

VISÃO – Manter
Price Target: EUR 12,62

Preço e Performance (valores em EUR)	
Preço	12,49
Máx de 52 semanas	13,51
Mín de 52 semanas	9,03
YTD (%)	16,51
Volume médio diário	1442.519
Capitalização bolsista (mn)	10.357
Beta	1,09
Dividendo	0,38
EPS	0,15

Nota: Valores de fecho de 28/10/2016

Fonte: Bloomberg; Research BiG

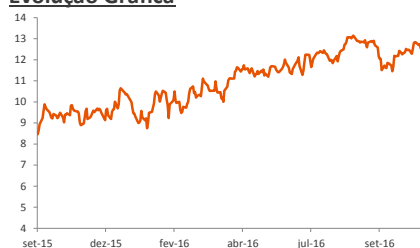
Opinião do consenso (últimos 4 meses)	
COMPRAR	10
MANTER	15
VENDER	1

Fonte: Bloomberg

Informação Financeira (valores em EUR)	
Vendas (mn)	15.517
Nº de empregados	6.792
ROA (%)	n.d.
ROE (%)	n.d.
D/E	0,33
DY (%)	3,98

Nota: Valores anuais.

Fonte: Bloomberg; Research BiG;

Evolução Gráfica

Fonte: Bloomberg

Estrutura Accionista	
Amorim Energia	38,34%
Parpública	7,00%
Vanguard Group	2,96%
CI Investments	2,47%
Blackrock	2,45%
Outros	85,12%

Fonte: Bloomberg

Histórico de Recomendações		
Data	Recomendação	Price-Target
23-03-2016	Manter	11,08
11-03-2015	Comprar	12,38

Fonte: Research BiG

Analista:

 João Lampreia
 joao.lampreia@big.pt

Research:

 João Lampreia
 Ana Mendonça
 Diana Oliveira
 Bernardo Câncio
 research@big.pt

Galp Energia – Upstream continua a luzir no 10º aniversário como cotada (Visão Manter, com revisão em alta do price-target para EUR 12,62)
Sumário

A petrolífera reportou um conjunto de resultados do 3º trimestre de 2016 sensivelmente em linha com o esperado, com a menor margem de refinação face ao período homólogo a pressionar o maior segmento da empresa – refinação e distribuição. O segmento de exploração e produção é o destaque positivo, com o crescimento na produção a mitigar a queda nos preços do petróleo no mercado internacional, permitindo ao segmento crescer face aos períodos homólogo e sequencial.

A empresa anunciou também a conclusão da venda de 22,5% da GGND à Meet Europe Natural Gas por EUR 141 mn, em 27 de Outubro. O efeito desta venda, que incluiu a retirada da GGND do perímetro de consolidação da Galp decorrerá no trimestre actual. A empresa também indicou, na *conference call*, que estima bater a projecção de EBITDA RCA anual de EUR 1,2 mil mn – EUR 1,3 mil mn.

A Galp comemorou recentemente o 10º aniversário da admissão em bolsa. Na última década a empresa apresentou um desempenho exemplar, sendo a 2º maior empresa no mercado nacional, com uma capitalização bolsista que mais do que duplicou face aos valores de entrada em negociação.

Os próximos 10 anos também se perspectivam risonhos, não obstante o enquadramento ainda desafiante do sector. O perfil integrado da empresa revela-se um factor positivo, com a unidade de refinação a suavizar o efeito negativo de preços baixos de petróleo (devido a uma relação negativa) e a unidade de exploração, o foco da empresa nos últimos anos, a sustentar o crescimento da empresa num enquadramento mais positivo de preços, devido às maiores margens características do segmento.

Resultados do 3º Trimestre de 2016

	(EUR mn)	3T15	3T16	% Var
Vendas e prestações de Serviços		3.904	3.499	-10%
EBITDA RCA		407	384	-6%
Exploração e Produção (E&P)		89	127	43%
Refinação e Distribuição (R&D)		241	180	-25%
Gas & Power (G&P)		72	73	0%
EBIT RCA		259	211	-19%
EBIT IFRS		100	194	94%
Resultados de Empresas Associadas		17	16	-8%
Resultados Financeiros		-8	-16	n.d.
Resultados antes impostos e interesses que não controlam		269	211	-22%
Impostos		-68	-83	21%
Interesses que não controlam		-20	-13	-34%
Resultado Líquido RCA		180	115	-36%
Eventos Não Recorrentes		-19	-37	98%
Resultado Líquido RC		161	77	-52%
Efeito Stock		-115	14	n.d.
Resultado Líquido IFRS		46	91	97%

Nota: Valores em RCA (*Replacement Cost Ajustado*) excepto indicação em contrário.

Fonte: Resultados 3º Trimestre 2016 Galp Energia

A Galp apresentou uma queda de 6% no EBITDA consolidado, face ao período homólogo, para EUR 384 mn, devido à menor contribuição do segmento de refinação e distribuição.

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.

A unidade de R&D registou uma queda de 25% no EBITDA RCA, pressionado por uma margem de refinação no trimestre 50% inferior ao valor homólogo e por uma queda ligeira (-1%) nas matérias-primas processadas. As margens de refinação diminuíram em seguimento da evolução negativa dos *cracks* da gasolina e do gasóleo. O EBITDA da unidade cifrou-se nos EUR 180 mn, representando 47% do EBITDA consolidado.

Por outro lado, e não obstante os preços de petróleo nos mercados internacionais continuarem em níveis que representam cerca de metade dos máximos de 2014, a unidade de exploração produção surge como a ‘estrela’ do trimestre, beneficiando do crescimento na produção (+63% da produção net *entitlement* para 71,5 kboepd) que mitiga a queda do preço do petróleo (-9% para USD 45,9/bbl). A unidade registou um crescimento de 43% no EBITDA RCA para os EUR 127 mn, representando 1/3 da rubrica consolidada.

A unidade de gás natural apresentou um desempenho em linha com o período homólogo, com um EBITDA de EUR 73 mn, ainda que o sub-segmento de Infraestruturas tenha sido penalizado por menores taxas de remunerações (6,2% vs. 7,9% homólogos).

O EBIT RCA tombou 19%, sendo penalizado pela queda do EBITDA. Os resultados financeiros comparam desfavoravelmente com o valor homólogo em seguimento de uma perda de EUR 13 mn relacionada com operações de *mark-to-market*, e com os juros financeiros a diminuírem em EUR 6 mn resultante de um menor custo de dívida (3,5% vs. 3,8%). O resultado líquido RCA diminuiu em 36% para os EUR 115 mn, com igual métrica considerando os parâmetros contabilísticos IFRS a cifrar-se nos EUR 91 mn. O diferencial decorre de eventos não recorrentes negativos em EUR 37 mn relativamente a um bloco *onshore* no Brasil e de activos relacionados com a actividade de biocombustíveis e um efeito stock positivo de EUR 14 mn.

▲ Estrutura Accionista

Recentemente a Amorim Energia alienou uma participação de 5% na Galp, reduzindo a sua posição de 38,34% para os 33,34%. Esta operação aliena a compra efectuada em 2012 que permitiu à Eni desinvestir a sua participação na petrolífera. Actualmente não perspectivamos mais alterações na participação da Amorim Energia na Galp, até porque no processo de venda da participação a Amorim Energia comprometeu-se a um período de *lock-up* (não venda de mais acções) de 180 dias. A também indiciar a manutenção da estrutura accionista encontra-se a renúncia de Américo Amorim ao cargo de conselho de administração a favor da filha Paula Amorim, que indicia a continuação da família Amorim no capital da empresa. Esta alteração é expectável tendo em conta a idade avançada de Américo Amorim, sendo que actualmente, e em seguimento das informações vinculadas pela empresa, esta mudança não terá qualquer efeito na estratégia da empresa e no racional de investimento.

▲ Múltiplos e Avaliação Relativa

Análise Fundamental

	Média PER SA	CAGR Receitas SA	P/E16E	P/E17E	P/BV	Div. Yield	YTD (%)	D/E	EV/T12MEBITDA	EV/T12MSales
Galp Energia SGPS SA	43,46	1,99	20,21	21,57	2,17	3,98	16,51	57,40	15,07	1,06
Eni SpA	12,35	-7,22	19,99	n.a.	0,98	5,92	-2,10	51,75	24,27	1,51
Repsol SA	20,30	-7,52	10,76	12,35	0,65	5,84	28,16	61,70	89,04	0,86
BP Plc	13,72	-5,59	15,50	31,50	1,21	6,14	39,03	54,04	16,17	0,75
Royal Dutch Shell	23,20	-6,36	13,42	26,22	1,07	7,35	9,13	35,57	17,14	1,27
Total SA	15,04	-5,11	11,61	14,92	1,24	5,50	7,60	56,66	10,98	1,23
Média	21,34	-4,97	15,25	21,31	1,22	5,79	16,39	52,86	28,78	1,11
Média (exc. Galp)	16,92	-6,36	14,26	21,25	1,03	6,15	16,36	51,95	31,52	1,12

Fonte: Bloomberg; Research BiG

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

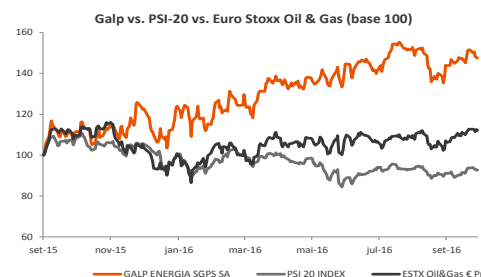
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.pt

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.

A Galp negocia com um perfil de múltiplos a prémio face aos congéneres, quer considerando múltiplos de preço, quer múltiplos de *enterprise value*. Contudo, o prémio do múltiplo de PER revela-se inferior ao valor médio histórico, indicando alguma convergência da empresa com o sector. Adicionalmente, o prémio é em parte justificado pelas perspectivas de crescimento da empresa, com apenas a Galp a apresentar, no *pool* de empresas consideradas, uma evolução histórica de receitas positiva.

Performance YTD

O desempenho da Galp no decorrer deste ano apresenta-se estelar, sendo superior aos ganhos dos sectores de *oil & gas* europeu e à performance do índice de referência nacional (17% vs. 9% vs.-12%).



Fonte: Bloomberg

Avaliação via Múltiplo EV/EBITDA

WACC		Múltiplo EBITDA				
		EV/EBITDA				
		10,7	11,7	12,7	13,7	14,7
8,2%	10,24	11,62	13,01	14,39	15,77	
8,5%	10,08	11,44	12,81	14,18	15,55	
8,7%	9,91	11,27	12,62	13,97	15,33	
9,0%	9,75	11,09	12,43	13,77	15,11	
9,2%	9,60	10,92	12,24	13,57	14,89	

Fonte: Research BiG

Price Target

Método Crescimento Múltiplo EBITDA (EUR mn)	
Terminal EBITDA	1.679
WACC	8,7%
Enterprise Value / EBITDA	12,7
Terminal Value	21.394
Present Value of Terminal Value	14.292
(+) Present Value of Free Cash Flows	-121
(=) Current Enterprise Value	14.171
(-) Dívida Líquida	2.205
(-) Interesses Minoritários	1.501
(=) Equity Value	10.465
Shares outstanding	829
Estimated Value per Share (EUR)	12,62
Estimated Upside	1,0%

WACC	
Rd (antes de imposto)	2,3%
Re	11%
Tx de Imposto	34%
Debt (mn)	3.383
Equity (mn)	9.346
WACC	8,7%

Outros Inputs	
Mercado de Referência	SXXE
# Acções (mn)	829
EBITDA Múltiplo	12,7

Fonte: Bloomberg / Galp Energia / Research BiG

Nota: Síntese de Projecções e Informação adicional disponibilizada em anexos

O preço alvo da Galp foi derivado da aplicação do método de múltiplo de EV/EBITDA, considerando a média histórica da cotada no período de 2011 a 2015, que resultou num preço alvo de EUR 12,62 por acção. Face à cotação de fecho de 28 de Outubro de 2016 de EUR 12,49, este preço-alvo cristaliza um *upside* de 1%.

Price Target vs. Consenso de mercado & Estimativa Prévia

O preço alvo obtido representa uma revisão em alta do preço de EUR 11,08 por acção estabelecidos na anterior PSI-20 Note de 23 de Março de 2016. Esta revisão em alta decorre de i) uma revisão das perspectivas do preço do crude, mais optimistas no longo prazo devido ao potencial de um acordo de corte na produção pela OPEP e o impacto negativo da redução de *capex* actual no crescimento de oferta futura; ii) revisão no método de cálculo do WACC da Galp, ainda que sem grande alteração na taxa final; iii) revisão de algumas métricas no modelo. Face ao consenso do mercado de EUR 13,64, o *price-target* da equipa de Research do BiG reflecte menores perspectivas para o título.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.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.

Consenso de Mercado	Preço (EUR)	Upside/Downside
Preço a 28/10/2016	12,49	-
Price Target Research BiG	12,62	1%
Price Target (High)	16,25	30%
Price Target (Low)	11,00	-12%
Price Target (Average)	13,64	9%

Fonte: Bloomberg/ Research BiG

▲ Conclusão

A Galp apresentou resultados que apesar da evolução negativa inferior ao período homólogo, validam a estratégia da empresa de apostar no segmento de exploração e produção, com a unidade a apresentar um crescimento na estrutura da empresa.

Ainda que o enquadramento de preços de petróleo continue desafiador a Galp demonstra-se resiliente, com um desempenho *year-to-date* superior ao sector, cristalizando o efeito positivo do seu perfil integrado. Apesar disso, consideramos que a evolução da empresa já incorpora este perfil resiliente, mantendo assim a recomendação de 'Manter' com uma revisão em alta do preço-alvo para os EUR 12,62, resultante da incorporação de melhores perspectivas do preço do crude.

▲ Síntese de Projecções

(EUR mn)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Total de Proveitos Operacionais	13.451	15.654	16.271	16.271	16.510
Var. YoY (%)	-14%	16%	4%	0%	1%
Preço Médio Brent (USD/bbl)	50	54	62	62	65
Custos Totais	12.366	14.392	14.616	14.616	14.830
% Receitas	92%	92%	90%	90%	90%
EBITDA IFRS	1.085	1.262	1.655	1.655	1.679
% Receitas	8%	8%	10%	10%	10%
D&A	686	790	894	998	1.102
% Receitas	5,1%	5,0%	5,5%	6,1%	6,7%
EBIT IFRS	398	472	761	657	577
% Receitas	3%	3%	5%	4%	3%
Total Impostos	202	227	325	289	262
NOPAT	196	245	436	367	315
CapEx	1.300	1.200	1.200	1.200	1.200
% Receitas	10%	8%	7%	7%	7%
Variação Net Working Capital	-292	188	53	0	20
% Receitas	9%	9%	9%	9%	9%
FCF	-126	-353	78	166	196
PV of FCF	-124	-320	65	127	131

Fonte: Bloomberg /Galp Energia / Research BiG

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.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 pela Equipa de Research do BiG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	2	28,6%
Manter/Neutral	4	57,1%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Sob Revisão	1	14,3%
Total	7	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	2	25,0%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	1	12,5%
Total	8	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	4	57,1%
Stop Loss	3	42,9%
Em Vigor	0	0,0%
Total	7	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 disponibilizadas. 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.

Analista:

João Lampreia
joao.lampreia@big.pt

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
Bernardo Câncio
research@big.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.