

A principal meta da Petrobras, na gestão Parente, é temerária

Cláudio Oliveira* e Felipe Coutinho**

Junho de 2017

No primeiro artigo desta série, demonstramos o [“Mito da Petrobras quebrada”](#)^[1], neste trataremos do plano e da estratégia corporativas. O mito foi o pilar ideológico do plano lançado em set/2016, o [Plano de Negócios e Gestão \(PNG 2017/21\)](#)^[2] tem como principal objetivo reduzir a alavancagem, antecipadamente, a 2,5 no final de 2018. O indicador escolhido é obtido pela divisão da “divida liquida” pelo “EBTIDA ajustado” e no plano anterior seria atingido em 2020.

Outra prioridade é o estabelecimento de parcerias e desinvestimentos, eufemismo para a escolha arbitraria dos beneficiários da privatização dos ativos da estatal.

A “divida liquida” é a “divida bruta” menos o “disponível em caixa”. O “Ebitda ajustado” é uma aproximação da “Geração Operacional de Caixa”. É o caixa restante depois de cobertos os custos operacionais. É a geração de caixa disponível para pagar a dívida, fazer novos investimentos ou distribuir dividendos.

Simplificando, este indicador de alavancagem é obtido pela divisão da dívida da empresa pela sua geração de caixa.

Quando uma empresa tem perspectiva de crescer, aumentar a produção e a receita, a dívida é utilizada como alavanca para estes fins. Este é o caso da Petrobras que descobriu o pré-sal e dispõe do mercado brasileiro que além de grande tem perspectiva de crescer. Nosso consumo de energia primária per capita é moderado em comparação com os países desenvolvidos.

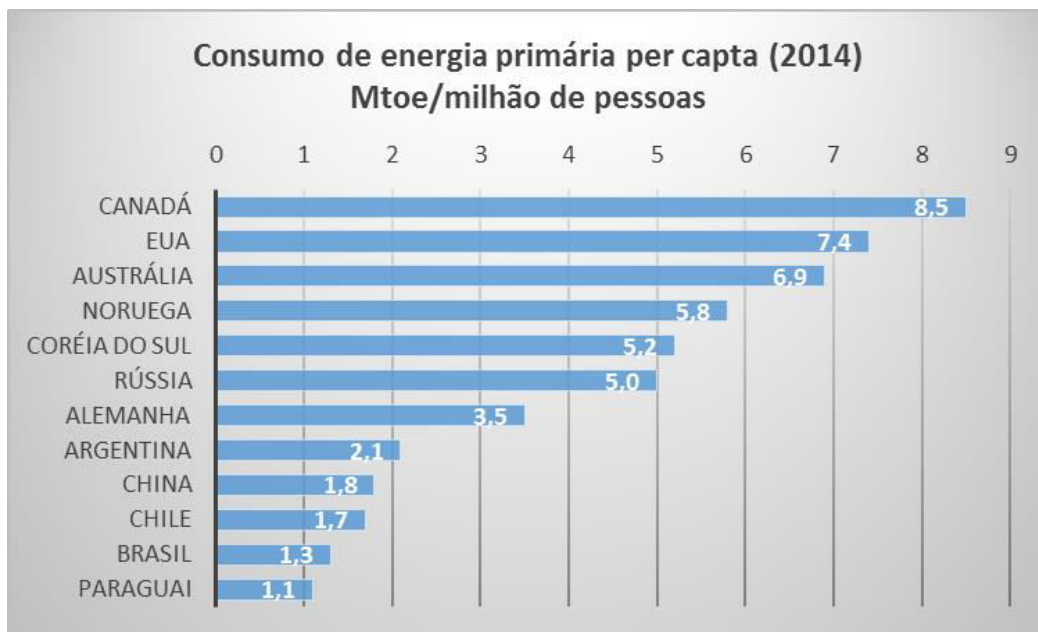


Gráfico 1: Consumos nacionais de energia per capita (2014), em milhões de toneladas de petróleo equivalente por milhão de pessoas^[3]

Como foi visto no artigo anterior^[1], os investimentos na área de petróleo e gás natural levam cerca de 10 anos para iniciar a geração de caixa.

Portanto é inadequado utilizar este tipo de indicador como meta estratégica para uma empresa que passa por um ciclo de fortes investimentos e consequente endividamento. Pelo menos enquanto a geração de caixa correspondente não se concretizar, em função do tempo de maturação dos empreendimentos.

Em resumo, a meta de alavancagem não é um indicador estratégico recomendável para uma empresa com potencial de crescimento, como é o caso da Petrobras. O indicador e a meta de 2,5 são arbitrários, assim como a antecipação do seu alcance de 2020 para 2018. A redução da alavancagem é desnecessária, mas poderia ser alcançada sem vender ativos até 2021, como demonstrado em [“É possível reduzir a dívida da Petrobras sem vender seus ativos”^{\[4\]}](#), ou mesmo antes utilizando as reservas disponíveis. Fato agora reconhecido publicamente até pelos porta vozes dos “agentes do mercado”, “Mesmo que as vendas de ativos atrasem ou não aconteçam, achamos que o balanço ainda vai melhorar”, afirmam os analistas Bruno Montanari e Madalena Carmona e Costa.^[5]

As grandes petroleiras não apresentam em seus relatórios este tipo de indicador. Para avaliar o nível de alavancagem é utilizada a divisão da dívida líquida pelo somatório da dívida líquida com o patrimônio líquido. É o conhecido *Debt/Equity*.

Se considerarmos no Patrimônio Líquido da Petrobras, os direitos de preferência que a empresa tem sobre as reservas do pré-sal, aliados às tecnologias desenvolvidas e a produtividade dos poços, que resultaram significativa redução no custo de extração, o indicador de alavancagem “debt/equity” da Petrobras ficaria muito baixo. Bem abaixo em relação aos das principais “majors”.

Estimativa do valor patrimonial dos direitos da Petrobras no pré-sal

No regime de concessão a posse das reservas fica com a concessionária e é registrada em seu balanço. No regime de partilha a posse das reservas fica com o governo e mesmo existindo o fato de que o concessionário tem claros direitos na divisão dos resultados da produção, em alguns países estes direitos não são refletidos no balanço.

O balanço deve registrar todos os bens, direitos e obrigações das empresas. Como a Petrobras por lei tem o direito de preferência na exploração do pré-sal e considerando o volume de recursos envolvidos acreditamos que isto deveria ser refletido no patrimônio da companhia. Mesmo que não fossem apropriados ao patrimônio da empresa, estes valores deveriam, de alguma forma ser levantados e apresentados na divulgação dos Relatórios Financeiros.

Considerando o exposto, apresentamos a estimativa dos reflexos do pré-sal no efetivo patrimônio da Petrobras.

Os professores Cleveland Jones e Hernani Chaves, do Instituto Nacional de Óleo e Gás da Universidade do Rio de Janeiro (UERJ), indicam que existe 90% de probabilidade de que as reservas do pré-sal alcancem 176 bilhões de barris recuperáveis e com 10% de probabilidade de chegar a 273 bilhões de barris. ^[6]

Considerando que a Petrobras não tem obrigação mas tem o direito de preferência, podendo escolher os poços com melhores perspectivas de produtividade,

podemos estimar que fique com 40% deste total, ou seja 70,4 bilhões de barris. Para efeito do exercício vamos utilizar o preço do barril em US\$ 50. Teríamos assim uma expectativa de receita futura de US\$ 3,25 trilhões (50 x 70,4).

A “Margem Ebitda Ajustado” é a divisão do Ebitda Ajustado pela Receita da empresa e vem apresentando um crescimento expressivo na Petrobras. Em 2014 foi de 18%, em 2015 23%, em 2016 30%, no 4º trimestre de 2016 35 % e no primeiro trimestre de 2017 37%. Portanto 37% da receita se transformaram em caixa, depois de cobertos os custos operacionais.

Considerando a alta produtividade do pré-sal e o desenvolvimento de novas tecnologias com posteriores reduções de custo, num exercício conservador vamos considerar uma Margem Ebitda Ajustado de 30%, ou seja, que 30% da receita bruta da produção do pré-sal seja transferido para o caixa da Petrobras. O caixa é usado para arcar com os juros, os impostos, a amortização de dívida, o pagamento de dividendos, participações nos lucros, além dos novos investimentos que não recorram aos recursos de terceiros (empréstimos).

Teríamos então uma geração de caixa de US\$ 1,06 trilhões, digamos em 35 anos. Em média US\$ 30,17 bilhões por ano. Sabemos que a receita será proporcional a curva de produção, mas a média da receita serve para estimar o valor presente da integral da receita futura.

Trazendo a valor presente numa taxa de 7% a.a., teríamos o valor de US\$ 390,63 bilhões que somado ao Patrimônio Líquido em 31/12/2016 (US\$ 87 bilhões) alcançaria o valor de US\$ 477,63 bilhões, sendo este o novo valor do Patrimônio Líquido. Portanto o Patrimônio Líquido da Petrobras seria hoje superior ao de todas as “majors”.

Para calcular o indicador de alavancagem *debt/equity (net debt to capital ratio)*, vamos dividir a dívida líquida pelo somatório da dívida líquida com o patrimônio líquido:

Dívida líquida em 31/12/2016 = US\$ 98 bilhões

Divida líquida mais Patrimônio Líquido = US\$ 98 bilhões + US\$ 477,63 = US\$ 575,63

Net debt to capital ratio = 98 / 575,63 = 17 %

Considerando o pré-sal, a alavancagem da Petrobras (net debt to capital ratio) hoje é menor que das “majors”

Portanto a alavancagem da Petrobras hoje (17%) já seria inferior ao da Chevron (19%) da Exxon (20%) da Total (20%) da BP (26%) e da Shell (28 %).

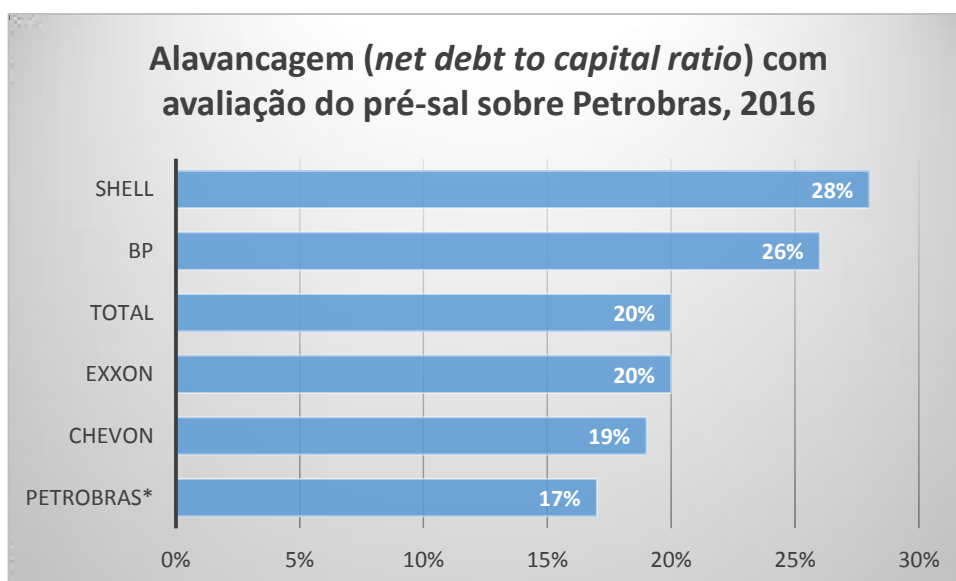


Gráfico 2: Alavancagem (dívida líquida/dívida líquida + patrimônio líquido), net debt to capital ratio, 2016, com a influência do pré-sal sobre a Petrobras* [7]

Mesmo que no exercício nós diminuíssemos a participação da Petrobras no pré-sal de 40% para 20%, a alavancagem atual ficaria em 25%, portanto inferior à BP (26%) e da Shell (28%).

E vejam que o *rating* da Standard & Poors para a BP é A- e para a Shell A. Já Petrobras é classificada 12 níveis abaixo BB-.

O papel das agências de risco e suas notas merecem outro artigo, mas cabe registrar que a Petrobras efetuou emissão de bônus no mercado no último dia 22 de maio. Em princípio a intenção era emitir US\$ 2 bilhões, mas considerando os baixos juros obtidos, a empresa decidiu aumentar a emissão. A demanda (US\$ 20 bilhões) foi

muito superior ao ofertado pela companhia e os juros formam os menores desde 2013, quando a empresa ainda era "grau de investimento".

Os agentes financeiros têm conhecimento da real situação da Petrobras, e por isto, nos últimos anos, sempre que a empresa buscou captar recursos de terceiros, a oferta tem sido muito maior que os valores demandados. A Petrobras tem captado hoje recursos a um custo inferior aos que captava quando era "grau de investimento" (2008/2015).

A meta não é "desalavancar", a meta é privatizar

O indicador e a meta de alavancagem utilizados no PNG 2017/21 (divisão da dívida pela geração de caixa) visa criar a necessidade de venda de ativos, que na realidade não existe. Objetiva forçar uma situação que atende a interesses não esclarecidos ou inconfessáveis.

Venda e compra de ativos para atender interesses estratégicos, são atividades corriqueiras em empresas como a Petrobras. Mas o atual comando da estatal afirma que precisa vender ativos para equilibrar a situação financeira da empresa^[8], o que não é verdade, como já demonstramos no nosso artigo anterior.^[1]

Por outro lado, só em 2016 foram vendidos US\$ 13,6 bilhões de ativos, de maneira açodada, em momento de mercado desfavorável, sem a adequada transparência, sem condições favoráveis à ampla concorrência, em negociações diretas.

Destacamos trechos da declaração de voto do Ministro Bruno Dantas, revisor da representação ao Tribunal de Contas da União (TCU) sobre o pedido de suspensão cautelar sistemática para a venda de ativos da Petrobras:^[9]

"Diante da constatação de riscos nos processos adotados pela estatal, referentes a possíveis ofensas aos princípios da Administração Pública, este Tribunal (de Contas de União) adotou medida cautelar para que a Petrobras se abstivesse de assinar contratos de venda de ativos e empresas, bem como de iniciar novos processos de alienação, até o julgamento de mérito da representação".

“Entretanto, em razão da impossibilidade de avaliar se a continuidade das negociações dos projetos Paraty 1, Paraty 3, Ópera, Portfólio 1, Sabará e Laguna, já em fase final, poderia causar prejuízos maiores que a sua suspensão, esta Corte permitiu que a Petrobras desse andamento a esses processos”.

“Os demais projetos, por sua vez, não tiveram sua excepcionalidade caracterizada de maneira inequívoca. Não restou assente que o reinício desses outros projetos poderia trazer à Petrobras prejuízos maiores que os riscos identificados na adoção da sistemática anterior. Sendo assim, faz-se necessário que os projetos Lobato, Ártico, Topázio, Coral 2, Coral 3, Mangalarga 2, Jade e Cruzeiro, assim como os demais projetos de desinvestimento em andamento, à exceção dos já apontados neste Voto, retornem à fase inicial para adequação à nova sistemática de desinvestimentos aprovada pela empresa”.

Muito bem, mas e quanto as vendas já realizadas? Ninguém é responsabilizado? É assim que funciona?

Não, não é assim que funciona, e juristas de relevo tem se pronunciado inclusive alertando aos compradores destes ativos, pois são corresponsáveis. [\[10\]](#) Negócios que poderão ser (e já estão sendo) contestados e desfeitos no futuro. Os gestores temerários da Petrobras serão cobrados na justiça e condenados pela História.

* Cláudio Oliveira é economista aposentado da Petrobras

** Felipe Coutinho é engenheiro químico e presidente da Associação dos Engenheiros da Petrobrás (AEPET)

Referências

- [1] <http://www.aepet.org.br/uploads/paginas/uploads/File/ClaudioFelipe.pdf>
- [2] <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/apresentacoes/plano-de-negocios-e-gestao>
- [3] <http://www.tsp-data-portal.org/>
- [4] https://felipecoutinho21.files.wordpress.com/2016/10/existe-alternativa-para-reduzir-a-divida-da-petrobr3a1s-sem-vender-seus-ativos_rev0.pdf
- [5] Petrobras: Meta de alavancagem pode ser atingida mesmo sem venda de ativos, diz Morgan Stanley, Valor Pro SP, online, 26/05/2017
- [6] <http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRKCN0QF29920150810>
- [7] Premissas para estimar o impacto do pré-sal na alavancagem da Petrobras, medida pela razão entre a dívida líquida e a dívida líquida somada ao patrimônio líquido (*net debt to capital ratio*): volume recuperável do pré-sal 176 bilhões de barris, direito de preferência exercido pela Petrobras em 40%, preço médio futuro: do petróleo US\$ 50 / bbl, vida produtiva de 35 anos, margem EBTIDA ajustado (receita bruta/Ebtida ajustado) de 30% e taxa de desconto de 7%
- [8] A Direção da Petrobras tem declarado e documentado, reiteradas vezes, que as privatizações (desinvestimentos) visam o "equilíbrio financeiro" e a redução da alavancagem. Segue apenas uma referência: <http://www.petrobras.com.br/fatos-e-dados/diminuiremos-nossa-alavancagem-pela-metade-em-dois-anos.htm>
- [9] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO TC 013.056/2016-6 GRUPO II – CLASSE VII – PLENÁRIO TC-013.056/2016-6, Natureza: Representação, Representante: SeinfraPetróleo, Unidade: Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) <http://portal.tcu.gov.br/data/files/1E/F0/A9/DC/1A6FA51010B6DEA51A2818A8/013.056-2013-6%20-%20Petrobras%20ativos.pdf>
- [10] https://cleazevo.jusbrasil.com.br/noticias/455867651/nao-compre-nada-do-parente-vai-ser-tudo-renacionalizado-costa-e-bercovici-mostram-como-botar-o-parente-em-cana?ref=topic_feed