

Petrobras : liderança setorial

Barbara Mattos

Flora Meirelles

Desde o patamar mínimo no mercado norteamericano, em 20 de novembro de 2008, o comportamento da Petrobras têm 3 características. Primeiro, uma clara liderança no IBOVSPA, ao contrário do padrão internacional, onde a recuperação esteve fortemente centrada em IT, Materials e em menor escala em Financials. A tabela 1 apresenta esta trajetória. Na nossa tese, o fluxo de investidores para o mercado brasileiro atende a duas idéias paradoxais : se o atual patamar de preços tiver incorporado uma recuperação mais rápida, haveria um impacto positivo para as commodities; se a expansão indiscriminada do passivo dos bancos centrais levar a uma perda de confiança na moeda fiduciária, é possível que ocorra um alocação de portfolios para commodities.

Tabela 1. Variação dos setores no mundo de 20-nov-08 a 30-abr-09

Industry	Region Industry Price Performance								
	Global	US	Europe	Japan	Canada	Australia	Asia	Latin America	Brazil
Consumer Discretionary	32,27%	42,44%	20,66%	26,36%	16,66%	40,55%	77,91%	31,17%	114,63%
Consumer Staples	0,61%	0,08%	-0,11%	-17,06%	11,07%	38,76%	23,10%	24,92%	41,13%
Energy	15,60%	9,70%	10,00%	36,11%	43,52%	43,81%	50,61%	104,65%	107,40%
Financials	20,58%	16,20%	20,55%	6,67%	27,20%	28,45%	35,00%	67,70%	70,14%
Health Care	1,92%	6,92%	-5,75%	-16,25%	23,48%	20,36%			
Industrials	15,93%	11,21%	31,40%	11,46%	25,29%	7,15%	45,46%	24,63%	35,82%
Information Technology	34,16%	36,02%	22,55%	13,43%	62,83%		64,13%		42,65%
Materials	42,77%	37,33%	40,13%	21,93%	56,94%	69,01%	30,78%	87,27%	76,88%
Telecommunication Services	3,74%	14,53%	-1,76%	1,28%	-12,40%	5,37%	5,33%	15,94%	46,55%
Utilities	-4,68%	-1,67%	-5,20%	-21,50%	-0,09%	25,90%	13,60%	17,36%	24,73%
Total	16,03%	16,00%	11,40%	5,47%	30,08%	33,17%	37,38%	50,23%	71,13%

Segundo , uma clara liderança em relação aos competidores internacionais, colocando os múltiplos da Petrobras no topo do mercado, como ilustrado pela tabela 2 . Terceiro, esta valorização expressiva está em aparente contradição com a deterioração em seus fundamentos de curto prazo, levando muitos investidores à tese que o atual nível de preços não é sustentável.

O objetivo desta nota técnica é ilustrar a posição da Petrobras no setor energético mundial e argumentar porque, a nosso juízo, os fundamentos de longo prazo justificam o descolamento da Petrobras.

Tabela 2: Performance de Preço e Múltiplos de Mercado

	Retorno Preço	Market Cap (US\$ bn)	P/E 2009	P/E 2009 em 20-nov-08
	20-nov-08 até 30-abr-09	30-abr-09		
BP	9,5%	133,6	12,3	11,3
Chevron	3,6%	132,5	14,3	13,7
Exxon	-2,2%	329,5	15,1	15,5
Gazprom	56,5%	107,2	4,4	3,0
Lukoil	69,1%	38,4	7,6	4,4
Petrobras	106,3%	136,3	17,7	7,9
Shell	10,4%	144,4	9,8	9,0
Statoil	22,4%	60,6	-	-
Total	2,7%	120,1	11,0	10,0

A tabela 3 mostra que os indicadores técnicos da Petrobras situam-se entre as empresas líderes : taxa de crescimento, reservas provadas, anos de esgotamento elevados, valor de reserva no topo da amostra.

O potencial de crescimento das reservas é muito superior à suas concorrentes pela possível concretização do potencial do pré-sal no Brasil e pela possível vantagem competitiva na exploração futura na costa oeste da África.

Tabela 3: Indicadores Técnicos

	Reservas SEC (bn boe)	Produção média	Taxa de Crescimento Produção 5 Year CAGR	Índice de Reposição de Reservas SEC - 2008	Reservas/ Produção	Capex 2009 (US\$ bn)
	2008	2008	(2004 -2008)			
BP	19,0	3,8	0,8%	121%	13,6	21,0
Chevron	11,2	2,5	1,1%	146%	12,3	22,8
Exxon	22,8	3,9	-1,4%	103%	15,9	23,7
Petrobras	11,2	2,4	2,5%	123%	12,8	28,6
Shell	11,9	3,2	-3,0%	126%	10,3	32,0
Statoil	5,6	1,8	9,6%	34%	8,7	11,0
Total	10,4	2,3	-2,0%	112%	12,2	18,0

Por último, analisando os indicadores financeiros da Petrobras na tabela 4, vemos que a alavancagem da empresa compara-se à média da indústria, porém bastante superior ao nível da Exxon e Chevron. O retorno sobre o patrimônio também apresenta-se em patamar médio, e o mesmo se dá para o crescimento de lucros. Olhando apenas sob o prisma de indicadores de balanço, a vantagem da Petrobras em relação aos pares internacionais é menor. Mais uma vez nota-se que a grande aposta do mercado está no potencial de crescimento da empresa, e não necessariamente na conjuntura atual.

Petrobras é uma história de crescimento

A tese de que a valorização da Petrobras é excessiva tem 4 vertentes : a) a empresa tem pior governança e sua gestão tem objetivos não integralmente alinhados com os acionistas ; b) o balanço de riscos na tese do crescimento não reconhece as enormes dificuldades de concretizar , a preço e prazos adequados, o potencial do pré sal e não incorpora a necessidade de ampliação de capital , potencialmente diluidora e minimiza o impacto no custo marginal do endividamento no WACC da empresa ; c) os indicadores financeiros da Petrobras são mais frágeis em uma indústria intensiva em capital e de utilização conservadora de capital de terceiros, como mostra a tabela 4 e d) os resultados de curto prazo podem ser negativamente afetados pela redução dos preços dos derivados no mercado doméstico.

Tabela 4: Indicadores Financeiros

	Equity (US\$ bn)	Alavancagem	ROE média 5 anos	Taxa de Crescimento Lucro 5 Year CAGR (2004 -2008)	Mkt Cap/ Produção	Mkt Cap/ Reservas
	2008					
BP	91,3	53,1	24,77%	4,0%	34,4	6,9
Chevron	86,6	10,3	27,94%	12,0%	53,3	11,9
Exxon	113,0	8,3	33,69%	12,0%	83,9	14,4
Petrobras	60,9	33,6	28,31%	15,0%	55,8	12,0
Shell	127,3	48,4	25,34%	7,0%	45,0	12,0
Statoil	32,9	44,9	29,85%	2,0%	33,8	10,6
Total	66,6	48,8	30,32%	-3,0%	51,6	11,6

Em relação à governança, entendemos que a empresa deu um salto nos últimos anos e que a presença do Tesouro como controlador não afetará materialmente seu crescimento e de resultados. Julgamos que o argumento de ‘fragilidade’ financeira em termos comparativos tem mérito : o capital próprio da Petrobras parece insuficiente, as empresas brasileiras ainda pagarão por um par de anos um WACC mais elevado. A tese do prêmio dos derivados parece-nos secundária na determinação da tendência e se tivéssemos que escolher um lado na controvérsia julgamos que o fator dominante é o monopólio de fato que, ruim para o consumidor, é uma vantagem do acionista.

Em resumo, nosso argumento é que a Petrobras pode ter mudado de patamar de múltiplo, por ser uma das poucas empresas do setor com uma clara história de crescimento com um risco país declinante (que torna as competidoras russas menos óbvias) e com potencial inflexão na curva de crescimento, se dominada a tecnologia do pré-sal. A nosso juízo, o retorno / risco é assimétrico .

Petrobras continua a ser beneficiada pela procura por papéis com maior liquidez no mercado brasileiro e boas perspectivas futuras, com elevado (> 100%) índice de reposição de reservas (principalmente na camada pré-sal), crescimento contínuo de produção, e resultados financeiros positivos, além da liderança em exploração em águas profundas, seguida pela Exxon e Shell. Acreditamos que esses fatores técnicos justificam o prêmio da Petrobras em relação aos pares.

Esse material foi preparado pela FRAM Capital, sendo expressamente proibida sua reprodução sem autorização prévia. A informação nele contida é de caráter estritamente informativo e é baseado em informações públicas recolhidas a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões na data de emissão desse material, podendo ser modificadas a qualquer momento, sem qualquer necessidade de aviso ou comunicação prévia. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Este material não constitui, nem deve ser interpretado como recomendação, conselho, oferta ou solicitação para compra ou venda de quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros.