

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA GESTÃO DE PEDRO PARENTE NA  
PETROBRAS

DANIEL SOARES DA SILVA LIMA

MATRÍCULA: 1511208

PROFESSOR ORIENTADOR: MARCELO NUNO

PROFESSOR COORDENADOR: MARCIO GARCIA

JUNHO DE 2019

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DA GESTÃO DE PEDRO PARENTE NA  
PETROBRAS

DANIEL SOARES DA SILVA LIMA

MATRÍCULA: 1511208

PROFESSOR ORIENTADOR: MARCELO NUNO

PROFESSOR COORDENADOR: MARCIO GARCIA

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realiza-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor

JUNHO DE 2019

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## SUMÁRIO

<b>1. Introdução</b>	7
1.1 Motivação	8
1.2 Resultados Pretendidos	8
1.3 Fonte de Dados e Métodos	9
1.4 Conclusão Esperada	9
<b>2. Companhia</b>	10
2.1 Histórico da Companhia	10
2.2 Principais Atividades	12
2.2.1 Exploração e Produção de Petróleo e Gás	14
2.2.2 Refino de Petróleo e Gás	14
2.2.3 Petroquímica	15
2.2.4 Distribuição	15
2.2.5 Produção de Biocombustíveis	15
2.2.6 Geração de Energia Elétrica	16
<b>3. Fundamentação Teórica</b>	17
3.1 Definição do termo Valuation	17
3.2 Métodos de Análise	17
3.2.1 Escola Gráfica e Técnica	18
3.2.2 Escola Fundamentalista	18
3.2.3 Análise Top Down vs. Bottom-Up	19
3.3 Demonstrativos Financeiros	20
3.3.1 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)	20
3.3.2 Balanço Patrimonial (BP)	22
3.4 O Método do Fluxo de Caixa Descontado	23
3.4.1 Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE)	24
3.4.2 Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)	26
<b>4. Valuation</b>	28
4.1 Projeções Macroeconômicas	28

4.2 Receitas .....	28
4.3 Custos e Despesas .....	34
4.3.1 Custos dos Produtos Vendidos e dos Serviços Prestados .....	34
4.3.2 Despesas Operacionais .....	34
4.4 EBITDA .....	36
4.5 Depreciação e Amortização .....	39
4.6 CAPEX .....	40
4.7 ROIC .....	42
4.8 Impostos.....	44
4.9 Capital de Giro .....	45
4.10 Fluxo de Caixa da Firma (FCFF).....	48
<b>5. Conclusão .....</b>	<b>49</b>
<b>6. Referência Bibliográfica.....</b>	<b>52</b>

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 01 – ÁREAS DE ATUAÇÃO PETROBRAS .....	13
FIGURA 02 – RECEITAS PETROBRAS 2014 / 2015 .....	30
FIGURA 03 – EVOLUÇÃO PETROBRAS 2016 / 2017 / 2018 .....	32
FIGURA 04 – EVOLUÇÃO DAS RECEITAS .....	33
FIGURA 05 – DESPESAS OPERACIONAIS TOTAIS 2014 - 2018 .....	35
FIGURA 06 – EBITDA 2014 - 2018 .....	38
FIGURA 07 – MARGEM EBITDA AJUSTADA.....	39
FIGURA 08 – PLANO DE NEGÓCIOS 2018 - 2022 .....	41
FIGURA 09 – EVOLUÇÃO DO CAPEX PLANO DE NEGÓCIOS.....	42
FIGURA 10 – EVOLUÇÃO DO CAPEX .....	42
FIGURA 11 – EVOLUÇÃO DO ROIC 2014 - 2018 .....	43
FIGURA 12 – IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES PAGAS PELA PETROBRAS .....	44
FIGURA 13 – PARCELA DE IMPOSTOS PAGOS NA GASOLINA .....	45
FIGURA 14 – CAPITAL DE GIRO DA COMPANHIA 2014 – 2018 .....	47
FIGURA 15 – FLUXO DE CAIXA DA COMPANHIA .....	48

## 1 Introdução

Para iniciar nosso projeto acredito ser válido abordarmos a função do mercado de capitais na sociedade hoje em dia. No nível mais fundamental possível, a economia é algo extremamente simples, sendo a soma de todas as transações entre pessoas que compõem a mesma. Uma transação basicamente consiste no comprador dando dinheiro (crédito) para um vendedor, e este retorna um bem, serviço ou até um ativo financeiro. Portanto o mercado nada mais é do que o conjunto de compradores e vendedores transacionando as mesmas coisas. A economia, portanto, é o conjunto de todas as transações que compõem esses mercados.

Com o forte crescimento do mercado de capitais brasileiro e com melhores práticas sendo adotadas pelas entidades financeiras, como avanços na questão da regulação e incentivos a governança corporativa, cada vez mais empresas decidem abrir seu capital para obter formas de financiamento. Desse modo, o mercado de capitais é favorável para as empresas, pois surge uma nova fonte de financiamento, podendo agora realizar projetos que dependiam de empréstimos (que em muitos dos casos tinham juros altos como condição) e é favorável para o investidor, pois ele poderá expandir seu leque de opções de investimento, podendo investir em diversos setores ao mesmo tempo e podendo contar com métricas mais claras de governança corporativa e acompanhar o desempenho de seu investimento.

Diante do cenário de crescimento do mercado de capitais, quebra de paradigmas do investidor brasileiro, que historicamente preferia investir em títulos públicos ou papéis atrelados ao CDI, principalmente em função da queda do nível da taxa de juros, deixando esses investimentos pouco atraentes e a entrada de capital estrangeiro no mercado brasileiro, é necessária uma análise mais criteriosa do real preço dos ativos.

Portanto minha intenção para esse projeto é de trazer uma nova forma de enxergar o momento vivido pela segunda maior empresa brasileira em valor, uma avaliação detalhada da transição dentro dela e perspectivas futuras, dado que a Petrobras constantemente é abordada em debates políticos prós & contras a sua privatização.

Inicialmente será feito uma breve análise do momento da empresa pré-Pedro Parente, suas principais atividades e como ela se encontrava no momento de mudança de “poder”. No segundo momento, introduziremos práticas e métodos relevantes adotados pela gestão de Parente, desempenho no cenário político e econômico. Nos capítulos seguintes, apresentaremos os demonstrativos financeiros e demonstrar todo o processo de análise da companhia. Por fim, apresentaremos nossos resultados e iremos comparar o valor que Pedro Parente trouxe à companhia e o valor pelo qual a empresa estava sendo negociada.

## **1.1 Motivação**

A motivação para realizar esse projeto é fruto de interesse pessoal. Sempre acreditei nas oportunidades que o mercado brasileiro traz aos seus investidores e ainda vão trazer no futuro. A Petrobras por representar também a “queridinha dos brasileiros” me fez brilhar os olhos ao pensar na oportunidade de analisá-la.

Devido ao aumento do preço do petróleo do mercado internacional, as medidas protecionistas tomadas nas gestões anteriores, a nova política de reajuste do preço nas refinarias e, por fim, a recente greve dos caminhoneiros demonstram o cenário turbulento vivido por Pedro Parente enquanto presidente da empresa.

Portanto, acredito que uma análise da recente gestão e como ela “navegou” pelos mares turbulentos, será um trabalho desafiador e que ao meu ver se torna de grande importância para possíveis análises futuras.

## **1.2 Resultados Pretendidos**

Ao final do projeto pretendo trazer mais do que uma opinião a respeito da posição comprada ou vendida do papel a ser tomada. Pretendo alcançar o entendimento do valor intrínseco da empresa e avaliar se no momento da gestão do Pedro Parente se a Petrobras estava sendo subestimada ou não.

Portanto, pretendo esmiuçar cada aresta da empresa e avaliar o real valor para o todo chegando à conclusão do efeito Pedro Parente na companhia.

### **1.3 Fonte de Dados e Métodos**

Qualquer empresa poderá ser avaliada pelo seu valor quantitativo, através de seus balanços e dados financeiros. Para estipularmos o valor desse ativo para a empresa é bastante comum utilizarem o fluxo de caixa como métrica. Porém uma empresa também possui aspectos qualitativos, que em geral, são difíceis de serem mensurados. Portanto, cabe ao analista estudar o real negócio da empresa, como ela está replicando essa ideia aos seus funcionários e clientes e como a sociedade está sendo impactada pela mesma.

Ao chegarmos em uma conclusão, realizaremos uma comparação com o período anterior ao Pedro Parente, avaliando as principais mudanças e contribuições e seremos capazes de realizar uma prospecção para a empresa no futuro.

Portanto, utilizaremos como fonte livros sobre valuation e precificação de empresas. Já as notícias sobre a empresa serão retiradas do site da própria empresa de informações que ela disponibiliza publicamente.

### **1.4 Conclusão Esperada**

A análise de uma empresa é algo extremamente subjetivo, pois depende de variáveis não-exatas e a forma com que os analistas enxergam tal empresa e suas ações. Portanto, este projeto pretende cobrir todos os pontos possíveis em que a empresa foi impactada pela nova gestão, acrescentando dados às análises já existentes e fomentar um debate para possíveis novas visões a respeito da questão.

## **2. COMPANHIA**

### **2.1 Histórico da Companhia**

Após o fim da segunda guerra mundial, iniciou-se um intenso debate no Brasil a respeito da exploração do petróleo nacional. Esse assunto possuía um grande teor polêmico ao abordar temas como soberania nacional, recursos minerais estratégicos, políticas de industrialização e os limites de atuação das empresas multinacionais no país. A partir daí dois grandes grupos se formaram com posições distintas: um grupo defendia a abertura do setor petrolífero à iniciativa privada, nacional e estrangeira, e outro, desejava o monopólio estatal no setor petrolífero.

Dado que na época não existiam empresas nacionais com recursos financeiros e tecnológicos suficientes para realizar a exploração do petróleo, o então presidente da época, Eurico Gaspar Dutra, enviou ao Congresso Nacional um anteprojeto do Estatuto do Petróleo. Essa medida, fez com que o grupo nacionalista se organizasse e formasse um amplo movimento popular, com a campanha “O Petróleo é nosso.” O movimento contribuiu para a aprovação da Lei 2004 de 3 de outubro de 1953, estabelecendo o monopólio estatal do petróleo, criando a Petrobras.

Nos primeiros anos da década de 1960, vivia-se um certo pessimismo em relação à descoberta de petróleo no território brasileiro. Nessa época, se tornou muito famoso o relatório Link, que foram escritas pelo geólogo americano Walter K. Link que na época fazia parte do alto escalão da companhia e responsável pelas pesquisas de potenciais áreas de exploração, que trazia regiões em que ele não considerava como boas apostas mas que o governo insistia em sua prospecção e perfuração, o que acabou por não gerar resultados expressivos para a companhia.

No ano de 1961, é fundada a primeira refinaria da companhia, a Refinaria de Duque de Caxias (REDUC), que hoje em dia representa a maior refinaria em atividade da Petrobras, responsável pela produção de diversos óleos básicos para diversos derivados do petróleo e por cerca de 1.2 bilhões de reais em tributos para o governo federal.

No final da década de 1960, é criada a Petrobras Química S.A. (Petroquisa) que é uma subsidiária da estatal, com o intuito de articular a ação dos setores estatal e privado na implantação da indústria petroquímica no país. Ainda nesse período, a Petrobras se lançou para explorações marítimas, encontrando em 1968 a primeira bacia de petróleo em águas brasileiras, no Campo de Guaricema a 80 metros de profundidade.

Diante do rápido crescimento da economia brasileira durante o início dos anos 70, onde o PIB chegava a crescer a taxas superiores a 10% ao ano, a Petrobras se viu diante da necessidade de investir no aumento da capacidade de refino e na distribuição de produtos. Com isso é criada a Petrobras Distribuidora, se tornando líder do mercado de distribuição de derivados de petróleo no país a partir de 1975.

Com a crise do petróleo em 1973, o mercado petrolífero mundial se tornou conturbado e marcado por incertezas, não apenas quanto aos preços, mas também em relação à oferta dos produtos derivados do petróleo. Como a Petrobras mantinha bom relacionamento com companhias estatais de países da OPEP, o abastecimento do mercado brasileiro foi menos afetado. Porém o governo adotou algumas medidas para se tornar menos vulnerável à choques de oferta externos, através de campanhas de incentivo ao uso do álcool carburante e aumento de exploração de poços marítimos, com o intuito de aumentar a produção nacional.

Em meados dos anos de 1980, foi descoberto a presença de petróleo em águas profundas do litoral brasileiro, mais especificamente na Bacia de Campos. A companhia, portanto, se viu diante da necessidade de desenvolver tecnologia para poder explorar essas áreas, visto que no mundo não existia tecnologia para tal. Com isso a companhia se tornou líder mundial na exploração de águas profundas, pois criaram-se projetos para exploração de águas até 1.000 metros de profundidade.

Depois de mais de quarenta anos exercendo o negócio em regime de monopólio, a Petrobras passou a competir com outras empresas estrangeiras e nacionais em 1997, quando o presidente da época, Fernando Henrique Cardoso, sancionou uma lei que permitiu a União contratar empresas privadas para exercer tais atividades.

Na virada do século XXI, a Petrobras realiza a compra de participações em diversas termelétricas, com o intuito de expandir e diversificar a matriz energética brasileira, transformando o gás em energia elétrica.

No ano de 2006, a Petrobras conquista a autossuficiência sustentável do Brasil na produção de petróleo, com uma produção média de 1.9 milhão de barris por dia, passando a exportar mais petróleo e derivados do que importar. No ano seguinte, foi descoberto na Bacia de Santos grande concentração de petróleo e gás em seções do pré-sal, que colocaria o Brasil em um outro patamar de produção mundial.

A partir de 2012, analistas do setor de petróleo da companhia começaram a apontar dificuldades financeiras da Petrobras, por razão da elevação muito rápida do endividamentos e dos prejuízos com a comercialização dos combustíveis. Apesar dessa grave questão, a Petrobras possuía uma bom nível de risco de crédito devido às promessas de potencial produção do pré-sal.

Segundo José Mauro de Moraes, em seu livro Petrobras: Uma História Das Explorações de Petróleo Em Águas Profundas e No Pré-Sal, a companhia se endividou pesadamente visando os novos campos de exploração de petróleo do pré-sal e em quatro novas refinarias. Como resultado, a relação dívida líquida/EBITDA passou de 0,38 para 4,77. Nessa mesma série, a relação dívida líquida / patrimônio líquido + dívida líquida saltou de 13% para 48%.

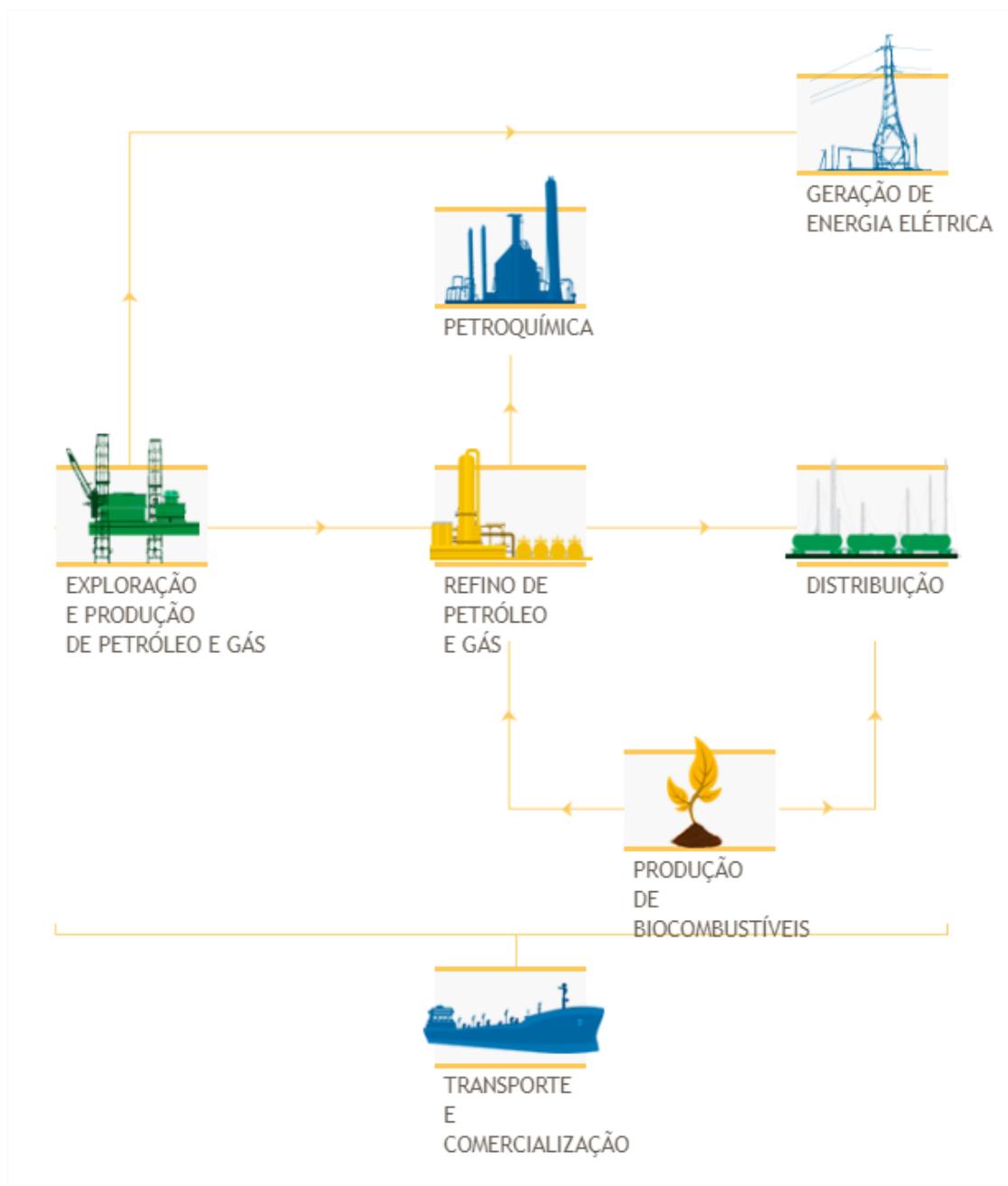
Além de toda a alavancagem que a companhia tomou para si, a Petrobras vinha apresentando resultados cada vez piores, muito em razão do controle de preços impostos pelo governo federal, resultando em prejuízos de 41 milhões de dólares no período de 2011 a 2014.

## **2.2.2 Principais Atividades**

A Petrobras pode ser dividida em 7 áreas de atuação distintas: Exploração e Produção de Petróleo e Gás; Refino de Petróleo e Gás; Petroquímica; Distribuição; Produção de Biocombustíveis; Geração de Energia Elétrica; Transporte e Comercialização. Cada uma

dessas 7 áreas de atuação está interligadas no negócio de exploração do Petróleo, conforme imagem:

**FIGURA 01 – ÁREAS DE ATUAÇÃO DA PETROBRAS**



Fonte: Site da própria companhia (Petrobras)

### 2.2.1 Exploração e Produção de Petróleo e Gás

Essa linha de negócio representa o principal negócio da companhia. Essa área é responsável pela prospecção de novas reservas e desenvolvimento de novas tecnologias para atender à crescente demanda de energia. Os recursos investidos nessa área são voltados para o desenvolvimento tecnológico, ampliação do conhecimento geológico e na formação de uma cadeia de bens e serviços que tragam suporte às atividades exercidas hoje em dia.

Além de todos esses fatores, ainda existe um efeito multiplicador na economia gerada por essa área, pois a partir do sucesso da mesma, ela é capaz de manter o fluxo de investimentos, atraindo empresas petrolíferas e incentivando a consolidação de uma indústria nacional de bens e serviços para o mercado. Além disso, os cofres públicos se beneficiam através da arrecadação de recursos em participações governamentais oriundas de contratos de licitações.

### 2.2.2 Refino de Petróleo e Gás

Essa área do negócio se baseia em uma indústria de transformação, ou seja, ela possui a responsabilidade de transformar a matéria-prima bruta em produtos essenciais para o dia a dia dos consumidores. Atualmente a Petrobras conta com treze refinarias e uma unidade de processamento de xisto. O parque de refino atual produz mais de dois milhões de barris de derivados por dia.

O ciclo de produção dos derivados envolve basicamente três processos principais:

- **Destilação:** Esse processo consiste basicamente na separação dos derivados do petróleo, no qual a matéria prima é aquecida a elevados níveis de temperatura e, conforme esse material for resfriando, fazendo o vapor voltar a forma líquida, é coletada diferentes subprodutos.
- **Conversão:** Esse processo consiste na transformação de partes mais pesadas e de menor valor do petróleo em moléculas menores, resultando em derivados mais nobres.

- **Tratamentos:** Nesse processo, os derivados são submetidos a diversos tipos de processos para que atinjam os níveis de qualidade exigida pelo mercado.

### **2.2.3 Petroquímica**

Com o intuito de ampliar as oportunidades de negócio da companhia, a Petrobras decidiu atacar o setor Petroquímico, principalmente através da Braskem, que é controlada pela Odebrecht, mas conta com uma expressiva participação da Petrobras.

Nesse setor, a atividade industrial é voltada para a produção de derivados de petróleo por destilação, como a parafina e a nafta. Além disso a indústria converte o gás natural em diversos outros produtos como amônia e ureia, para servirem de matéria-prima para outras indústrias.

### **2.2.4 Distribuição**

Com o intuito de facilitar o processo de distribuição e abastecimento dos seus produtos, a Petrobras fundou, em novembro de 1971, a sua distribuidora responsável pela distribuição e comercialização dos seus produtos.

Constantemente, a BR Distribuidora é atacada por *stakeholders* da companhia sob a justificativa de que a administração dessa subsidiária acaba por fugir pro principal plano de negócios da companhia e desviar investimentos que poderiam ser melhor alocados na área de Exploração e Produção.

### **2.2.5 Produção de Biocombustíveis**

Os Biocombustíveis são derivados de biomassa renovável que podem substituir, parcialmente ou totalmente, o uso de combustíveis tradicionais e danosos ao nosso meio ambiente, como os combustíveis derivados de petróleo e gás natural, nos motores movidos à combustão.

Os dois principais biocombustíveis líquidos produzidos e utilizados no Brasil é o etanol, que provém da cana-de-açúcar e o biodiesel, que é produzido através de óleos vegetais ou de gorduras animais e adicionando ao diesel de petróleo em proporções variáveis.

Apesar do Brasil se situar em uma posição almejada por diversos países mundo afora por 45% da energia e 18% dos combustíveis consumidos no país serem de origem de Biocombustíveis e apresentar disponibilidade territorial e condições climáticas para o mesmo, grande parte da produção foi deixada de lado nas gestões mais recentes, principalmente durante a gestão estudada nesse projeto, por apresentar resultados inexpressivos para o financeiro da empresa. Dessa forma, a tendência é que o setor de Biocombustíveis, no curto prazo, acabe sendo menos valorizado, por ser tratado como um setor fora *business* principal da companhia.

### **2.2.6 Geração de Energia Elétrica**

A Petrobras também apresenta uma participação no setor de geração de energia elétrica, operando algumas usinas termelétricas, eólicas e pequenas centrais hidrelétricas, que servem basicamente para complementar a necessidade energética do país, principalmente em períodos de seca e de grande demanda, visto que a principal matriz energética do Brasil são as usinas hidrelétricas.

O parque gerador da companhia é formado por 36 unidades (próprias, de subsidiárias ou de empresas em que a Petrobras possui participação acionária), com capacidade total de geração de 6.885 *megawatts* (MW).

### **3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

#### **3.1 Definição do termo Valuation**

Valuation é um termo em inglês que significa “Avaliação de Empresas”. Valuation, por definição significa a técnica de “reduzir à subjetividade” de algo que é subjetivo por natureza. O objetivo do analista, que vai realizar o Valuation de uma empresa, não é encontrar o preço exato de uma empresa, pois preço se traduz como algo direto, simbolizando oferta e demanda do ativo. O analista busca por uma região de valores, sendo essa definição de “valor” subjetiva ao avaliador, já que depende, além do método de análise escolhido, pelos seus próprios olhos e perfil de risco do mesmo.

Para realizar a análise de uma empresa, é necessário que o analista tenha um vasto conhecimento relativo a aspectos macroeconômicos e microeconômicos e a capacidade de simplificar tais teorias e dados em um relatório para encontrar o valor ideal da companhia. Portanto, a palavra simplicidade não deve desaparecer do nosso vocabulário ao se tratar de um Valuation. De nada adianta um trabalho extremamente complexo em sua essência, alimentado por dados não muito relevantes (mais formalmente tratados pela expressão “*trash in, trash out*”)

É importante ressaltar que, independentemente do método ou perfil do analista, existem duas grandezas que não podem ser deixadas de lado: o potencial de retorno e o risco embutido na projeção, dado que o processo de Valuation servirá de auxílio à tomada de decisão em relação a realização de um investimento.

Portanto, esse trabalho busca aplicar tal metodologia para o estudo de caso abordado anteriormente.

#### **3.2 Métodos de Análise**

Para realizar um Valuation, existem diversos métodos utilizados e difundidos entre analistas do mundo financeiro. No entanto, podemos nos dar ao luxo de simplificar em duas grandes escolas: Escola Gráfica e Técnica e Escola Fundamentalista.

### **3.2.1. Escola Gráfica e Técnica**

A Escola Gráfica e Técnica assume a teoria de mercados eficientes, ou seja, qualquer nova informação que seja divulgada no mercado, é automaticamente transmitida e interpretada de forma linear entre os seus participantes, que ao tomarem decisões com o novo conjunto de informação disponível, os preços dos ativos são influenciados de forma instantânea. Essas novas informações referem-se basicamente a movimentos nominais dos preços, portanto os preços em  $t+1$  tendem a seguir os preços em  $t$ , excluindo-se ocasiões de gaps (quando eventos não premeditados afetam o preço dos ativos de forma positiva ou negativa).

Essa escola utiliza-se dos gráficos e da matemática (através de cálculos estatísticos como as médias móveis) como seu principal apoio teórico. Existem fórmulas e equações complexas envolvidas no cálculo de tais movimentos que basicamente se baseiam em *back testing*, dado que os grafistas e matemáticos acreditam que o presente e o futuro repetem o passado.

Embora essa escola tenha perdido força ao longo dos anos, alguns analistas ainda à utilizam como mais uma fonte de informação para a tomada de decisão de investimento, que em alguns casos, pode ser extremamente valiosa, pois existem momentos que as opiniões de grafistas e matemáticos ganham força e como os modelos são similares uns aos outros, pode acabar ocorrendo um efeito manada entre investidores. Se o analista percebe esse efeito de antemão, grandes lucros podem ser realizados.

### **3.2.2. Escola Fundamentalista**

A Escola Fundamentalista se baseia na tese de que o mercado é assimétrico e que os preços nem sempre refletem o preço justo de um ativo. Por conta de diversas proposições adotadas, informações recebidas em momentos e quantidade diferentes, os analistas chegam a diversos valores “justos” para uma empresa, o que acaba justificando a existência de um mercado de compra e venda, afinal, se todos chegassem ao mesmo valor justo, esse mercado não existiria ou existiria de forma parcial.

Mesmo se partíssemos da premissa de que mercados eficientes existem (através, por exemplo, do argumento da existência da divulgação de Fatos Relevantes), ainda cabe ao analista a interpretação de tal evento para o valor da companhia, em outras palavras, podemos simplificar os riscos de uma análise ao Risco de Mercado e Risco Específico, que são amplas em sua essência e permitem diversas projeções.

O objetivo do analista da escola fundamentalista não é acertar exatamente o preço alvo da empresa que justifique a ação de compra ou venda de um ativo, mas sim acertar mais vezes uma região factível que o ativo pode vir a atingir em um determinado prazo.

### **3.2.3. Análise *Top Down* vs. Análise *Bottom-Up***

Esses tipos de análise estão inclusos dentro do processo de análise fundamentalista e diferem basicamente na ordenação de importância de fatos que afetam o valor das companhias.

A análise *top down* se baseia na ideia de que variações no valor de uma companhia provém majoritariamente de fatores macroeconômicos que influenciam a performance da companhia. Por exemplo, em tempos de elevação de juros, evitam-se empresas sensíveis à piora de crédito. Quando existe uma piora a sensibilidade do investidor estrangeiro a ações domésticas, buscam-se papéis que apresentam um fluxo de caixa mais estável, geralmente representado por companhias líderes e maduras em seus respectivos setores.

A análise *bottom-up* usa todas as variáveis disponíveis para, dentro de um determinado modelo, calcular o valor justo da companhia. Contrastando com o método de *top down* o fato de haver um aumento da inflação na economia não justificaria a venda de ativos que são dependentes de capital de giro, pois podem existir outros fatores, como um maior número de vendas, que contrabalanceie esse efeito. Em geral, quando uma grande notícia inesperada ocorre, os mercados tendem a ter um comportamento de *overshooting* (alta exagerada) ou *undershooting* (queda exagerada), ou seja, os mercados costumam primeiro realizar primeiro a ação de compra/venda para aí se perguntarem a respeito das consequências da nova notícia. Nesses tipos de ocasiões, a

análise *bottom-up* se torna um ferramental importante para mensurar possíveis impactos de notícias inesperadas e aproveitar de comportamentos “emocionais” do mercado.

### **3.3 Demonstrativos Financeiros**

#### **3.3.1 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)**

A DRE representa um relatório contábil que apresenta, de forma objetiva e resumida, as operações realizadas por uma determinada empresa em um determinado período. Esse relatório confronta os dados de receitas e os rendimentos ganhos, independente da moeda, com as despesas da empresa, levando-se em conta custos, impostos, encargos e perdas, para ao final identificar o lucro ou prejuízo líquido do exercício. As empresas costumam realizar essa contabilidade mensalmente para fins administrativos e trimestralmente para fins fiscais.

Abaixo sintetizamos a estrutura de uma DRE:

**RECEITA OPERACIONAL BRUTA**

Vendas de Produtos

Vendas de Mercadorias

Prestação de Serviços

**( - ) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA**

Devoluções de Vendas

Abatimentos

Impostos e Contribuições Incidentes sobre Vendas

**( = ) RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA****( - ) DESPESAS OPERACIONAIS**

Despesas com Vendas

Despesas Administrativas

**( - ) DESPESAS FINANCEIRAS LÍQUIDAS**

Despesas Financeiras

( - ) Receitas Financeiras

Variações Monetárias e Cambiais Passivas

( - ) Variações Monetárias e Cambiais Ativas

**OUTRAS RECEITAS E DESPESAS**

Resultado da Equivalência Patrimonial

Venda de Bens e Direitos Do Ativo Não Circulante

( - ) Custo da Venda de Bens e Direitos do Ativo Não Circulante

**( = ) RESULTADO OPERACIONAL ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E  
CONTRIBUIÇÃO SOCIAL SOBRE O LUCRO**

( - ) Provisão para IR e CSLL

**( = ) LUCRO LÍQUIDO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES**

( - ) Pró-Labore, Debêntures, Empregados

**( = ) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO**

### 3.3.2 Balanço Patrimonial (BP)

O balanço patrimonial é uma das principais demonstrações contábeis de uma empresa que evidencia, qualitativa e quantitativamente, em um determinado período do tempo, a posição patrimonial e financeira da instituição. O balanço patrimonial é dividido em duas categorias:

- Ativo: Engloba os bens, direitos e demais aplicações de recursos controladas pela instituição, capazes de gerar benefícios econômicos futuros.
- Passivo: Compreende as origens de recursos representados pelas obrigações para com terceiros, resultantes de eventos ocorridos que exigirão ativos para a sua liquidação.

Além disso, o balanço patrimonial também apresenta o patrimônio líquido da companhia que compreende os recursos da própria instituição e seu respectivo valor é a diferença entre o valor Ativo e o valor Passivo da empresa.

As principais rubricas do balanço patrimonial para o Valuation segundo Alexandre Póvoa:

- **Ativo Circulante**: Todos os direitos a receber em até um ano de prazo – as principais contas são: Disponível (dinheiro em caixa), Aplicações Financeiras, Contas a receber (financiamento a consumidores) e Estoques
- **Ativo Realizável no Longo Prazo**: Todos os direitos a receber de um ano em diante: Aplicações Financeiras e Contas a Receber após 365 dias
- **Ativo Permanente**:
  - *Imobilizado*: conjunto de bens necessários à manutenção das atividades da empresa, caracterizados por apresentar-se na forma tangível.
  - *Investimentos*: participações em outros negócios e imóveis. Não se destina à manutenção do negócio da empresa.

- *Intangíveis*: Valores que são gastos agora, mas poderão ter, com algum grau de previsibilidade, benefícios futuros. (marcas e patentes, por exemplo). Normalmente existe grande rigor quanto à confiabilidade da mensuração desse ativo e a existência de possibilidades materiais de retorno. Caso não exista essa confiabilidade, a rubrica deverá ser registrada como despesa.
- **Passivo Circulante**: Todas as obrigações a pagar com até um ano de prazo – principal conta: Contas a pagar (pagamento a fornecedores oriundo de compras realizadas a prazo).
- **Passivo Exigível de Longo Prazo**: Todos os direitos a pagar de um ano em diante – Empréstimos e contas a pagar após 365 dias.
- **Patrimônio Líquido (PL)**: A principal rubrica é a conta “Capital” na qual serão contabilizados todos os novos aportes de capital da empresa. Todos os lucros ou prejuízos da empresa vão impactar diretamente o PL. Existem também as rubricas reservas de capital, reservas de reavaliação, reservas de lucros e lucros acumulados.

Podemos afirmar, portanto, que a principal diferença entre os demonstrativos abordados anteriormente se dá pelo período ao qual cada um se refere. A DRE apresenta informações referentes a um determinado período, enquanto que o Balanço Patrimonial fornece informações relativas a uma data específica.

### 3.4 O Método do Fluxo de Caixa Descontado

O Fluxo de Caixa Descontado é um método para avaliar o valor de um determinado investimento baseado na sua capacidade de gerar futuros fluxos de caixa para a companhia. Esse método encontra o valor presente de um investimento utilizando-se de uma taxa de desconto, que espelha o custo de oportunidade e o risco do investimento. Portanto, quanto mais arriscado forem os investimentos realizados pela empresa em questão, maior será a taxa de desconto.

Antes de entrarmos nos dois tipos de Fluxos de Caixas Descontados, (Fluxo de Caixa para o Acionista e Fluxo de Caixa para a Firma) vale ressaltar uma pequena observação que a gramática e o bom-senso brasileiro guardam. Em português, firma, companhia e empresa são palavras sinônimas. No entanto, a partir de agora vamos utilizar duas terminologias específicas que são importantes para a compreensão do nosso estudo.

A. Valor da Companhia (*'company value'*) = Valor de Mercado (*'market value'*): número de ações x valor da ação. Essa é uma grandeza exclusiva do acionista.

B. Valor da Empresa (*'entreprise value'*) = Valor da Firma (*'firm value'*): Valor da Companhia (número de ações x valor da ação) + Valor da dívida bruta. É uma grandeza pertencente ao acionista e ao credor.

### 3.4.1 Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE)

O Fluxo de Caixa para o Acionista contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os detentores do capital próprio, após o pagamento de juros aos credores. Para podermos chegar a conclusão se a firma está distribuindo muito ou pouco dividendos, devemos mensurar o quanto de capital está disponível após o pagamento de todas as obrigações financeiras da companhia.

Para podermos estimar o quanto de capital a firma pode arcar com suas distribuições a seus acionistas, devemos sempre nos basear pelo lucro líquido contábil da empresa, uma vez que os credores já foram pagos nesse momento, e converte-lo para fluxo de caixa ao se subtrair o valor de reinvestimentos da empresa.

Em primeiro lugar, devemos subtrair do lucro líquido todas as despesas de capital, definição ampla de propósito para poder incluir as aquisições, já que representam um fluxo de capital negativo. Em contrapartida, adicionamos ao lucro líquido o valor de depreciações e amortizações, visto que esses gastos que não envolvem uma saída de capital.

A diferença entre despesas de capital e depreciação é referida como despesas de capital líquidas. Essa medida é muitas vezes utilizada para mensurar uma função de

crescimento da firma. Empresas com alto crescimento tendem a apresentar altas despesas de capital líquidas comparativamente aos lucros enquanto firmas com uma taxa de crescimento baixa tendem a apresentar despesas de capital líquidas baixas e até mesmo negativas.

Em segundo lugar, aumentos no capital de giro tendem a “sugar” o fluxo de caixa das companhias. Firms que estão em fase de crescimento aceleradas e que estão alocadas em setores da indústria que tem requisitos de capital de giro tendem a ter grandes aumentos no capital de giro. Como estamos interessados nos efeitos de fluxo de caixa da companhia, vamos atentar apenas para os efeitos no capital de giro *‘non-cash’* na nossa análise.

Por último, acionistas deverão atentar para os efeitos de mudanças nos níveis de dívidas sobre os fluxos de caixa das respectivas empresas. O pagamento do principal em algum débito já existente se reflete em uma saída de fluxo de caixa. No entanto o pagamento desse mesmo débito pode ser total ou parcialmente financiado, através da emissão de novos débitos, o que acaba representando uma entrada para o fluxo de caixa da companhia. A diferença entre o pagamento de débitos antigos e o financiamento de débitos novos nos dão a capacidade de mensurar os efeitos de débito nos fluxos de caixas da empresa.

Após todas essas ações, podemos mensurar o Fluxo de Caixa para o Acionista (FCFE), que é o capital disponível para realizar o pagamento de dividendos ou recompra de ações.

Lucro Líquido
( - ) [Despesas de Capital – Depreciação]
( - ) Variações em Capital de Giro ‘non-cash’
( + ) ( Novos Débitos Emitidos – Pagamento de dívidas passadas)
<b>( = ) FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA ( FCFE )</b>

No caso de empresas que possuem ações e dividendos preferenciais, a equação para encontrar a FCFE acaba sendo alterada, pois devemos levar em consideração o pagamento desses dividendos preferenciais:

Lucro Líquido
( - ) [Despesas de Capital – Depreciação]
( - ) Variações em Capital de Giro ‘non-cash’
( - ) [Dividendos Preferenciais + Novas ações preferenciais emitidas]
( + ) ( Novos Débitos Emitidos – Pagamento de dívidas passadas)
<b>( = ) FLUXO DE CAIXA PARA O ACIONISTA <math>t+1</math> ( FCFE )</b>

### 3.4.2 Fluxo de Caixa para a Firma (FCFF)

O Fluxo de Caixa para a Firma abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído entre os credores (*debtholders*) e acionistas (*stockholders*), sob a forma de juros e dividendos. A versão para a língua inglesa é Free Cash Flow to the Firm (FCFF), referindo-se aos possuidores de “interesses” na firma (*stakeholders*). A construção do FCFF por “pertencer” tanto aos acionistas como aos credores, parte do lucro operacional após o pagamento de impostos.

Para podermos encontrar o valor da empresa ou da firma, o FCFF deve ser descontado pela média ponderada do custo de capital próprio e de terceiros (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*).

A diferença inicial dos fluxos de caixa para o acionista e a firma reside exatamente em seu ponto de partida. Enquanto a elaboração do FCFE começa pelo lucro líquido, o FCFF utiliza o lucro operacional como ponto de partida, considerando o pagamento de impostos após essa linha.

Após projetarmos o fluxo de caixa para a firma e construirmos a evolução anual do WACC, chegamos ao valor da firma ou da empresa. O próximo passo é extrair desse montante o valor da dívida financeira total, chegando ao valor de mercado. Portanto o Fluxo de Caixa para a Firma pode ser descrita da seguinte forma:

Lucro Operacional Depois dos impostos – EBIT (1 – t)
( - ) [Investimento Físico – Depreciação = Investimento Líquido]
( - ) Variações da necessidade de Capital de Giro
( + ) [Todos os itens sem efeito-caixa no Demonstrativo de Resultado, além da depreciação]
( - ) ( Partes Estatutárias ou qualquer outra obrigação legal/estatutária que não seja direcionada ao bolso do acionista)
<b>( = ) FLUXO DE CAIXA PARA A FIRMA <sub>t+1</sub> ( FCFF )</b>

## **4 Valuation**

### **4.1 Projeções Macroeconômicas**

O ano de 2016 começou de forma nada positiva para o cenário macroeconômico brasileiro. Depois do PIB brasileiro cair em torno de 3,5% em 2015 e as expectativas de inflação superarem a banda superior da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ao Comitê de Política Monetária (COPOM), que estava em torno de 6,5% a.a., era esperado que o COPOM promovesse um aumento na taxa de juros básica da economia (SELIC) em um montante em torno de 100 bps, chegando em torno de 15.25% a.a. enquanto se via uma depreciação forte do real, que girava em torno da cotação de 4 BRL/USD e as taxas de desemprego chegando a níveis preocupantes (em torno de 10% de desempregados).

Além disso, o cenário político brasileiro era considerado extremamente turbulento devido ao processo de impeachment instaurado contra a ex-presidente Dilma. Pois mesmo que a presidente conseguisse superar a onda contra o seu mandato, ele estaria totalmente comprometido devido à falta/quebra de sua base política que teria um papel relevante para direcionar o país de volta ao caminho do crescimento vivido em anos anteriores.

Portanto o cenário que Pedro Parente encontrou ao assumir a companhia era totalmente desafiador em termos macroeconômicos e principalmente porque, como o governo representa o acionista majoritário da companhia, ele não estava focado em implementar possíveis melhoras no negócio, mas sim em se sustentar no poder.

### **4.2 Receitas**

A Petrobras, como afirmado em capítulos anteriores, é uma companhia que opera em de forma integrada, porém em diversos setores diferentes. A sua principal e maior fonte de receita é a área de E&P, responsável pela produção de petróleo e gás natural.

Na apuração dos resultados por área de negócio são consideradas as transações realizadas com terceiros e entre empresas do Sistema Petrobras, além das transferências entre áreas de negócio valoradas por preços internos definidos através de metodologias fundamentadas em parâmetros de mercado.

A receita de uma empresa provém exclusivamente do produto da venda de bens e prestação de serviços por seu respectivo preço em um determinado período de tempo. Essa deve ser a primeira variável a ser estudada em nosso projeto. Vale ressaltar ainda que as receitas analisadas neste projeto se dividem entre receitas brutas e líquidas. A primeira representa o produto entre bens e serviços comercializados por seus preços, representando a receita total. Já a receita líquida representa o resultado da receita bruta com suas respectivas deduções, como pagamento de impostos, descontos comerciais. A importância da receita líquida se dá pelo fato de que por ela o analista consegue mensurar o quanto de caixa a empresa está efetivamente recebendo.

**FIGURA 02 – RECEITAS PETROBRAS 2014/2015**

<b>PETROBRAS - FINANCIAL ANALYSIS</b>				
<i>In Millions of BRL</i>				
<i>12 Months Ending</i>	<i>FY 2014</i>		<i>FY 2015</i>	
<b>Revenue</b>	<b>337,260.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>321,638.0</b>	<b>100.0%</b>
<b>Refining, Transportation, &amp; Marketing Net</b>	<b>171,490.0</b>	<b>50.8%</b>	<b>171,978.0</b>	<b>53.5%</b>
<i>Distribution</i>	263,570.0	78.2%	245,613.0	76.4%
<i>Intersegment</i>	-92,080.0	-27.3%	-73,635.0	-22.9%
<b>Distribution Net</b>	<b>95,363.0</b>	<b>28.3%</b>	<b>108,222.0</b>	<b>33.6%</b>
<i>Distribution Gross</i>	98,010.0	29.1%	110,030.0	34.2%
<i>Intersegment</i>	-2,647.0	-0.8%	-1,808.0	-0.6%
<b>Gas &amp; Power Net</b>	<b>38,053.0</b>	<b>11.3%</b>	<b>36,358.0</b>	<b>11.3%</b>
<i>Gas &amp; Power Gross</i>	42,062.0	12.5%	43,185.0	13.4%
<i>Intersegment</i>	-4,009.0	-1.2%	-6,827.0	-2.1%
<b>Exploration &amp; Production Net</b>	<b>1,190.0</b>	<b>0.4%</b>	<b>5,027.0</b>	<b>1.6%</b>
<i>Exploration &amp; Production Gross</i>	153,705.0	45.6%	117,098.0	36.4%
<i>Intersegment</i>	-152,515.0	-45.2%	-112,071.0	-34.8%
<b>Biofuels</b>	<b>64.0</b>	<b>0.0%</b>	<b>53.0</b>	<b>0.0%</b>
<i>Biofuels</i>	624.0	0.2%	769.0	0.2%
<i>Intersegment</i>	-560.0	-0.2%	-716.0	-0.2%
<b>International Net</b>	<b>31,100.0</b>	<b>9.2%</b>	—	
<i>Intersegment</i>	-1,473.0	-0.4%	—	
<i>International Gross</i>	32,573.0	9.7%	—	

Fonte: Bloomberg

Como a receita da Petrobras provém de diversas frentes diferentes, elas foram consolidadas na tabela acima. Um dos motivos para que os resultados das receitas da Petrobras no ano de 2015 tenham sido 5% inferiores ao resultado de 2014 foi muito em razão da baixa atividade econômica devido à grande crise vivida pelo país na época e que fez a demanda por derivados no mercado interno ser 9% menor. Além da crise econômica que assolava o país, também podemos dizer que grande parte do efeito promovido na demanda também se deve a maiores preços na gasolina e no diesel, refletindo os reajustes ocorridos em novembro de 2014 e outubro de 2015.

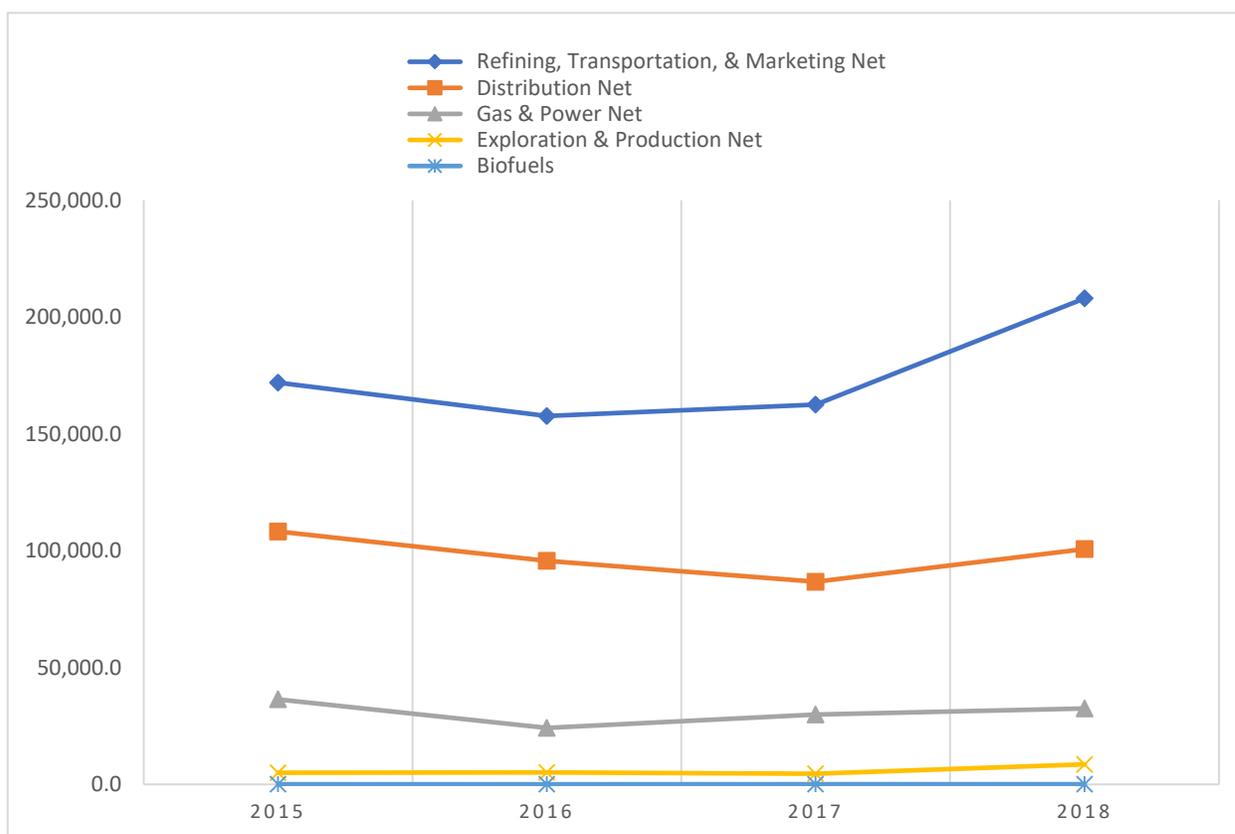
Além disso, a piora no nível de receitas se deve também à redução dos preços internacionais de petróleo e seus derivados, impactando de forma negativa as receitas geradas pela venda para o mercado externo.

**FIGURA 03 – RECEITAS PETROBRAS 2016/2017/2018**

<b>PETROBRAS - FINANCIAL ANALYSIS</b>						
<i>In Millions of BRL</i>						
<i>12 Months Ending</i>	<i>FY 2016</i>		<i>FY 2017</i>		<i>FY 2018</i>	
<b>Revenue</b>	<b>282,589.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>283,695.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>349,836.0</b>	<b>100.0%</b>
<b>Refining, Transportation, &amp; Marketing Net</b>	<b>157,659.0</b>	<b>55.8%</b>	<b>162,518.0</b>	<b>57.3%</b>	<b>207,993.0</b>	<b>59.5%</b>
<i>Distribution</i>	217,181.0	76.9%	214,067.0	75.5%	269,138.0	76.9%
<i>Intersegment</i>	-59,522.0	-21.1%	-51,549.0	-18.2%	-61,145.0	-17.5%
<b>Distribution Net</b>	<b>95,640.0</b>	<b>33.8%</b>	<b>86,720.0</b>	<b>30.6%</b>	<b>100,716.0</b>	<b>28.8%</b>
<i>Distribution Gross</i>	97,101.0	34.4%	88,050.0	31.0%	102,013.0	29.2%
<i>Intersegment</i>	-1,461.0	-0.5%	-1,330.0	-0.5%	-1,297.0	-0.4%
<b>Gas &amp; Power Net</b>	<b>24,171.0</b>	<b>8.6%</b>	<b>29,877.0</b>	<b>10.5%</b>	<b>32,512.0</b>	<b>9.3%</b>
<i>Gas &amp; Power Gross</i>	32,809.0	11.6%	39,549.0	13.9%	45,028.0	12.9%
<i>Intersegment</i>	-8,638.0	-3.1%	-9,672.0	-3.4%	-12,516.0	-3.6%
<b>Exploration &amp; Production Net</b>	<b>5,087.0</b>	<b>1.8%</b>	<b>4,542.0</b>	<b>1.6%</b>	<b>8,563.0</b>	<b>2.4%</b>
<i>Exploration &amp; Production Gross</i>	116,033.0	41.1%	134,737.0	47.5%	191,546.0	54.8%
<i>Intersegment</i>	-110,946.0	-39.3%	-130,195.0	-45.9%	-182,983.0	-52.3%
<b>Biofuels</b>	<b>32.0</b>	<b>0.0%</b>	<b>38.0</b>	<b>0.0%</b>	<b>52.0</b>	<b>0.0%</b>
<i>Biofuels</i>	839.0	0.3%	682.0	0.2%	929.0	0.3%
<i>Intersegment</i>	-807.0	-0.3%	-644.0	-0.2%	-877.0	-0.3%
<b>International Net</b>	—		—		—	
<i>Intersegment</i>	—		—		—	
<i>International Gross</i>	—		—		—	

Como o setor de petróleo é extremamente afetado pelo cenário macroeconômico mundial e por políticas de preços por países com grande escala de produção de petróleo, foge ao poder da gestão a interferência nos preços no mercado internacional dado que o Brasil não é capaz de afeta-lo sozinho com sua produção. No entanto, houve uma liberdade para a gestão em realizar o ajuste dos preços de acordo com o mercado internacional, evitando assim resultados como os atingidos nos anos anteriores, no qual o governo interferia na política de preços da companhia para que o poder de compra do consumidor final não fosse atingido. Esse método prejudicou e muito os balanços da companhia e foi um dos grandes causadores da crise.

**FIGURA 04 – EVOLUÇÃO DAS RECEITAS**



Fonte: Bloomberg

Como desde o início a nova gestão da companhia se comprometeu em focar nas linhas de negócio principais da companhia, temos que os grandes motores da recuperação da receita estão diretamente ligados a eles, como podemos ver no gráfico acima, movidos principalmente por alguns fatores externos, como o aumento da cotação do Brent e a depreciação do real, impactando em uma maior exportação do petróleo brasileiro.

## **4.3 Custos e Despesas**

### **4.3.1 Custos dos Produtos Vendidos e dos Serviços Prestados**

O custo dos produtos vendidos representa todas as despesas relacionadas ao processo de produção de bens e da prestação de serviço. Nessa categoria se encontram o custo de mão de obra, matéria-prima utilizada e armazenamento, por exemplo.

Comparando os resultados de exercício do ano de 2014 com o ano de 2015, podemos constatar que os custos de produtos vendidos recuaram em torno de 13%. Esse impacto se deve principalmente à redução da demanda por produtos derivados do petróleo no mercado doméstico em razão principalmente da grande crise econômica, houve uma menor necessidade de processamento de petróleo importado e também uma menor participação de derivados importados no mix das vendas. Em contrapartida, em razão dos escândalos flagrados pela operação lava-jato na companhia e dos resultados ruins, houve uma menor taxa de investimento na sua cadeia produtiva, acarretando em um maior custo de depreciação como um todo.

### **4.3.2 Despesas Operacionais**

Podemos afirmar que as despesas operacionais de uma companhia compõem um grupo de gastos necessários para a manutenção da atividade produtora promovida pela companhia. No caso da Petrobras podemos dividir essas despesas em alguns subgrupos.

- Despesa de Vendas
- Despesas Gerais e Administrativas

- Despesas exploratórias para extração de petróleo e gás
- Despesas com pesquisa e desenvolvimento tecnológico
- Despesas tributárias
- Despesas com Reversão ou Perda no valor de recuperação de um ativo – Impairment
- Outras Receitas (despesas) líquidas

**FIGURA 05 – DESPESAS OPERACIONAIS TOTAIS 2014 - 2018**

<b>Despesas Operacionais Totais (em bilhões R\$)</b>					
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Vendas</b>	-R\$ 15.974	-R\$ 15.893	-R\$ 13.825	-R\$ 14.510	-R\$ 16.861
<b>Gerais e Administrativas</b>	-R\$ 11.223	-R\$ 11.031	-R\$ 11.482	-R\$ 9.314	-R\$ 8.932
<b>Custos Exploratórios para extração de petróleo e gás</b>	-R\$ 7.135	-R\$ 6.467	-R\$ 6.056	-R\$ 2.563	-R\$ 1.904
<b>Custos com pesquisa e desenvolvimento tecnológico</b>	-R\$ 2.589	-R\$ 2.024	-R\$ 1.826	-R\$ 1.831	-R\$ 2.349
<b>Tributárias</b>	-R\$ 1.801	-R\$ 9.238	-R\$ 2.456	-R\$ 5.921	-R\$ 2.790
<b>Reversão ou Perda no valor de recuperação de ativos - Impairment</b>	-R\$ 44.636	-R\$ 47.676	-R\$ 20.297	-R\$ 3.862	-R\$ 7.689
<b>Outras receitas (despesas) líquidas</b>	-R\$ 18.401	-R\$ 18.638	-R\$ 16.925	-R\$ 17.970	-R\$ 21.061
<b>Despesas Totais</b>	<b>-R\$ 101.759</b>	<b>-R\$ 110.967</b>	<b>-R\$ 72.867</b>	<b>-R\$ 55.971</b>	<b>-R\$ 61.586</b>
<b>Varição (%)</b>	-	9.05%	-34.33%	-23.19%	10.03%

Fonte: Demonstrativo de Resultados de Final de Ano Petrobras

A gestão implementada por Parente desde sua chegada na companhia foi a de buscar permanentemente custos baixos, considerando essa uma condição básica para qualquer empresa que tenha o intuito de geração de valor independente do ciclo econômico que esteja diante, ainda mais na indústria do petróleo que está intimamente ligada aos ciclos de atividade econômica globais.

Além disso, a gestão implementou um plano para reduzir suas despesas com mão de obra (pessoal) através do adiantamento de pagamento de certos benefícios para convencer alguns trabalhadores a saírem do trabalho ou se aposentarem mais cedo. A estimativa inicial era de que esse plano atingisse a marca de 12,000 funcionários e até setembro de 2016 97% dessa estimativa já havia aderido ao plano. Os cálculos quanto à redução de despesas gerada por esse plano é de R\$ 18.9 bilhões até 2021.

Além dessas medidas, a gestão implementou o plano de “Zero Base Budgeting”, no qual a ideia consistia em realizar o provisionamento de despesas de uma forma diferente de como estava sendo realizada nos últimos anos pelas antigas gestões. Parente afirmou em uma de suas conferências de que tinha o plano de despesas da Ambev como sua inspiração.

Podemos ver o impacto gerado sobre as receitas da companhia em 2016 e 2017 principalmente pela variável de impairment. Logo ao assumir a presidência, Parente deu início à algumas ações de M&A dentro da companhia para realizar a venda de alguns ativos, como uma parcela da Petrobras Argentina (66.7%) para a Pampa Energia, Liquigás para a Ultrapar e o bloco de exploração BM-S-8 Carcará na Bacia de Santos (66%) para a Statoil. Em 2018 podemos atribuir à piora nos resultados de despesas totais à flutuação no valor do real frente à outras moedas estrangeiras e o aumento do preço do petróleo no mercado internacional, ocasionando um maior aumento na despesas de hedge da companhia, que entra no campo de “outras receitas”.

#### **4.4 EBITDA**

O EBITDA é uma sigla em inglês que significa “*Earnings before interest, taxes,*

*depreciation and amortization*”. Em português ela também é bastante conhecida como LAJIDA (Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização). Ela é uma métrica capaz de avaliar a performance financeira de uma companhia de uma forma geral e é utilizada como uma alternativa simples à métrica de receitas e receitas líquidas. O EBITDA pode ser encontrado na DRE da companhia através da seguinte fórmula:  
EBITDA = Receita Líquida – Custo de produtos vendidos – Despesas Operacionais – Outras Despesas + Outras Receitas.

O EBITDA, segundo a definição proposta por José Laudelino Azzolin em seu livro “Análise das Demonstrações Contábeis”, representa a geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas em suas atividades operacionais, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos. Portanto ele é essencial para analisar a competitividade e eficiência da companhia, especialmente quando comparada aos seus pares no seu setor de atuação e de forma interna ano após ano.

Além do EBITDA, muitos analistas e investidores utilizam a margem EBITDA em suas avaliações, na qual consiste no resultado entre EBITDA / Receitas Líquidas. O resultado dessa expressão nos traz uma visão clara da lucratividade operacional do negócio em questão.

Em nosso estudo, vamos utilizar o valor do EBITDA ajustado pela companhia, que é o valor do EBITDA recalculado pela companhia com o intuito de trazer uma representação mais realista do seu valor do que ao utilizar a fórmula convencional de cálculo. Para chegar a esse valor a companhia usou o somatório do EBITDA, participações em investimentos, impairment (que seria equivalente ao quanto que uma empresa consegue, em determinado momento, recuperar o valor de um ativo) e baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente.

O EBITDA ajustado da Petrobras para o final do ano fiscal de 2015 ficou R\$ 73,8 bilhões. Isso representa um aumento de 25% quando comparado ao ano anterior, cujo valor for de R\$ 59,1 bilhões. Esse aumento pode ser explicado por dois motivos centrais: (i) maiores preços de diesel e gasolina, devido à mudança de preços no mercado internacional e (ii) Redução dos gastos com participações governamentais e importações

de petróleo e derivados, dado que como a demanda doméstica reduziu, a necessidade de importação de combustíveis também caiu.

Levando-se em consideração o resultado do EBITDA para os resultados dos anos de 2014 até 2018, teremos a seguinte evolução:

**FIGURA 06 – EBITDA 2014 - 2018**

EBITDA (em bilhões R\$)					
	2014	2015	2016	2017	2018
Lucro líquido (prejuízo)	-21.924	-35.171	-13.045	0.377	26.698
Resultado financeiro líquido	3.9	28.041	27.185	31.599	21.1
Imposto de renda / Contribuição Social	-3.892	-6.058	2.342	5.797	17.078
Depreciação, depleção e amortização	30.677	38.574	48.543	42.478	43.646
<b>EBITDA</b>	<b>8.761</b>	<b>25.386</b>	<b>65.025</b>	<b>80.251</b>	<b>108.522</b>
Participação em investimentos	-0.451	0.797	0.629	-2.149	-1.919
Impairment	44.636	47.676	20.297	3.862	7.689
Baixa de gastos adicionais capitalizados indevidamente	6.194	-	2.742	-5.407	0.56
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>59.14</b>	<b>73.859</b>	<b>88.693</b>	<b>76.557</b>	<b>114.852</b>
<b>Variação (%)</b>		<b>24.89%</b>	<b>20.08%</b>	<b>-13.68%</b>	<b>50.02%</b>

Fonte: Demonstrativo de Resultados de Final de Ano Petrobras

O constante aumento do EBITDA ao longo do período pode ser atribuído em grande parte ao aumento dos preços do petróleo no mercado internacional. Com a política de ajuste de preços implementada durante a gestão de Parente, os preços estavam livres de quaisquer intervenções e conseqüentemente resultaram em margens na venda de derivados no mercado doméstico e de exportações. A redução do EBITDA no ano de 2017 pode ser atribuído ao encerramento do “Class Action” nos EUA, que foi um processo movido por investidores do mercado americano que alegaram terem sofrido prejuízos com a corrupção na empresa estatal. O valor acordado pela companhia foi um dos maiores da época, em torno de R\$ 11.2 bilhões. Caso esse acordo fosse excluído, a

companhia teria apresentado um EBITDA Ajustado de R\$ 87.75 bilhões, compatível com o apresentado no ano anterior.

A margem EBITDA também apresentou evolução ao longo do período, resultante principalmente das variações sofridas pelo EBITDA ao longo do período cujas causas foram explicadas anteriormente.

**FIGURA 07 – MARGEM EBITDA AJUSTADA**

Margem EBITDA Ajustado (%)				
2014	2015	2016	2017	2018
18%	23%	31%	27%	33%

Fonte: Demonstrativo de Resultados de Final de Ano Petrobras

#### **4.5 Depreciação e Amortização**

Depreciação é a alocação sistemática do valor depreciável de um ativo ao longo de sua vida útil, ou seja, o registro da redução do valor dos bens pelo desgaste ou perda de utilidade por uso, ação da natureza ou obsolescência. Essa contabilidade é feita sobre os ativos imobilizados de uma empresa. A depreciação do ativo se inicia quando este está disponível para uso, ou seja, quando está no local e em condição de funcionamento na forma pretendida pela administração.

Na DRE, a depreciação se encontra entre as despesas e o pagamento de juros e impostos, pois afeta o cálculo do lucro tributável da Companhia, dado que representa apenas a perda de valor de um ativo que já é de posse da empresa e por consequência não representa nenhuma saída de caixa.

A amortização é um processo de quitação de dívida através de pagamentos fixos e periódicos. Cada parcela de pagamento da amortização representa a uma parte do valor total da dívida, acrescida de juros, impostos e demais encargos, podendo estes serem variáveis ou fixos.

## 4.6 CAPEX

Quando uma companhia constrói ou adquire uma nova indústria ou compra novos materiais com o intuito de manter ou expandir a produção, esse ativo adquirido é capitalizado e inserido na balança patrimonial da companhia e se deprecia ao longo do tempo. A variável responsável por mensurar isso é o CAPEX, que é uma sigla em inglês que representa o “Capital Expenditure” do negócio.

Dado a grande gama de atividades da Petrobras, o CAPEX promovido pelo plano de negócios e gestão divulgado pela companhia em 2015 para o período de 2015 a 2019, trazia um total de USD 98,4 bilhões de investimentos provisionados para o período, sendo as principais alocações de investimento são: (i) Exploração & Produção; (ii) Abastecimento; (iii) Gás & Energia. Vale ressaltar que esse já é o valor reajustado do valor previsto na primeira versão do plano de negócios, dado a otimização da área de projetos e efeito cambial

Os investimentos provisionados para Exploração e Produção representavam USD 80 bilhões do total, sendo que a maior parte deste montante estava alocada para o desenvolvimento da produção da companhia (86%), seguida por Exploração (11%) e Suporte Operacional (3%)

A respeito da área de abastecimento, a maior parte dos investimentos foram destinados para manutenção e infraestrutura, com 69% do capital alocado para essa área. 11% foi utilizado para a conclusão das obras da Refinaria Abreu e Lima e 10% alocado para distribuição.

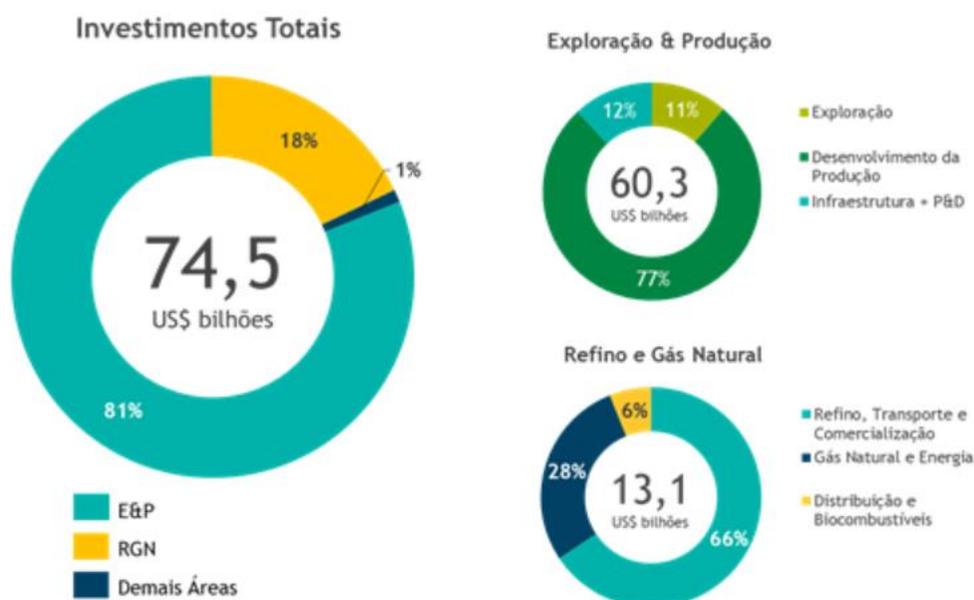
A área de Gás e Energia tiveram seus investimentos deslocados principalmente para os gasodutos de escoamento do gás do pré-sal e suas respectivas unidades de processamento (UPGNs).

Ao analisarmos o Plano de Negócios e Gestão de 2018-2022, que foi o último a ser realizado ainda sob a presidência de Pedro Parente, podemos notar uma diferença considerável para o CAPEX, no qual se focava principalmente em segurança e redução da alavancagem financeira, herdada principalmente em razão das más gestões anteriores junto com a deflagração da Operação Lava Jato.

Nesse plano, foram alocados um total de USD 74,5 bilhões, dos quais USD 60,3 bilhões (81%) foram alocados para a área de Exploração e Produção e USD 13,1 bilhões (18%) foram alocados para a área de Refino e Gás Natural.

Dentro da área de Exploração & Produção a maior parte do capital foi investido no setor de Desenvolvimento da Produção (77%), seguido por manutenção e criação de nova infraestrutura e P&D (12%) e o restante alocado para manutenção da atividade de exploração do petróleo e seus derivados (11%). Já o capital alocado para Refino e Gás Natural foi dividido entre Refino, Transporte e Comercialização (66%), Gás Natural e Energia (28%) e Distribuição e Biocombustíveis (6%).

**FIGURA 08 – PLANO DE NEGÓCIOS 2018-2022**



Fonte: Site da própria companhia (Petrobras)

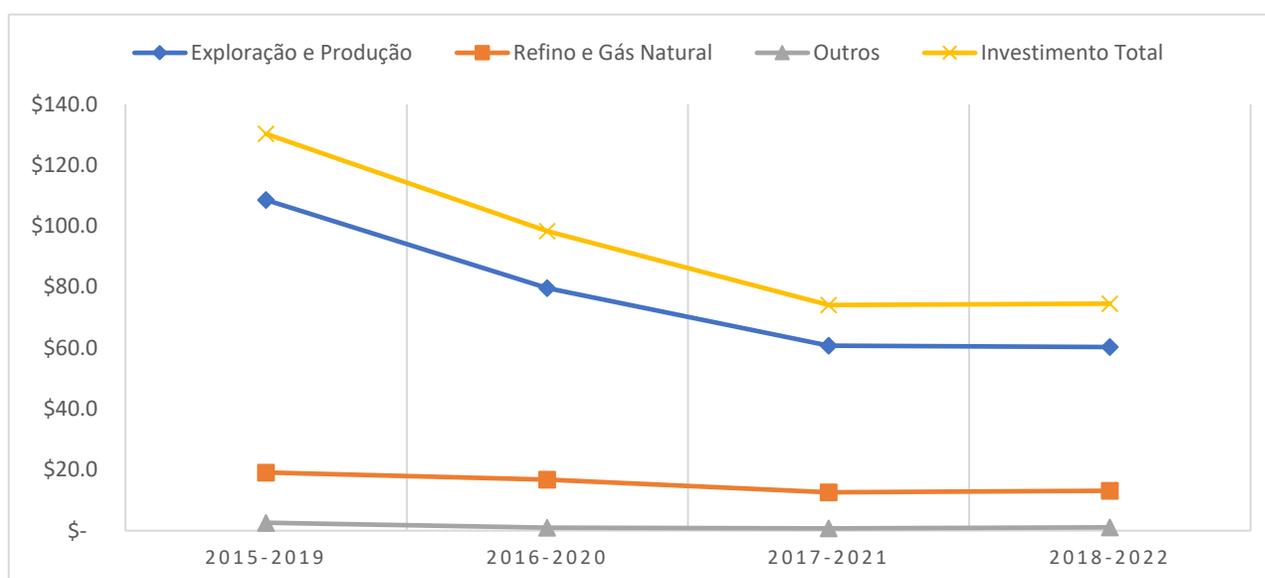
Podemos, através dos dados promovidos pelo Plano de Gestão e Negócios, estipular como foi a evolução do capital alocado para as áreas e o impacto da gestão durante o período Parente nessa variável.

**FIGURA 09 – EVOLUÇÃO DO CAPEX PLANO DE NEGÓCIOS**

	2015-2019	2016-2020	2017-2021	2018-2022
<b>Exploração e Produção</b>	R\$ 108.6	R\$ 79.7	R\$ 60.8	R\$ 60.3
<b>Refino e Gás Natural</b>	R\$ 19.1	R\$ 16.7	R\$ 12.6	R\$ 13.1
<b>Outros</b>	R\$ 2.6	R\$ 1.0	R\$ 0.7	R\$ 1.1
<b>Investimento Total</b>	R\$ 130.3	R\$ 98.4	R\$ 74.1	R\$ 74.5

Fonte: Plano de Negócios Petrobras

**FIGURA 10 – EVOLUÇÃO DO CAPEX**



Fonte: Plano de Negócios Petrobras

#### 4.7 ROIC

ROIC é uma sigla em inglês que significa “Return on Invested Capital”, que traduzindo para o português significa “Retorno sobre o Capital Investido”. O seu valor representa a porcentagem de valor que a companhia está gerando para cada ponto percentual a mais no capital investido. Esse capital levado em consideração no cálculo do ROIC é o capital total investido, que representa a soma do capital próprio com o capital de terceiros.

Para encontrarmos o valor do ROIC de uma companhia é preciso subtrair os dividendos pagos durante o ano do lucro líquido e dividir a diferença pelo capital investido. Dessa forma, temos a respectiva fórmula para o ROIC:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Valor Contábil do Capital Investido}$$

O NOPAT é o resultado da subtração entre o resultado líquido e os dividendos distribuídos. Esse valor mede o valor que poderia ser distribuído aos acionistas caso a companhia não possuísse dívidas.

**FIGURA 11 – EVOLUÇÃO DO ROIC 2014 - 2018**

	2014		2015		2016	2017	2018
<b>Lucro líquido (prejuízo)</b>	R\$ 21.924	-R\$ 35.171	-R\$ 13.045	R\$ 0.377	R\$ 26.698		
<b>Dividendos distribuídos</b>	R\$ 8.735	R\$ -	R\$ 0.239	R\$ 0.538	R\$ 3.046		
<b>NOPAT</b>	R\$ 13.189	-R\$ 35.171	-R\$ 13.284	-R\$ 0.161	R\$ 23.652		
<b>Capital Investido</b>	R\$ 87.140	R\$ 76.315	R\$ 55.438	R\$ 48.220	R\$ 49.370		
<b>ROIC</b>	<b>15.14%</b>	<b>-46.09%</b>	<b>-23.96%</b>	<b>-0.33%</b>	<b>47.91%</b>		

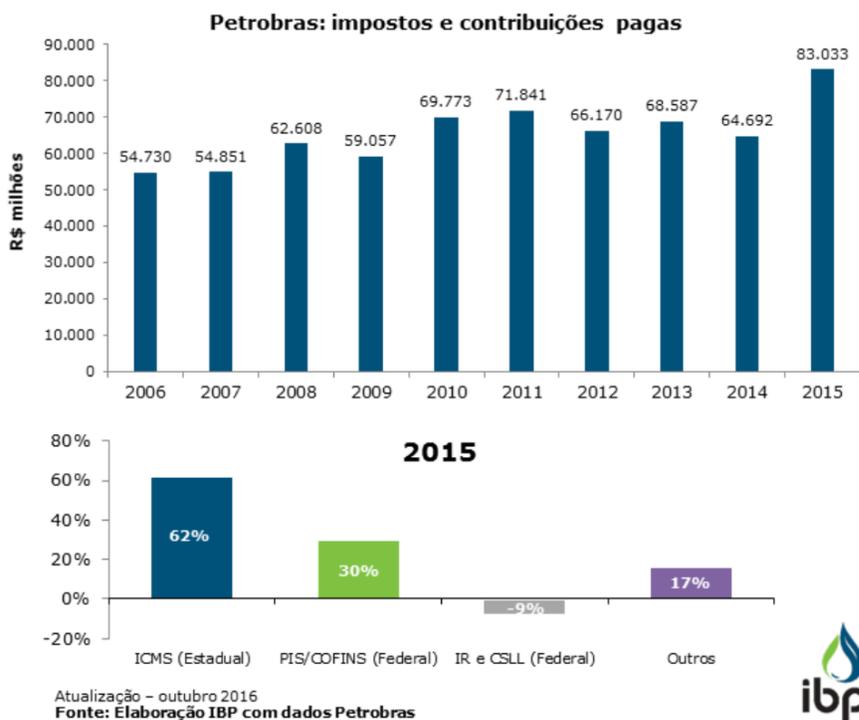
Fonte: Demonstrativo de Resultados de Final de Ano Petrobras

Pela tabela do cálculo do ROIC podemos ver o impacto trazido pela nova gestão no retorno ao capital investido. Essa melhora se deve principalmente à melhoria de práticas internas para aumentar a eficiência da produção, redução da folha de custos e despesas da companhia e vendas de áreas e infraestrutura que não pertenciam ao escopo estratégico. Dessa forma, a gestão encontrou a Petrobras retornando um retorno sobre capital investido de quase 50% negativos e deixou a companhia em 2018 com um retorno e robustez consideravelmente maiores, próximo ao valor de 48%.

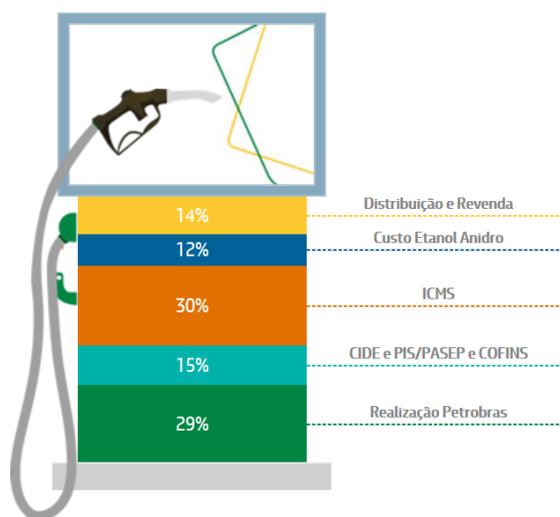
## 4.8 Impostos

Devido ao grande porte da Petrobras, vale destacar também os valores de impostos e contribuições pago pela companhia. Nessa relação de tributos destacam-se principalmente o ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços), PIS (Programa de Integração Social) e COFINS (Contribuição para a Seguridade Social), Imposto de Renda e CSLL (Contribuição Social sobre Lucro Líquido).

**FIGURA 12 – IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES PAGAS PELA PETROBRAS**



**FIGURA 13 – PARCELA DE IMPOSTOS PAGOS NA GASOLINA**



Período da coleta de 09/06/2019 a 15/06/2019.  
Composição: 73% gasolina A e 27% Etanol Anidro\*.  
\* Observação: a partir de 16/03/2015, o teor de álcool anidro na gasolina comum e aditivada é de 27%.  
A teor adicionado à gasolina premium é de 25%.

Elaboração Petrobras a partir de dados da ANP e CEPEA/USP.

#### **4.9 Capital de Giro**

Capital de Giro representa uma reserva de recursos da companhia que serão destinados para suprir as necessidades financeiras da empresa ao longo do tempo, ou seja é o montante de capital necessário para manter o negócio funcionando (“girando”).

O capital de giro de uma empresa é obtido através de três rubricas do balanço patrimonial de uma companhia: (i) Contas a Receber/Pagar; (ii) Estoques; (iii) Fornecedores. Essas rubricas são de extrema importância para a nossa análise pois impactam de forma direta o fluxo de caixa da companhia que estamos analisando. As contas a pagar e a receber representam aqueles créditos ou dívidas que serão quitadas no curto prazo, ou seja, é um dinheiro parado e que necessita de financiamento. Os estoques são necessários pois a empresa necessita manter parte da sua produção em estoques para garantir o fornecimento do seu produto em caso de um aumento na demanda. E por fim os fornecedores, pois eles que vão compor as contas dos passivos,

dado que a necessidade da presença de estoques e de contas a pagar e a receber necessitam de um certo tipo de financiamento.

Para realizar o cálculo do capital de giro e os devidos impactos que ele gera é necessário entender com qual linha da DRE cada uma das rubricas esta relacionada e como se dá a relação em termos de dias. A conta dos recebíveis da empresa estará diretamente relacionando com a receita de mercadorias vendidas enquanto os estoques e fornecedores estarão relacionados com o custo das mercadorias vendidas.

Para chegarmos ao valor de quantos dias demora para a empresa receber o devido financiamento para a sua venda de mercadorias basta dividir o valor das contas a receber pela receita líquida e multiplicar por 365. Dessa forma obtemos o prazo médio de recebimento da empresa. No caso de estoques e fornecedores, devemos realizar esse cálculo substituindo o valor da receita líquida obtida pela companhia pelo custo de mercadoria vendida.

Abaixo a tabela que traz a evolução do Capital de Giro da Petrobras nos anos antes e durante a gestão de Pedro Parente:

**FIGURA 14 – CAPITAL DE GIRO DA COMPANHIA 2014 - 2018**

Capital de Giro (em bilhões R\$)					
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Ativo</b>					
<b>Contas a receber, líquidas</b>	R\$ 21.167	R\$ 22.659	R\$ 15.543	R\$ 16.446	R\$ 22.264
<i>Dias a receber</i>	22.91	25.71	20.08	21.16	23.23
<i>% Receita Líquida</i>	6.28%	7.04%	5.50%	5.80%	6.36%
<b>Estoques</b>	R\$ 30.457	R\$ 29.057	R\$ 27.662	R\$ 28.801	R\$ 34.822
<i>Dias a receber</i>	43.29	47.55	52.42	54.72	56.42
<i>% Custo das Vendas de Mercadorias</i>	11.86%	13.03%	14.36%	14.99%	15.46%
<b>Outros Ativos Circulante</b>	R\$ 4.261	R\$ 5.646	R\$ 4.256	R\$ 4.997	R\$ 5.758
<i>Dias a receber</i>	4.61	6.41	5.50	6.43	6.01
<i>% Receita Líquida</i>	1.26%	1.76%	1.51%	1.76%	1.65%
<b>Passivo</b>					
<b>Fornecedores</b>	R\$ 25.924	R\$ 24.913	R\$ 18.781	R\$ 19.077	R\$ 24.516
<i>Dias a pagar</i>	36.84	40.77	35.59	36.25	39.72
<i>% Custo das Vendas de Mercadorias</i>	10.09%	11.17%	9.75%	9.93%	10.88%
<b>Outras contas e despesas a pagar</b>	R\$ 6.113	R\$ 7.599	R\$ 6.857	R\$ 8.298	R\$ 9.467
<i>Dias a pagar</i>	6.62	8.62	8.86	10.68	9.88
<i>% Receita Líquida</i>	1.81%	2.36%	2.43%	2.92%	2.71%
<b>Capital de Giro Total</b>	<b>R\$ 23.848</b>	<b>R\$ 24.850</b>	<b>R\$ 21.823</b>	<b>R\$ 22.869</b>	<b>R\$ 28.861</b>
<b>Varição do Capital de Giro (%)</b>		<b>4.20%</b>	<b>-12.18%</b>	<b>4.79%</b>	<b>26.20%</b>

Fonte: Demonstrativo de Resultados de Final de Ano Petrobras

Podemos chegar à conclusão que mesmo com as condições macroeconômicas adversas vividas pelo país ao longo desses anos antes e durante a gestão em análise, e do grande escândalo de corrupção vivido internamente durante as gestões passadas, os pagadores e recebedores da Petrobras mantiveram-se em um nível constante tanto em valores quanto ao prazo de recebimento ou pagamento de suas contas. Isso reflete a grande confiança que a equipe que administrava a companhia passava ao mercado como um todo através de suas ações e os respectivos resultados gerados.

#### 4.10 Fluxo de Caixa da Firma (FCFF)

A partir das premissas estudadas anteriormente nesse capítulo do nosso projeto, é possível calcular toda a DRE, o capital de giro e o CAPEX da companhia durante a gestão de Pedro Parente. Com isso, podemos calcular o valor do fluxo de caixa da firma durante a gestão estudada. Que é o valor que a empresa em questão gerou e que vai distribuir a seus acionistas e credores, depois de investimentos (seja em capital físico ou capital de giro), sejam esses obrigatórios (para repor a depreciação e manter a atividade na empresa) ou discricionários (investimentos líquidos para estimular o crescimento).

**FIGURA 15 – FLUXO DE CAIXA DA COMPANHIA**

	2015	2016	2017	2018
Receita	321.638	282.589	283.995	349.836
EBITDA	73.859	88.693	76.557	114.852
CAPEX	-130.300	-98.400	-74.100	-74.500
Varição do WK	24.850	21.823	22.869	28.861
Taxes	6.058	-2.342	-5.797	-17.078
<b>(=) FCFF</b>	<b>-25.533</b>	<b>9.774</b>	<b>19.529</b>	<b>52.135</b>

Fonte: Demonstrativo de Resultados de Final de Ano Petrobras

## 5 Conclusão

Aswath Damodaran, professor da New York University, considerado por muitos como o mestre da análise fundamentalista, escreveu um artigo no início de 2015 a respeito da Petrobras e como essa empresa representava um exemplo perfeito de destruição de valor. Podemos traçar um paralelo com os principais pontos levantados por Aswath Damodaran e com os respectivos números apresentados em nossa análise ao longo deste projeto.

Uma das principais recomendações do autor do artigo para o novo CEO da companhia, com o intuito de reverter a situação de “destruição de valor” flagrada, é o corte da influência política na companhia e o fim dos preços subsidiados. Esse foi um dos principais fatores que contribuíram para o crescimento de receitas da Petrobras nos anos antecedentes à gestão de Pedro Parente e que a tornou a maior empresa do ramo de petróleo e gás do mundo, ao custo da diminuição das margens de lucros da companhia. Traçando um paralelo com a gestão analisada, Parente implementou uma política impopular de ajuste de preços mensais de acordo com o preço do barril de petróleo no mercado mundial em conjunto com variações no câmbio, o que livrava de influências políticas sobre o preço comercializado. Outra medida importante que Pedro Parente estabeleceu na companhia com o intuito de afastá-la de influências políticas foi a forma de composição do conselho de administração. Em gestões anteriores, a maior parte das cadeiras ocupadas pelo conselho eram vindas de indicações políticas e o passado do indivíduo não era investigado para avaliar a sua respectiva integridade. A gestão analisada estabeleceu uma política na qual o conselho seria, em sua totalidade, independente e que haveria uma checagem minuciosa do passado e integridade do candidato à cadeira. Além disso, a companhia foi a primeira estatal a pedir adesão ao Programa Destaque em Governança em Estatais da B3, com o intuito de estabelecer o fim de qualquer dúvida a independência e integridade da companhia.

Uma segunda recomendação valiosa que Damodaran realizou para futuros gestores da companhia é que revisitassem a política de investimentos realizadas, com o intuito de realizar investimentos capazes de retornar geração de valor no futuro e não com apenas investimentos com foco no aumento de receitas a qualquer custo, junto com uma redução das dívidas adquiridas pela companhia ao longo dos últimos anos. Esse processo é

notório quando Pedro Parente assume a companhia e decide por focar em setores que são geradores de valor para a companhia (Setor de Exploração e Produção de Petróleo). Com isso há a divulgação do desinvestimento na área de biocombustíveis, devido ao seu alto valor de investimento necessário e o baixo retorno atrelado. Além disso, é aprovado um plano rigoroso de desinvestimento da companhia, que fez com que a companhia cortasse os custos de forma abrangente como flagrado no capítulo de despesas do nosso respectivo estudo. A partir deste, a Petrobras foi capaz de antecipar os passivos jurídicos norte-americanos flagrado durante a operação Lava-Jato e não era mais obrigada a participar das rodadas de licitação do pré-sal, diminuindo o percentual mínimo do conteúdo local nessas mesmas rodadas de licitação. A Petrobras ainda se desfez de diversos blocos exploratórios que demandariam uma grande necessidade de investimentos para a realização da exploração.

Essas respectivas mudanças promovidas pela gestão são flagrantes na métrica do Fluxo de Caixa Descontado utilizada em nosso trabalho. A diminuição do foco no nível de receitas em troca de uma maior margem de lucro para a companhia é explicitada na consequente diminuição do nível de receitas dos anos de 2014 e 2015, que já eram menores dado a divulgação dos esquemas de corrupção na companhia, em comparação com os primeiros anos da gestão de Pedro Parente, em 2016 e 2017. Além disso, podemos perceber os efeitos do plano de desinvestimento aplicado pela companhia com a respectiva diminuição do CAPEX, com a intenção de, primeiramente, reduzir o nível de alavancagem financeira da companhia e, em segundo lugar, realizar investimentos mais adequados a principal área de atuação da companhia e que seriam capazes de trazer geração de valor ao negócio. Há ainda a diminuição do nível de despesas operacionais que deixaram o patamar de 110 bilhões de reais no ano de 2015 para um nível em torno de 60 bilhões de reais de 2018.

Esses fatores, atrelados à evolução do nível do EBITDA da companhia nos trouxeram um crescimento constante e robusto no nível de fluxo de caixa da Companhia, que podemos traduzir como sendo o nível de capital que a empresa é capaz de gerar após o pagamento de todos os seus passivos e/ou expandir sua base de ativos. Essa evolução é explicitada com o valor do FCFF em 2015 passando de – 25.533 e chegando ao valor de 52.135 em 2018.

Apesar do método do Fluxo de Caixa descontado se mostrar como uma alternativa de avaliação aparentemente “simples”, é importante obter com cuidado os dados a serem incluídos nos respectivos modelos, visto que um dado incorreto, seja por causa de sua escala ou pela moeda em que ele está denominada, pode gerar resultados irreais para o valuation e levar a decisões incorretas. Portanto é extremamente importante que o investidor/analista possua um bom conhecimento da empresa e do setor ao qual ela está inserida para que não ocorram erros de decisão e análise.

Podemos concluir que a gestão de Parente foi de extrema importância para a recuperação da imagem e do negócio da Petrobras no cenário nacional e mundial, seja pelo foco em medidas de maior transparência instituídas ou realização de investimentos em áreas de maior geração de valor para o negócio e o desinvestimento em setores mais distantes do valor central da empresa. Essa respectiva melhora pode ser refletida na mudança de patamar de preços da companhia negociados no mercado acionário brasileiro, no qual o preço de PETR4 (ação ordinária) passou do patamar de R\$ 10,00 por ação para o patamar de R\$ 22,00 e o preço de PETR3 (ação preferencial) passou do patamar de R\$ 12,00 por ação para R\$ 24,00 por ação. Por fim, é importante ressaltar que este é um trabalho acadêmico, e, portanto, as opiniões existentes neste são baseadas nas suas próprias análises desenvolvidas ao longo do estudo.

## 6. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, DAVID; “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies” 6th Edition (2015).

DAMODARAN, A., (2012), “Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”. 3rd edition. Wiley & Sons.

PIGNATARO, Paul. Financial Modeling & Valuation - A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2013

PÓVOA, Alexandre. Valuation: Como precificar ações; Alexandre Póvoa – Rio de Janeiro: Elsevier, 2012,

MORAIS, J. M. Petrobras, uma história das explorações de petróleo em águas profundas e no pré-sal. Rio de Janeiro

ÁREAS DE ATUAÇÃO PETROBRAS.

Disponível em <[www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/areas-de-atuacao/](http://www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/areas-de-atuacao/)>

Acesso em 04 dez. 2018

ANP - EXPLORAÇÃO E PRODUÇÃO DE ÓLEO E GÁS. Disponível em <[www.anp.gov.br/exploracao-e-producao-de-oleo-e-gas](http://www.anp.gov.br/exploracao-e-producao-de-oleo-e-gas)> Acessado em 19 jan.

2019

NETNATURE – FORMAÇÃO, ESTRUTURA E GEOLOGIA. Disponível em <[netnature.wordpress.com/2018/02/01/petroleo-formacao-estrutura-quimica-e-geologia/](http://netnature.wordpress.com/2018/02/01/petroleo-formacao-estrutura-quimica-e-geologia/)> Acessado em 14 abr. 2019.

CENTRAL DE RESULTADOS PETROBRAS. Disponível em <[www.investidorpetrobras.com.br/pt/resultados-e-comunicados/central-de-resultados#2019](http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/resultados-e-comunicados/central-de-resultados#2019)> Acessado em 27 mai. 2019

ANP – BIOCOMBUSTÍVEIS. Disponível em <[www.anp.gov.br/biocombustiveis](http://www.anp.gov.br/biocombustiveis)> Acessado em 10 de jun. 2019.

PETROBRAS – ÁREAS DE ATUAÇÃO. Disponível em <[www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/areas-de-atuacao/geracao-de-energia-eletrica/](http://www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/areas-de-atuacao/geracao-de-energia-eletrica/)>. Acessado em 10 de jun. de 2019.

IBP – IMPOSTOS. Disponível em <[www.ibp.org.br/observatorio-do-setor/petrobras-impostos-e-contribuicoes-pagos](http://www.ibp.org.br/observatorio-do-setor/petrobras-impostos-e-contribuicoes-pagos)> Acessado em 10 de jun. de 2019.

PETROBRAS – PREÇOS DE VENDA AO CONSUMIDOR. Disponível em <[www.petrobras.com.br/pt/produtos-e-servicos/composicao-de-precos-de-venda-ao-consumidor/gasolina/](http://www.petrobras.com.br/pt/produtos-e-servicos/composicao-de-precos-de-venda-ao-consumidor/gasolina/)> Acessado em 15 jun. 2019.