets (EUR 1,5 mil mn – EUR 1,7 mil mn entre 2014-2018), com a petrolífera a estabelecer uma guidance de EUR 1,3 mil mn - EUR 1,5 mil mn para o ano corrente e a definir uma estratégia de investimento focada nos projectos com margens superiores – 90% alocado ao segmento de exploração e produção.

O EBITDA para 2015 foi estimado entre os EUR 1,1 mil mn e 1,3 mil mn, com a taxa de crescimento anual média (CAGR) para o período de 2015-2019 a ser reduzida de 25% para 20% - segmento de *upstream* com uma variação positiva anual de 35% e os segmentos de R&M e G&P estáveis. Destaque para o reiterar do target de *free cash flow* (FCF) positivo a partir de 2018 e o não ultrapassar do limiar de dívida líquida relativamente ao EBITDA de 2x – a Galp estima que a última métrica atinja o pico de 2x em 2016, recuando posteriormente, e realça que o modelo integrado da empresa permite um estabilizar do FCF em períodos de queda nos preços do petróleo. As projecções da empresa foram realizadas tendo como pressupostos um preço de petróleo de USD 55/bbl em 2015, que posteriormente deverá aumentar até aos USD 80/bbl em 2019, enquanto a margem de refinação recua de USD 3,0/bbl em 2015 para USD 2,2/bbl em 2019 e a taxa de câmbio EUR/USD manter-se-á estável nos 1,20. A recente depreciação do euro face ao dólar poderá acarretar dois efeitos na empresa: por um lado um impacto positivo por via de um aumento nas exportações; por outro lado um efeito adverso na importação de petróleo para refinação e marketing.

A Galp também estima os potenciais impactos de alterações nos *inputs* utilizados para as projecções:

	Variação	Impacto estimado em 2015 (EUR mn)	Impacto estimado no médio/longo prazo (EUR mn)
Preço do Brent	USD 10/bbl	100	350
Margem de Refinação	USD 1/bbl	90	80
EUR/USD	0,1	-70	-200

Fonte: Capital Markets Day 2015

Por fim, a Galp demonstrou-se cautelosa devido a ocorrência de "alterações no mercado" que "poderão condicionar o calendário de desenvolvimento dos projectos" – nomeadamente os sucessivos escândalos da Petrobras, o principal parceiro da Galp na exploração realizada no Brasil, e a volatilidade do preço do petróleo (não obstante alguns sinais de estabilização no curto prazo).

Evolução do preço do petróleo no Mercado Internacional

O *boom* do *shale* nos EUA, juntamente com um arrefecimento do crescimento nos mercados emergentes e as fracas perspectivas económicas na Europa justificam a queda do crude no último semestre de 2014, em seguimento de uma das mais simples leis económicas – Procura & Oferta. O tomo foi posteriormente exacerbado pela decisão da Arábia Saudita de aceitar menores margens de lucro numa tentativa de “asfixiar” a produção de *shale* nos EUA (mais cara) e/ou outros concorrentes geopolíticos (Rússia, Irão, etc.) com intuito de recuperar quota de mercado. Com efeito, os *benchmarks* WTI e Brent registaram significativas desvalorizações, com o Brent a manter, no entanto, a tendência histórica de negociar a valores acima do WTI. A queda destes *benchmarks* tem efeitos contrários no desempenho da petrolífera:

1. Por um lado, penaliza a unidade de E&P devido ao mais reduzido preço de venda do *output*, o que reduz consideravelmente as margens desta unidade. O preço de *breakeven* médio da Galp encontra-se aproximadamente nos USD 35/bbl, sendo que mesmo considerando o mínimo registado no período (USD 46,59) a Galp não incorre em prejuízos.

CONTACTOS

Research

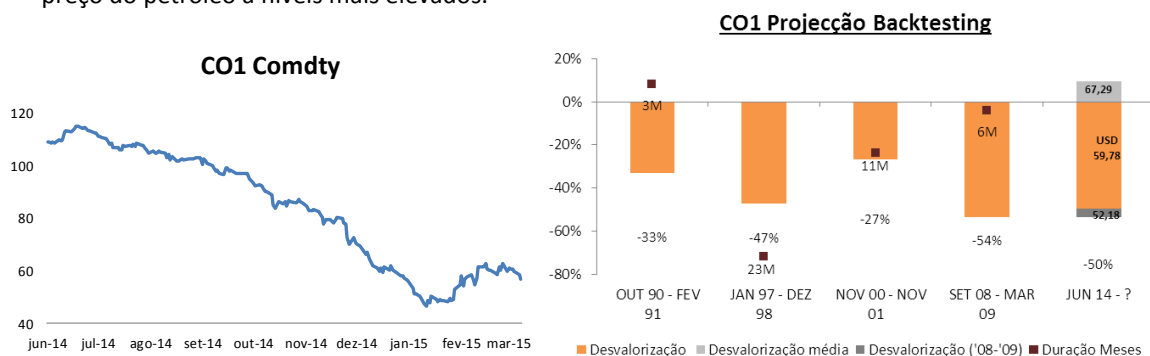
research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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.

2. Por outro lado, tal efeito adverso é parcialmente mitigado pela unidade de R&D onde o petróleo é um *input* e uma redução no preço deste traduz-se num aumento nas margens de refinação.

Não obstante o comportamento negativo do Brent (CO1 Comdty) desde a segunda metade de 2014, é perceptível uma estabilização no período recente, que é sustentada pelas prévias “crises” do petróleo onde o sentimento mais depressivo se espelhava nos seis meses iniciais. Embora a estratégia focada na unidade de E&P da Galp afigure-se como contraditória num período de baixos preços de petróleo, esta continua a apresentar-se com um *driver* de crescimento considerando as margens historicamente mais elevadas associadas ao segmento de *upstream* e a expectável estabilização no preço do petróleo a níveis mais elevados.



Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research

Múltiplos e Avaliação Relativa

	P/E 2015E	P/E 2016E	P/BV	YTD %	Dividend Yield	BETA	ROE	ROA	D/E	EV/EBITDA	EV/Sales
TOTAL SA	14,61	10,93	1,22	6,26	5,36	1,06	4,46	1,81	62,46	5,50	0,78
BP PLC	18,45	12,08	1,06	4,40	6,38	1,01	3,14	1,28	47,44	4,23	0,40
REPSOL SA	16,53	13,46	0,82	7,43	8,51	1,01	5,85	3,00	41,87	10,61	0,57
ROYAL DUTCH SH-A	14,45	10,50	1,07	-0,90	5,57	0,92	8,55	4,24	26,45	5,39	0,57
CHEVRON CORP	26,67	15,35	1,25	-8,41	4,17	1,16	12,65	7,40	17,94	6,21	1,18
EXXON MOBIL CORP	21,54	15,33	2,04	-8,43	3,26	1,04	18,67	9,34	16,70	8,17	1,15
ENI SPA	30,47	16,92	0,98	11,51	5,55	0,89	2,26	0,94	43,30	4,14	0,67
BG GROUP PLC	30,08	15,35	1,51	-1,35	2,34	1,32	-3,42	-1,63	60,08	6,50	3,02
NORSK HYDRO ASA	11,81	10,99	1,14	-2,59	1,81	0,87	1,11	0,66	15,08	7,38	1,19
OMV AG	15,52	9,64	0,69	12,70	5,04	0,90	3,06	1,09	62,69	3,65	0,42
STATOIL ASA	21,74	13,50	1,16	5,18	5,22	1,03	5,95	2,34	60,80	2,31	0,80
CONOCOPHILLIPS	64,05	18,27	1,45	-11,24	4,70	1,22	13,21	5,86	43,47	6,68	1,96
VALERO ENERGY	9,63	9,37	1,43	16,08	2,09	1,25	18,09	7,82	30,88	3,78	0,22
GALP ENERGIA	26,15	19,42	1,56	11,97	3,36	0,75	-3,40	-1,29	73,23	13,76	0,61
média	22,98	13,65	1,24	3,04	4,53	1,03	6,44	3,06	43,03	6,31	0,97
média exc. GALP	22,73	13,21	1,22	2,36	4,61	1,05	7,20	3,40	40,71	5,73	0,99

Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research

Análise Fundamental

A Galp transacciona com um perfil de múltiplos a prémio em relação aos *peers* – P/E 2015E de 26,15x vs. 22,73x; P/E 2016E de 19,42x vs. 13,21x e P/BV de 1,56x vs. 1,22x – sustentado pelo superior perfil de crescimento associado a petrolífera devido ao foco no segmento de E&P e qualidade do balanço (potencial/efectivo).

Performance YTD

A Galp regista uma *outperformancance* YTD em relação aos congéneres europeus com ganhos de 12%, significativamente acima dos 2,36% da média sectorial. Este desempenho é em parte atribuível ao estabilizar do preço do petróleo nos mercados internacionais e ao extremar das quedas pela Galp no segundo semestre de 2014, que levou a que esta encetasse uma inversão em maior escala (face aos *peers*) aquando a referida estabilização dos preços do petróleo.

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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 no 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.

Price Target

Inputs	
Múltiplo EV/EBITDA	13,0x
Custo Capital Próprio	10,2%
Custo da Dívida (após impostos)	0,9%
WACC	6,97%

Método de Múltiplo de EBITDA	
Terminal EBITDA	1.828
Terminal Value at End of Year 5	23.735
(+) PV of Terminal Value	16.946
NPV Free Cash Flow	(2.744)
Enterprise Value	14.202
(+) Caixa e Equivalentes	1.144
(-) Dívida Total	3.664
(-) Interesses Minoritários	1.420
Total Equity Value	10.262
Shares Outstanding	829
Current Price	9,44
Theoretical Value Per Share	12,38
Prémio/ (Desconto Preço)	31%

Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research

Price Target Final

Avaliando a petrolífera através da média do seu múltiplo de EV/EBITDA (nos últimos 5 anos) e o múltiplo de EV/EBITDA dos *peers*, e estimando os *free cash flows* no período de 2015-2020, obtemos um **preço-alvo** para a petrolífera nacional de **EUR 12,38 por acção**. Tendo em conta a cotação de fecho no dia prévio a esta PSI-20 *Note* (10 de Março), o preço-alvo de 12,38 representa um **upside de 31%**. A projecção dos FCF inclui o impacto adverso do pagamento da CESE até 2017 (EUR 80 mn em 2015 e EUR 50 mn em 2016 e 2017).

Consenso de Mercado & Estimativa Prévía

O preço alvo de 12,38 encontra-se relativamente alinhado com o consenso do mercado (12,69 por acção). O preço alvo foi, no entanto, revisto em baixa face à estimativa BiG Research prévía (de EUR 15,25 por acção), em consequência dos efeitos adversos da queda do preço do petróleo nas perspectivas de crescimento no médio/longo-prazo, que levaram a Galp a reduzir o *target* de CaPex em 20%, e o impacto negativo do alargamento da CESE para a actividade de *trading* (EUR - 50 mn por ano entre 2015-2017).

	Preço	Up(Down)side
Preço Actual	9,44	-
Price Target (High)	16,00	69%
Price Target (Low)	8,50	-10%
Price Target (Average)	12,69	34%
Price Target BiG Research	12,38	31%

Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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

Após um arranque de 2014 auspicioso, a Galp encerrou o ano transacto com uma desvalorização de aproximadamente 28%. Tal desempenho é maioritariamente atribuível à evolução negativa do preço do petróleo nos mercados internacionais. Não obstante, o ênfase da empresa no segmento de E&P persiste como o principal *driver* de crescimento, já a unidade de R&D apresenta-se como um *hedge* face às recentes quedas do petróleo, dado o impacto positivo associado às margens de refinação. Desta forma, estamos em crer que o desempenho da Galp exacerbou o efeito adverso da queda do petróleo e que os indicadores operacionais da empresa encontram-se, teoricamente menos expostos à volatilidade do crude face a outros congéneres com um maior peso do segmento de E&P nas suas contas. Contudo e numa perspectiva de curto-prazo, a Galp afigura-se como um **título de proeminência cíclica**, com uma evolução ditada pelas oscilações do preço do petróleo.

Desta forma, estamos em crer que **o valor da Galp se reflecte numa perspectiva de médio-longo prazo e na qualidade do seu balanço efectivo e potencial**. Tal perspectiva assenta no facto de embora o actual nível de preços de petróleo represente um factor de pressão sobre a rentabilidade da actividade de exploração, este segmento é historicamente mais rentável em comparação com R&D, colocando a Galp na “linha da frente” para beneficiar com a futura estabilização e/ou recuperação nos preços do petróleo.

Visão: COMPRAR

CONTACTOS

Research

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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 - FCF

EUR mn	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBITDA	949	1.091	1.255	1.468	1.762	2.114
EBIT	314	395	452	896	548	652
NOPAT	121	203	239	573	350	417
D&A	634	696	803	572	1.214	1.462
CapEx	1.400	1.300	1.300	1.300	1.300	1.400
NWC	262	370	494	314	465	506
FCF	-924	-798	-803	-503	-248	-72
PV of FCF	-729	-730	-687	-402	-185	-10

Fonte: Bloomberg; Banco BiG Research

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)

Dated Brent

Preço de remessas de Brent conforme anunciado pelas agências de fixação de preços. Preço de referência para a maioria dos petróleos brutos vendidos na Europa, África e Médio Oriente e uma das mais importantes referências para os preços de mercado spot. (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;

IFRS: International Financial Reporting Standards;

bbl: barris de petróleo;

kbbbl: milhares barris de petróleo;

boe: barris de petróleo equivalente;

CONTACTOS**Research**

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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

kboepd: milhares barris de petróleo equivalente por dia.

mt: milhares toneladas;

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:
 - o Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - o Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - o Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - o Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - o 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 31 de Dezembro de 2014:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	8	72,7%
Manter/Neutral	3	27,3%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	11	100,0%

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2014

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	36,4%
Stop Loss	7	63,6%
Em Vigor	0	0,0%
Total	11	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Dezembro de 2014:

	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. 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

research@bancobig.pt

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Marta Fortunato

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.