

Posição Longa	
Nome	ROYAL DUTCH SHELL PLC
Ticker (Bloomberg)	RDSA
Preço Entrada	22,215 EUR

Posição Curta	
Nome	REPSOL SA
Ticker (Bloomberg)	REP
Preço Entrada	11,245 EUR

Rácio de Entrada	
Rácio de Preço	1,976
Stop Loss	1,877

Fonte: Bloomberg

Evolução Correlação:



Fonte: Bloomberg

Correlação Actual: 0,86

Nota:

Todas as cotações foram actualizadas na Bloomberg com preços de fecho do dia 11 de Maio de 2016

Informações relevantes

Para consultar as últimas recomendações consulte o nosso site em:

<https://www.big.pt/InformacaoMercados/AnalisesBig/PairTrades>

O histórico de recomendações dos últimos doze meses pode ser consultado em:

<https://www.big.pt/pdf/Newsletters/nld.pdf>

RDSA (Longo) vs. Repsol (Curto)

▲ Royal Dutch Shell (RDSA)

A **Royal Dutch Shell** é uma empresa europeia do sector Oil & Gas com uma capitalização bolsista de EUR 138 mil mn que **produz e refina petróleo, detendo ainda vários postos de abastecimento distribuídos globalmente**. A empresa tem uma **elevada exposição ao segmento downstream** (89,2% facturação) e **excelente diversificação geográfica** – Europa (35,9%), Ásia, Oceânia e África (36,2%), EUA (19,1%) e outros (8,7%). A empresa negocia no mercado holandês e britânico.

Triggers Longo:

1. A RDSA reportou **contas trimestrais que bateram as expectativas** do mercado com lucros ajustados de USD 1,6 mil mn (vs. USD 1,18 mil mn esperados), não obstante o actual enquadramento de preços do crude ditar um desempenho 58% inferior ao período homólogo. A cotada reportou um crescimento de 16% na produção de gás e crude, embora esta não evitasse as perdas registadas no segmento de E&P, que ascenderam aos USD 1,4 mil mn. A mitigar este efeito negativo, o segmento de *downstream* registou um lucro de USD 2 mil mn.
2. Os **‘frutos’ da aquisição da BG já se materializaram** em parte neste trimestre, acrescentando 796 mil barris por dia à produção da Shell e com o executivo da última a indicar que os ganhos de eficiência serão obtidos com menores custos do que inicialmente esperados.
3. A Shell **anunciou um programa de alienação de activos no valor de USD 30 mil mn**, que em conjunto com os cortes no Capex, pretende mitigar o crescimento que decorreu na alavancagem resultante da aquisição da BG.

▲ Repsol

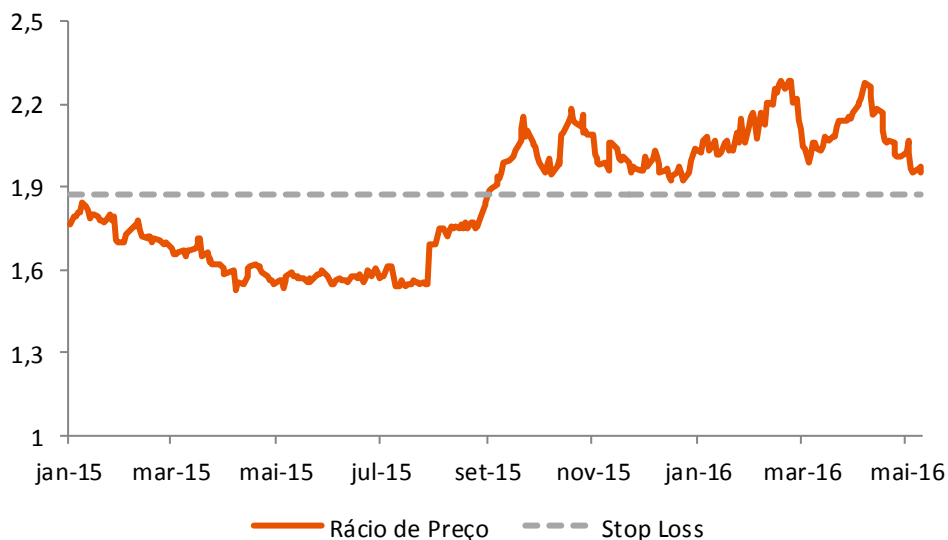
A **Repsol explora e produz crude e gás natural**, refina petróleo e distribuiu produtos de petróleo e GPL. A empresa detém reservas em Espanha, América Latina, Ásia, África do Norte e Médio Oriente. O **perfil operacional** é decomposto entre actividades de **downstream** (88,8% das receitas de 2015) e **upstream** (11,2%). Negocia na bolsa de Madrid com uma capitalização bolsista de EUR 15.982 mn.

Triggers Curto:

1. A **Repsol reportou um resultado líquido** ajustado de EUR 572 mn no trimestre que, não obstante a queda face ao valor de EUR 928 mn do período homólogo, **comparou favoravelmente com as expectativas** do mercado de EUR 261 mn.
2. O diferencial entre o valor reportado e o esperado decorre **do lucro** (EUR 17 mn) **que a Repsol apresentou na unidade de E&P**, enquanto o **mercado projectava perdas** (EUR 195 mn). Esta unidade beneficiou de menores custos de exploração, superiores volumes de produção, impactos cambiais positivos e poupanças resultantes do programa de eficiência ‘intenso’.
3. O **lucro do segmento de downstream também beneficiou a empresa**, com um crescimento homólogo de EUR 534 mn para EUR 556 mn, impulsionado por um bom desempenho do sub-segmento de químicos e menor carga fiscal em Espanha.

4. O título reagiu positivamente aos resultados, encetando um movimento que consideramos **excessivo** – a Repsol inverteu a posição de *lagger*, *outperformando* o sector.

▲ Evolução do Rácio



Fonte: Bloomberg

▲ Análise Comparativa

	Pass./Activo	D/E	MKT Cap (mn)	P/E 2016E	P/E2017E	P/BV	EV/EBITDA	Margem EBITDA	YTD
Repsol SA	55%	62%	16.213	17,30	11,23	0,58	51,39	1,38	11,12
RDSA	52%	36%	176.661	22,26	12,63	1,04	11,33	8,85	5,31
Média exc. Shell e Repsol	55%	53%	n.a.	42,06	17,33	1,36	14,52	11,64	5,76

Fonte: Bloomberg

Numa análise breve do perfil creditício das duas empresas é possível concluir que a **Repsol apresenta um balanço superiormente alavancado**, com a aquisição da Talisman (em 2014) a pressionar esta métrica. Adicionalmente, e não obstante o crescimento na dívida da RDSA resultante da compra da BG, esta **apresenta métricas que comparam favoravelmente** não só com a Repsol, como também com a média das comparáveis.

As métricas de múltiplos destacam o **perfil maioritariamente a desconto de ambas as cotadas face à média das congéneres**, com a Repsol a apresentar os múltiplos mais atractivos. Contudo, consideramos que a **superior dimensão da RDSA** – uma das *majors* petrolíferas do globo – em conjunto com a **superior margem de EBITDA**, justifica o ligeiro prémio a que esta negocia.

Assim, acreditamos que a **outperformance da Repsol face à Shell e ao sector**, despoletada pelos resultados que surpreenderam pela positiva o mercado, **foi exacerbada**. Desta forma, e num contexto de uma maior volatilidade dos preços do petróleo, a Repsol poderá observar uma maior correlação com estes, estreitando o diferencial de desempenho face à Shell, cuja dimensão sustenta o seu desempenho na intempérie de preços.

DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
 - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BIG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	5	55,6%
Manter/Neutral	4	44,4%
Reduzir/Vender	0	0,0%
Total	9	100,0%

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	37,5%
Stop Loss	5	62,5%
Em Vigor	0	0,0%
Total	8	100,0%

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2016:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	3	50,0%
Stop Loss	2	33,3%
Em Vigor	1	16,7%
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 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

Research:

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.