

VISÃO – Comprar**Price Target: EUR 15,95**

Opinião do consenso	Nº de recomendações
COMPRAR	21
MANTER	6
VENDER	2

Preço	12,50
Máx de 52 semanas	13,40
M in de 52 semanas	10,20
YTD (%)	4,91
Volume médio diário (mn)	1261536
Capitalização bolsista (mn)	10.366
Beta	0,8234746
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 ano de 2013 a petrolífera nacional continuou a implementar a sua **estratégia focada no negócio de Exploração & Produção (E&P)**, com destaque para as actividades de exploração e desenvolvimento no Brasil e em Moçambique. Refira-se que no final do exercício, o EBITDA proveniente do sector de E&P já representava 35% do total quando em 2010 contribuía apenas para 18% do total do EBITDA.

Em 2013 a Galp registou um **resultado líquido de EUR 310 mn**, uma quebra de 14% face a 2012, **justificada por variações cambiais desfavoráveis e diminuição dos juros capitalizados**. A Galp constitui uma das histórias mais interessantes ao nível do sector de Oil&Gas, destacando-se pelo seu **perfil de crescimento**, igualmente notório no **crescimento estimado para os lucros de 2014 de cerca de 20%**.

Decorrente do seu perfil de crescimento superior, o **título transacciona a prémio** face aos principais concorrentes europeus ao nível da generalidade das métricas de avaliação fundamental.

Resultados 2013

EUR mn (valores RCA)	2013	2012	% Var.
Vendas e prestações de serviços	19620	18507	6,0%
Custos operacionais	-18515	-17514	5,7%
Outros proveitos (custos) operacionais	35	39	-10,3%
EBITDA	1140	1032	10,5%
D & A	-494	-364	35,7%
Provisões	-57	-66	-13,6%
EBIT	589	602	-2,2%
Resultados de empresas associadas	64	72	-11,1%
Resultados de investimentos	0	0	n.d.
Resultados Financeiros	-121	-79	53,2%
Resultados antes de impostos e interesses minoritários	532	595	-10,6%
Imposto sobre o rendimento	-168	-182	-7,7%
Taxa efectiva de imposto	0,31	0,31	0,0%
Interesses minoritários	-55	-53	3,8%
Resultado líquido	309	360	-14,2%

Fonte: Relatório & Contas Galp 2013

Vendas

No exercício de 2013 as **vendas e prestações de serviços aumentaram 6%** face ao período homólogo, beneficiando essencialmente do aumento do volume de vendas de produtos petrolíferos, produção de petróleo e gás natural, e volumes vendidos de gás natural e GNL.

Os **custos operacionais avançaram sensivelmente na mesma proporção que as vendas**, na sequência do aumento dos custos relacionados com a produção de petróleo e gás natural, e actividade de transporte de produtos petrolíferos.

EBITDA

O **EBITDA avançou 11% para os EUR 1,14 mil mn**, com a melhoria do desempenho do segmento de E&P e G&P.

CONTACTOS**Research**

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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

O **aumento das depreciações e amortizações**, sobretudo ao nível dos negócios de E&P e R&D, penalizou a rubrica do EBIT, que se situou nos EUR 590 mn, 2% aquém do registado em período homólogo.

Resultado Líquido

No final do exercício de 2013 o **resultado líquido alcançou os EUR 310 mn**, uma **quebra de 14%** face a 2012, justificada pela deterioração dos resultados financeiros, que foram negativos em EUR 121 mn (-EUR 79 mn em 2012) **penalizados por variações cambiais desfavoráveis e diminuição dos juros capitalizados**. Refira-se ainda que o resultado líquido no último trimestre de 2013 alcançou os EUR 92 mn superando os EUR 60 mn antecipados pelos analistas.

Dividendo

A petrolífera nacional pretende distribuir um **dividendo bruto de EUR 0,288 por acção** relativo ao exercício de 2013 em linha com a remuneração accionista definida pela empresa, que assume um crescimento médio do dividendo de 20% ao ano para o período compreendido entre 2012-16.

Investimento

EUR mn	2013	2012	% Var.
Exploração & Produção	723	633	14,2%
Refinação & Distribuição	153	162	-5,6%
Gas & Power	85	63	34,9%
Outros	1	4	-75,0%
Investimento	962	862	11,6%

Fonte: Relatório & Contas Galp 2013

O **investimento em 2013 alcançou os EUR 963 mn**, sendo que o segmento de E&P foi responsável por 75% desse montante, equivalente a EUR 723 mn. No segmento E&P o investimento no campo Lula/Iracema representou 60% do total investido, sendo os restantes 40% referentes à campanha de exploração e avaliação desenvolvida pela empresa no Brasil e em Moçambique. Nos restantes negócios, R&D e G&P, o investimento situou-se nos EUR 238 mn, direccionando-se principalmente a actividades de manutenção e segurança.

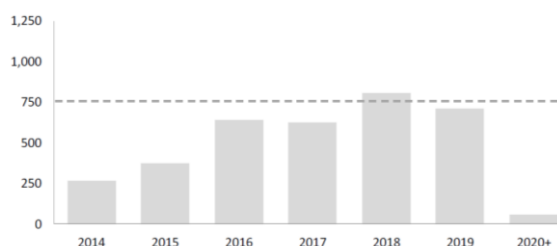
Dívida Financeira

EUR mn	2013	2012
Dívida líquida	2173	1697
Maturidade média (anos)	3,6	2,6
Dívida líquida/EBITDA	1,9x	1,7x

Fonte: Relatório & Contas Galp 2013

A **dívida líquida no final do exercício de 2013 totalizava EUR 2,17 mil mn**, sendo que ajustada ao empréstimo concedido à Sinopec se situava nos EUR 1,3 mil mn. A maturidade média da dívida avançou para 3,6 anos de forma a alinhar o período de reembolso com o período esperado de Cash-flow gerado, sendo o seu custo médio de 4,4%. Cerca de 33% da dívida estava contratada a taxa fixa, com a dívida de médio/longo prazo a totalizar 90% do total.

Perfil reembolso de dívida (EUR mn)



Fonte: Relatório & Contas Galp 2013

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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.

Indicadores operacionais**Exploração & Produção****Exploração & Produção**

EUR mn (valores em RCA)	2013	2012	% Var.
Produção média working interest (kboepd)	24,5	24,4	0,4%
Produção média net entitlement (kboepd)	20,8	18,1	14,9%
Preço média de venda de petróleo e gás natural (USD/boe)	100,8	101,3	-0,5%
Royalties (USD/boe)	9,5	9,5	0,0%
Custo de produção (USD/boe)	13,7	13,3	3,0%
Amortizações (USD/boe)	22,5	20,6	9,2%
EBITDA	396	373	6,2%

Fonte: Relatório & Contas Galp 2013

A **produção de petróleo e gás natural working interest** manteve-se estável em 2013 nos 24,5 kboepd, com o aumento da produção no Brasil (+21% face a 2012) a compensar a quebra na produção em Angola (-15% face ao período homólogo). A **produção net entitlement aumentou 15% em 2013** para 20,8 kboepd, ou seja, um aumento de 15% face ao ano de 2012. Este aumento da produção *net entitlement* justifica o **aumento do EBITDA em EUR 22 mn para EUR 396 mn**.

O **preço médio de venda recuou marginalmente** de USD 101,3/boe para **USD 100,8/boe**, na sequência do recuo do preço do petróleo nos mercados internacionais. Os **custos de produção alcançaram os EUR 78 mn**, um aumento de EUR 10 mn face a 2012, sendo que em termos unitários os custos de produção aumentaram para USD 13,7/boe face a USD 13,3/boe observados em período homólogo.

Refinação & Distribuição**Refinação & Distribuição**

EUR mn (valores em RCA)	2013	2012	% Var.
Margem de refinação Galp Energia (USD/bbl)	2,2	2,2	0,0%
Custo cash das refinarias (USD/bbl)	2,6	2,2	18,2%
Crude processado (Kbbl)	87528	81792	7,0%
Vendas de produtos refinados (mt)	17,2	16,4	4,9%
EBITDA	315	308	2,3%

Fonte: Relatório & Contas Galp 2013

No final do ano de 2013 o **EBITDA do segmento de R&D alcançou os EUR 315 mn**, em linha com o observado no período anterior.

Durante o ano de 2014 a **margem de refinação da Galp manteve-se estável nos USD 2,2/bbl**, contrariando a evolução negativa das margens nos mercados internacionais. Já os custos *cash* operacionais das refinarias avançaram EUR 29 mn para EUR 172 mn, sendo que em termos unitários se situaram nos USD 2,6/bbl vs USD 2,2/bbl observados no ano anterior.

A actividade de *supply* relativa ao negócio de R&D de produtos petrolíferos teve um impacto positivo nos resultados de cerca de EUR 35 mn.

CONTACTOS**Research**

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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.

Gas & Power

Gas&Power

EUR mn (valores em RCA)	2013	2012	% Var.
Vendas totais de gás natural (mm3)	7090	6253	13,4%
Vendas a clientes directos (mm3)	4056	4011	1,1%
Trading (mm3)	3034	2242	35,3%
Vendas de electricidade à rede (GWh)	1904	1298	46,7%
EBITDA	412	350	17,7%

Fonte: Relatório & Contas Galp 2013

O EBITDA do negócio de G&P totalizou EUR 412 mn, um aumento de EUR 61 mn face a 2012, o que reflectiu a melhoria dos resultados da actividade de *supply & trading*, que atingiu um máximo de EUR 209 mn em 2013, mais EUR 42 mn que em 2012.

O EBITDA do negócio de infra-estrutura situou-se nos EUR 160 mn, tendo beneficiado da consolidação integral da distribuidora Setgás com efeito a partir do 3Q12.

O negócio de *power* apresentou uma melhoria operacional com o EBITDA a aumentar EUR 11 mn para os EUR 43 mn devido ao aumento das vendas de electricidade à rede na sequência do início da operação da cogeração de Matosinhos.

Perspectivas de curto prazo

Para o 1Q14 a petrolífera antecipa que o preço do Brent se mantenha nos USD 106/bbl tendo em conta o nível de procura e oferta, enquanto a margem da refinação no trimestre deverá registar uma quebra face ao observado no último trimestre de 2013.

Ao nível operacional, no segmento de E&P a produção *working interest* de petróleo e gás natural deverá atingir os 26 kboepd no 1Q14. No segmento de R&D prevê-se que o volume no 1Q14 seja inferior ao do trimestre anterior, na sequência de uma paragem planeada na refinaria de Sines para manutenção. Por fim, o segmento de G&P deverá manter volumes idênticos aos dos últimos trimestres de 2013, beneficiando da actividade de *supply & trading* de GNL.

Capital Markets Day – Destaques

No âmbito do dia do investidor realizado a 4 de Março, a empresa definiu como objectivos estratégicos os seguintes pontos abaixo mencionados:

Foco na execução de projectos upstream com elevado potencial
Diminuição dos períodos até início de produção no sentido de maximizar a criação de valor
Aumento do Cash-Flow através da melhoria da eficiência das actividades de <i>downstream</i> e gás natural
Manutenção da solidez da estrutura de capital e disciplina financeira

Adicionalmente, em termos de *guidance*, podemos notar que o *upstream* representa 90% do Capex estimado para o período entre 2014-18, Capex esse que se deverá situar entre EUR 1,3 mil mn –

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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 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

EUR 1,5 mil mn em 2014 e deverá permanecer no intervalo entre EUR 1,5 mil mn – EUR 1,7 mil mn no período de 2014-18.

O crescimento do **EBITDA CAGR** deverá superar os **25% no período até 2018**, sendo que todo esse crescimento virá das operações *upstream* com os segmentos *downstream* e gás a manterem-se sensivelmente inalterados, o que deverá conduzir o **segmento upstream a assumir um peso de cerca de 80% do total do EBITDA da petrolífera em 2018** vs 35% no final de 2013.

Ao nível do **Free-Cash-Flow (FCF)** este continuará a ser suportado pelos projectos existentes no **Brasil**, sendo que apenas em 2016 deveremos assistir à viragem da rubrica EBITDA-Capex, estimando-se um **FCF positivo a partir de 2018**.

Por fim, a empresa prevê que o **rácio dívida líquida/EBITDA, actualmente em 1,1x, alcance as 2x em 2015, recuando rapidamente a partir de 2017**.

No Capital Markets Day de 2012 foi comunicada a política de distribuição accionista actualmente em vigor que assume um **crescimento médio do dividendo de 20% ao ano para o período entre 2012-16**, tendo assim em consideração a geração de resultados e Cash-flow assim como o crescimento de longo prazo subjacente.

Alterações à estrutura accionista

Após o fim do acordo parassocial da Galp, a Eni iniciou o processo de saída da estrutura accionista da empresa, processo esse que se encontra já consideravelmente avançado.

Evolução da participação da Eni na Galp

	33,34% Participação Eni na Galp antes do fim do acordo parassocial
jul-12	-5% Venda à Amorim Energia
nov-12	-4% Venda a investidores Institucionais
nov-12	-8% Emissão de Obrigações Convertíveis
2013	-1,30% Venda no mercado
mai-13	-6,70% Venda a investidores Institucionais
mar-14	-7% Venda a investidores Institucionais
	9,34% Participação actual Eni na Galp

Após a última operação de venda de 7% do capital social da petrolífera nacional por parte da Eni, a investidores institucionais através de um accelerated bookbuilding, a petrolífera italiana passou a deter uma participação de cerca de 9% do capital social da Galp. Importa no entanto realçar que **8% do capital social corresponde a activos subjacentes a obrigações convertíveis** no valor de EUR 1,03 mil mn com maturidade a 30 de Novembro de 2015, sendo a restante participação de **1% referente a acções detidas pela Eni** e sujeitas a direito de primeira oferta exercitável por parte da Amorim Energia B.V.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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.

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	9,76	9,48	1,57	7,53	4,93	0,93	11,60	4,89	45,69	4,47	0,73
BP PLC	9,71	9,47	1,16	-0,77	5,30	0,91	18,93	7,74	37,28	6,04	0,47
REPSOL SA	13,58	12,17	0,90	2,24	5,11	1,09	0,72	0,30	64,85	6,55	0,62
ROYAL DUTCH SH-A	10,61	10,03	1,29	2,72	5,02	0,80	9,23	4,63	24,75	5,42	0,58
CHEVRON CORP	10,81	10,70	1,53	-4,47	3,35	1,00	15,00	8,80	13,70	5,90	1,15
EXXON MOBIL CORP	12,97	12,87	2,43	-3,65	2,58	0,93	19,17	9,57	13,05	8,06	1,19
ENI SPA	12,94	11,11	1,13	3,95	6,00	0,84	8,85	3,74	44,43	4,77	0,76
BG GROUP PLC	17,16	13,59	2,00	-12,99	1,73	1,22	7,51	3,72	54,85	6,08	4,40
NORSK HYDRO ASA	31,53	17,90	0,87	10,08	2,52	1,01	-1,33	-0,79	14,55	9,37	0,92
OMV AG	8,09	7,78	0,93	-5,22	3,65	0,95	9,89	3,73	47,37	3,69	0,43
STATOIL ASA	11,11	10,82	1,50	14,08	4,03	0,89	11,80	4,77	51,36	2,31	0,85
CONOCOPHILLIPS	11,44	11,40	1,66	-0,41	3,88	0,96	18,30	7,79	41,59	5,34	1,88
VALERO ENERGY	8,81	8,62	1,51	8,79	1,64	1,24	14,51	5,93	33,73	5,24	0,22
GALP ENERGIA	31,57	25,41	2,01	4,91	2,11	0,82	3,56	1,36	71,27	13,49	0,68
média	14,29	12,24	1,46	1,91	3,70	0,97	10,55	4,73	39,89	6,20	1,06
média exc. GALP	12,96	11,23	1,42	1,68	3,83	0,98	11,09	4,98	37,48	5,63	1,09

Fonte: Bloomberg/ Banco BiG Research

Análise Fundamental

A Galp negocia com um P/E 2014E de 31,57x, um P/E 2015E de 25,41x e um P/BV de 2,01x transaccionando assim a prémio face aos seus *peers*, que apresentam valores médios de 12,96x, 11,23x e 1,42x, respectivamente, valores justificados pelo perfil de crescimento superior da petrolífera nacional, corroborado com as estimativas para o crescimento dos lucros de 2014 de cerca 20%, o movimento mais significativo dentro do sector.

Performance YTD

Desde o início do ano, a **acção da Galp valorizou cerca de 5%**, uma performance superior à média dos comparáveis que valorizam pouco mais de 1,5%. O aliviar da percepção de risco na periferia da Europa, com maior ênfase em Portugal, juntamente com o perfil de crescimento da empresa, suscita maior interesse no título face aos comparáveis.

Price Target

Método múltiplo EBITDA			
Terminal EBITDA	3.643		
NPV of Free Cash Flow	(4.949)		
+ Terminal EBITDA Value	21.595		
Enterprise Value	16.646		
+ Cash and Near Cash	1.513		
- Total Debt	3.678		
- Minority Interest	1.255		
Total Equity Value	13.226		
Shares Outstanding	829	ke	14,78%
Current Price	12,50	kd	2,74%
Theoretical Value per Share	15,95	WACC	11,51%
Premium / (Discount Price)	27,60%	g	2,00%
EV/EBITDA multiple	10,22x		

Fonte: Bloomberg/ Banco BiG Research

Price Target Final

Tendo em consideração os Cash-flows estimados para o período até 2018 e assumindo um múltiplo EV/EBITDA de 10,22x, alcançamos um **Preço-alvo** final para a Galp de **EUR 15,95** por acção – o que representa um **upside de 27,6%** face à cotação de fecho da última 3ª feira (1 de Abril).

Consenso de Mercado

O Preço-alvo de EUR 15,95 situa-se um pouco acima do consenso de mercado que aponta para um valor médio de EUR 15,30 por acção.

	Preço	Up/Downside
Preço Actual	12,50	
Price Target (High)	19,00	52%
Price Target (Low)	10,00	-47%
Price Target (Average)	15,30	53%

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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

O **perfil de crescimento da Galp constitui um dos *triggers* mais relevantes** e que distingue de forma significativa a petrolífera nacional dos restantes comparáveis europeus. Esse crescimento provém da estratégia de “transformação” operacional, isto é, do **reforço progressivo do peso do segmento de *upstream*** no negócio da empresa, sendo tal notório no peso que o segmento de E&P assume no EBITDA do Grupo, peso esse que se situava em cerca de 18% no final do exercício de 2010 e que deverá alcançar os 80% em 2018. Naturalmente, esse **perfil de crescimento produz um efeito negativo ao nível do FCF** devido à dimensão expressiva do Capex. Adicionalmente, também os **rácios de dívida são penalizados por esta estratégia**, com a empresa a antecipar que o rácio dívida líquida/EBITDA se encontrará pressionado até 2015. Importa no entanto referir que os anos de **2017 e 2018 deverão ser períodos de viragem**, com os gastos em investimento a abrandarem de forma significativa.

Acreditamos no entanto que as **perspectivas de crescimento e de retorno futuras mais do que compensam os impactos negativos** daí resultantes no curto prazo. Adicionalmente parece-nos que o **overhang da estrutura accionista se encontra agora bastante mais reduzido**, na sequência da última operação de alienação por parte da Eni. Por fim, acreditamos que o **prémio implícito ao nível das métricas de avaliação relativa** se encontra **justificado** pelo já referenciado **perfil de crescimento** do título. Assim, a nossa avaliação resulta num **Preço-alvo de EUR 15,95** por acção que culmina na recomendação de **COMPRAR**.

Visão: COMPRAR

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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

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 contractos 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 contractos 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;
kbbbl: milhares barris de petróleo;
boe: barris de petróleo equivalente;
kboepd: milhares barris de petróleo equivalente por dia.
mt: milhares toneladas;

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@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 31 de Março de 2014:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	71,4%
Manter/Neutral	2	28,6%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	7	100,0%

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	6	75,0%
Stop Loss	2	25,0%
Em Vigor	0	0,0%
Total	8	100,0%

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

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	1	33,3%
Stop Loss	2	66,7%
Em Vigor	0	0,0%
Total	3	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.

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.

CONTACTOS

Research

João Lampreia
joao.lampreia@bancobig.pt

João Cabeçana
joao.cabecana@bancobig.pt

José Ramada
Jose.ramada@bancobig.pt

Ana Mendonça
Ana.mendonca@bancobig.pt