

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Departamento de Economia

Monografia

Título:

IPO para projetos de petróleo

Marianna Ferreira Gomes Sampol

Matrícula: 0813289

Professor Orientador: Vinícius Carrasco

Professor Tutor: Márcio Garcia

Junho/2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Departamento de Economia

Monografia

Título:

IPO para projetos de petróleo

Marianna Ferreira Gomes Sampol

Matrícula: 0813289

Professor Orientador: Vinícius Carrasco

Professor Tutor: Márcio Garcia

Junho/2012

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

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

Agradecimentos:

Gostaria de agradecer a minha mãe, que pôde me proporcionar a estudar na PUC-Rio, um dos melhores cursos de Economia do país. Também gostaria de agradecer a minha avó, minha irmã e minha tia que estiveram sempre ao meu lado me incentivando nestes árduos 4 anos.

Não posso me esquecer de agradecer aos professores que estão dispostos a dar o melhor de si para promover o ensino de qualidade estão sempre disponíveis.

Agradeço a todos por esta experiência única que contribui para o sucesso da minha carreira profissional, estes 4 anos foram incríveis e um turbilhão de emoções.

Sumário

Introdução.....	7
Capítulo 1	8
História do Mercado de Capitais no Brasil	
Seção 1.....	11
Novo Mercado	
Seção 2.....	12
Reforma da Lei das Sociedades Anônimas	
Capítulo 2	16
Motivação para Abertura de Capital no Brasil	
Seção 2.1.....	17
Fatores Pró à Abertura de Capital	
Seção 2.2.....	18
Fatores Contra à Abertura de Capital	
Capítulo 3.....	21
Setor Mundial de Petróleo	
Capítulo 4.....	28
Estudo de Casos	
A Petrobras.....	28
A OGX.....	35
Capítulo 5.....	40
Referências Bibliográficas.....	45

Siglas

IPO – Initial Public Offering

CVM – Comissão de Valores Imobiliários

CAPEX – Capital Expenditure

EBITDA – Earnings Before Income and Taxes and Depreciation and Amortization

E&P – Exploração e Produção

PIS – Programa de Integração Social

PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

CMN – Conselho Monetário Nacional

NYSE – New York Stock Exchange

ADR – American Depositary Receipt

SEC – Securities and Exchange Commission

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

IEA – International Energy Agency

BP – British Petroleum

EIA – Energy Information Administration

Bpd ou Bbl/d– Barris por dia

BOE – Barrel of Oil Equivalent

OPEP – Organização dos Países Exportadores de Petróleo

OCDE - Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

REDUC – Refinaria de Duque de Caxias

CENPES – Centro de Pesquisa e Desenvolvimento

Gráficos e Tabelas

Gráfico 3.1 – Consumo Mundial de Petróleo (1990 – 2012)

Gráfico 3.2 – Breakdown Regional do Consumo Mundial de Petróleo (2010)

Gráfico 3.3 – Regiões Exportadoras de Petróleo Líquidas

Gráfico 3.4 – Breakdown Regional das Reservas Provadas de petróleo (2012)

Gráfico 3.5 – Preço Histórico do Brent em US\$/Barril de 1986 – 2011

Gráfico 5.1 – Desempenho da ação da OGX

Gráfico 5.2 – Desempenho da ação da Petrobras

Gráfico 5.3 – Desempenho da ação da HRT

Tabela 4.1 – Informações Financeiras da Petrobras

Tabela 4.2 – Análise de Múltiplos da Petrobras

Tabela 4.3 – *Valuation* da Petrobras

Tabela 4.4 – Análise de Múltiplos da OGX

Tabela 4.5 – *Valuation* da OGX

Introdução

O IPO é um dos métodos relativamente recentes de capitalização das empresas conforme o desenvolvimento do mercado de capitais.

O primeiro IPO no mundo foi realizado pela “Dutch East India Company” em 1602 (Chambers, 2006). Já no Brasil a bolsa de valores foi criada em 1890, porém a atividade de compra de ações de empresas se deu apenas após a década de 60, com uma maior regulação e incentivos fiscais à atividade por parte do governo.

Já no século 21 a atividade do mercado acionário se tornou mais corriqueira, principalmente no Brasil, como podemos ver pelos dados estatísticos de IPO. Do ano de 2001 a 2011 foram realizados 3.487 IPO's, movimentando cerca de R\$ 721 Bilhões. Tal evolução do mercado de capitais apenas foi possibilitada devido à estabilidade macroeconômica com o fim das elevadas taxas de juros e com o baixo e estável nível de preços.

A partir de estudos e análises dos IPO's realizados, foi visto que a motivação de tal iniciativa foi “que o passivo exigível elevado, acompanhado de resultados operacionais expressivos e despesas financeiras relevantes são determinantes para as empresas abrir o capital. O ativo permanente responde negativamente para este propósito. Gastos significantes com CAPEX associados ao passivo elevado e resultados operacionais positivos sugerem que as empresas que abrem capital, encontram-se em processo de expansão. Com relação à destinação dos recursos, podemos afirmar que estes são usados para aumentar o patrimônio líquido com a entrada de novos acionistas, financiar a aquisição de novos ativos operacionais.” (Klumb, 2009)

Por conseguinte, empresas de exploração e produção de petróleo principalmente necessitam estar bem capitalizadas, pois tal atividade requer um elevado CAPEX e não só um IPO é importante como também “*Bonds*”, empréstimos diretos e todas as formas de financiamento devem ser consideradas.

Capítulo 1

História do Mercado de Capitais no Brasil

A história do mercado de capitais é importante para que haja o entendimento de como foi possível o desenvolvimento do mesmo no Brasil e de sua contribuição para o processo de desenvolvimento social, econômico, legal e ambiental do país.

A CVM possui um breve histórico dos acontecimentos relevantes sobre este processo:

“Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A um ambiente econômico de inflação crescente - principalmente a partir do final da década de 1950 - se somava uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, a chamada Lei da Usura, que limitava o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas.

Entre aquelas que tiveram maior importância para o mercado de capitais podemos citar a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN, a Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei nº 4.728, de 14.04.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

A introdução da legislação acima referida resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores; a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização; a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.

Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsas de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada uma diretoria no Banco Central - Diretoria de Mercado de Capitais.

Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais se destacam os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10.02.1967. Os Fundos 157 eram uma opção dada aos contribuintes para utilizar parte do imposto devido quanto à Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Com o grande volume de recursos levados para o mercado acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto desencadeou o “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro quando, entre dezembro de 1970 e julho de 1971, houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não paravam de subir.

A partir de julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa procuravam vender seus títulos.

O movimento especulativo conhecido como “boom” de 1971 teve curta duração, mas suas conseqüências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário.

Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento - Decreto Lei 1401 - para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além de maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão.

Ao longo do tempo, vários outros incentivos foram adotados visando incentivar o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores, a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumentos de capital e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES - Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social - aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940; e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas.

Não obstante todos esses incentivos, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados pelas empresas através de ofertas públicas de ações, durante a década de 1980.

Apesar da experiência pioneira para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro, representada pelo Decreto-Lei nº 1.401/76, o processo de internacionalização do mercado chega ao país no final da década de 1980, sendo seu marco inicial a edição da Resolução nº CMN nº 1.289/87 e seus anexos.

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na Bolsa de Nova Iorque (NYSE - New York Stock Exchange), sob a forma de ADRs - American Depositary Receipts - com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC - Securities and Exchange Commission, órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionada a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações.

Com a listagem internacional e também o fluxo crescente de investidores estrangeiros no Brasil, as empresas brasileiras começaram a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas que as aplicadas no mercado brasileiro. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Durante um certo tempo, o mercado de capitais brasileiro perdeu espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar a melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destacamos: a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA.

I - Novo Mercado

No final dos anos 90 era evidente a crise de grandes proporções pela qual passava o mercado de ações no país. A título de exemplo, o número de companhias listadas na BOVESPA tinha caído de 550 em 1996 para 440 em 2001. O volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam.

É nesse cenário que a BOVESPA cria o Novo Mercado como um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometam voluntariamente a adotar as boas práticas de governança corporativa. Numa necessária adaptação à realidade do mercado de ações brasileiro, são criados dois estágios intermediários: Níveis 1 e 2, que juntos com o Novo Mercado estabelecem compromissos crescentes de adoção de melhores práticas de governança corporativa.

A idéia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro está a falta de proteção aos acionistas minoritários. Dessa

forma, a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

A ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas minoritários acarreta na exigência por parte dos investidores de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias. Dessa forma, é esperado que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos envolvidos são minimizados, apresentem prêmios de risco consideravelmente reduzidos, implicando valorização do patrimônio de todos os acionistas.

II – Reforma da Lei das Sociedades Anônimas

A necessidade de alterações da Lei Societária em vigor desde 1976 (Lei nº 6.404/76), com o objetivo de aperfeiçoar e incrementar os direitos e a proteção dos acionistas minoritários, se tornou uma reivindicação generalizada dos diversos integrantes do mercado e teve como objetivo o fortalecimento do mercado de capitais e o estímulo à maior participação dos investidores.

Nas alterações realizadas foram introduzidas diversas regras de governança corporativa nascidas de princípios de *disclosure* (transparência), tratamento equitativo, *compliance* e *accountability* (Prestação de Contas), que haviam sido aperfeiçoados após a edição da Lei nº 6.404/76 e reintroduzidos alguns outros direitos que constavam desta última e haviam sido casuisticamente retirados, como é o caso do instituto do *tag along*, revogado pela Lei nº 9.457/97 com o objetivo único de facilitar o processo de privatização e maximizar o valor recebido pela União ao impedir a extensão aos minoritários dos grandes ágios pagos nos leilões.

A partir de 2003 houve um reaquecimento do mercado, triplicando o volume médio diário de negócios registrados pela BOVESPA desde então. Para se ter uma idéia da magnitude dessa retomada, basta observar o salto na quantidade de ofertas iniciais (IPOs) após 2003. Em todo o período de 1996 a 2003 foram feitas apenas quatro - menos de uma por ano -, ao passo que já foram realizadas 14 só nos últimos dois anos. Além disso, volume médio negociado na BOVESPA praticamente triplicou de 2004 nesse mesmo período.

Atualmente, as empresas que integram os níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA já respondem por 60% da quantidade de negócios no mercado à vista.”

Como se pôde ver, o desenvolvimento do mercado de capitais é em conjunto com o desenvolvimento da legislação do processo e também em conjunto com a estabilidade macroeconômica. A estabilidade econômica em termos de juros mais baixos, câmbio valorizado em relação ao passado e plano de metas de inflação foram os principais contribuintes para expansão de empresas, industrialização, financiamento e, por conseguinte melhor competitividade internacional dos produtos brasileiros e alcance de superávit primário e crescimento do PIB. Em conjunto com estas ações a regulação do setor financeiro e de capitais, seja por meio de incentivos fiscais do governo, seja pelo regulamento de conduta das empresas, ou até mesmo uma lei mais rigorosa fluíram em favor do acionista contribuindo para o desenvolvimento destes setores. O objetivo em si do processo é sempre facilitar o fluxo de capitais sem causar distorções no sistema em prol do desenvolvimento.

Além disso, atualmente novos conceitos têm surgido nos mercados financeiros, como cobrança dos valores de sustentabilidade em termos de projetos sociais e de meio ambiente. Muitas empresas já vêm adicionando projetos de sustentabilidade em conjunto com os próprios projetos da operação, como por exemplo empresas de papel e celulose em prol do desmatamento, ou empresas de petróleo com exploração “onshore” utilizando o reassentamento de famílias nas regiões em que o petróleo é explorado.

Vale lembrar, que já existem grandes fundos de investimento que têm sustentabilidade como um valor do fundo e só investem em empresas que também o tenha. Quem sabe o futuro da regulação do mercado de valores mobiliários possa caminhar para esta esfera?! Porém ainda falta uma conscientização ainda mais geral do que apenas pequenas iniciativas privadas, dado que ainda não é suficiente para que gere o mesmo movimento de fechamento de capitais do que o mesmo causado pela falta de governança corporativa já visto em 2001.

Além disso, a crise de 2008 contribuiu para uma maior regulação mundial nos mercados financeiros e de capitais. O principal reflexo regulatório foi Basileia 3. A breve definição do wikipedia é “Os Acordos de Basileia III ou simplesmente Basileia III referem-se a um conjunto de propostas de reforma da regulamentação bancária, publicadas em 16 de dezembro de 2010. Basileia III faz parte de um conjunto de

iniciativas promovidas pelo Fórum de Estabilidade Financeira (em inglês, *Financial Stability Board*, FSB) e pelo G20, para reforçar o sistema financeiro após a crise dos subprimes. Trata-se da primeira revisão de Basileia II (CRD II) e foi realizada ao longo de 2009, com aplicação prevista para 31 de dezembro de 2010.

A reforma foi motivada pela constatação de que a severidade da crise se explica, em grande parte, pelo crescimento excessivo dos valores apresentados nos balanços dos bancos (e também fora dos balanços, nos derivativos, por exemplo), ao mesmo tempo em que caíam o nível e a qualidade dos recursos próprios destinados a cobrir os riscos. Além disso, muitas instituições não dispunham de reservas suficientes em face a uma crise de liquidez.

Nesse contexto, o sistema bancário revelou-se, de início, incapaz de absorver as perdas que afetaram os produtos estruturados de securitização e de assumir, em seguida, a reintermediação de uma parte das exposições extra-balanço.

No pior momento da crise, as incertezas pesaram sobre a qualidade dos balanços, a solvabilidade dos bancos e os riscos ligados à interdependência entre eles (podendo a insolvência de uma instituição provocar a insolvência de uma outra, em efeito dominó), engendrando uma crise de confiança e de liquidez generalizada.”

E suas principais reformas são “O acordo de Basileia III deve forçar bancos a aumentarem suas reservas de capital para se protegerem de crises. Os bancos terão que triplicar, passando a 7 %, o total de suas reservas de proteção contra uma futura crise.

O capital mínimo de alta qualidade, que inclui apenas ações ordinárias e lucros retidos, vai aumentar de 2% para 4,5% dos ativos ponderados pelo risco, gradualmente, entre 2013 e 2015. O chamado Capital Tier I, que inclui além das ações ordinárias e lucros retidos, as ações preferenciais, instrumentos híbridos de capital e a dívida sem vencimento, passará dos atuais 4% para 6% até 2015, segundo comunicado do grupo presidido pelo presidente do Banco Central Europeu, Jean-Claude Trichet.

Além disso, os bancos terão que constituir, aos poucos, entre 2016 e 2019, dois "colchões de capital" para serem usados em momentos de crise:

1- O colchão de conservação de capital será equivalente a 2,5% dos ativos ponderados pelo risco. Com isso, o capital de alta qualidade adicionado ao colchão de conservação passará, no fim de 2019, para 7%. Já a exigência mínima de capital Tier I continua sendo de 8% - porém, considerando-se o colchão de conservação, passa para 10,5%. Os bancos poderão utilizar, em determinadas circunstâncias, o capital desse

colchão. Mas, se o banco estiver próximo do percentual mínimo exigido, terá que reduzir a distribuição de lucros e dividendos. Com isso, a supervisão pretende evitar que as instituições continuem a pagar elevados bônus e dividendos mesmo quando sofrem deterioração de capital.

2- O colchão contracíclico de capital de alta qualidade ficará entre 0% e 2,5% e poderá ser exigido segundo as necessidades de cada país signatário do Acordo. Esse segundo colchão dependerá do nível de capitalização do mercado e será destinado a proteger o sistema bancário em períodos de expansão de crédito - quando os bancos terão que guardar uma parte de capital para formar seus colchões. Desta forma, considerando os dois colchões, o capital mínimo exigido poderá chegar a 13%.

As novas regras de capital Tier 1 serão implementadas a partir de janeiro de 2013, até janeiro de 2015, enquanto as proteções adicionais devem ser implementadas entre janeiro de 2016 e janeiro de 2019”.

Capítulo 2

Motivação para Abertura de Capital no Brasil

Com o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, a nova situação econômica do país proporcionou janelas de oportunidades, sendo definido por Ritter (1991) como quando a capitalização de mercado das empresas está bem mais alta que o seu valor contábil, e isto leva inúmeras empresas realizarem IPO.

A partir de então ondas de IPO passaram a ocorrer no Brasil de acordo com as oportunidades de investimento (Lubos 2003). As oportunidades de investimento mencionadas são: Retorno esperado de mercado; Lucro agregado esperado; Incerteza sobre lucratividade média após o IPO em condições de excesso de lucro no mercado.

Lubos enfatiza a seguinte teoria:

“The decision faced by inventors is when to take their firms public and begin irreversible production to maximize the value of their patents. When investment opportunities are constant, it is optimal to go public as soon as the patent is secured. When investment opportunities vary over time, however, inventors may find it optimal to postpone their IPO in anticipation of more favorable economic conditions in the future.”

O “*timing*” ótimo de abrir capital seria para Lubos o equivalente a momentos de baixo custo de capital, fluxo de caixa futuro esperado elevado e de elevada incerteza sobre esses fluxos.

Ao adicionar à teoria de Lubos a idéia da dissertação de mestrado de Eduardo Klumb, “Motivações para Abrir Capital No Brasil: Uma Análise Empírica Entre 1998 a 2007”, de que “...o passivo exigível elevado, acompanhado de resultados operacionais expressivos e despesas financeiras relevantes são determinantes para as empresas abrir o capital. O ativo permanente responde negativamente para este propósito. Gastos significantes com CAPEX associados ao passivo elevado e resultados operacionais positivos sugerem que as empresas que abrem capital, encontram-se em processo de expansão. Com relação à destinação dos recursos, podemos afirmar que estes são usados para aumentar o patrimônio líquido com a entrada de novos acionistas, financiar a aquisição de novos ativos operacionais e aumentar as vendas de maneira significativa.”

Vemos que o fator macroeconômico que possibilita a janela de oportunidade em termos de oportunidades de investimento, baixo custo de capital, fluxo de caixa e incerteza unido ao fator microeconômico em termos de passivo exigível total, EBITDA, CAPEX e despesas financeiras são os impulsionadores da oferta pública. A junção da macroeconomia e da microeconomia ajudam na percepção de “*timing*” e de definição de objetivos da empresa em termos de planejamento e projetos financeiros.

Klumb (2009) ainda adiciona que “Este conjunto de informações sugere que as empresas estão investindo em ativos fixos para a obtenção de lucros operacionais mais altos, com o uso de capital de terceiros e pagam valor relevante por esse capital”.

2.1 Fatores Pró à Abertura de Capital

Para Klumb (2009) os principais fatores a favor da abertura de capital são:

“Segundo Amihud and Mendelson (1988), quanto maior é a liquidez de um título, maior é o seu valor e para isso defendem que abrir o capital é a forma mais imediata de aumentar a liquidez da firma.

Quando uma empresa não é aberta, a negociação de suas ações ou quotas é feita por meio de Firmas de Participação, consultorias e bancos de investimento, que prestam os serviços de avaliação, intermediação e outros serviços correlatos como auditoria e outros custos de avaliação, os quais são descontados no valor final recebido pelo o vendedor.

Rydqvist e Hogholm (1995) identificaram que a liquidez é um dos fatores preponderantes na decisão de abrir o capital, em especial, nas empresas familiares que tem que lidar com as questões sucessórias.

Damodaran (2002) menciona a não diversificação, como um dos componentes de desconto na equação de avaliação do preço de venda de uma empresa fechada.

Em contra partida, Pagano (1993) afirma que a diversificação é um dos motivadores para abrir capital, ao reduzir o risco de concentração dos acionistas em uma empresa. Dessa forma, empresas de maior risco, teriam maior fração das ações secundárias colocadas no mercado.

As empresas listadas na Itália usufruem de custo mais baixo na captação de crédito junto aos bancos segundo Pagano, Panetta and Zingales (1995) e, Rajan (1992)

relata que as empresas que fizeram IPO obtiveram diminuição nas taxas de empréstimos.

A oferta de ações, por meio de subscrições adicionais para a captação de recursos é um dos benefícios. Porém, não pode ser considerada como a fonte mais barata e sim, uma fonte complementar de recursos à disposição da firma. Em uma empresa aberta,

alternativas como emissão de debêntures, gestão de dividendos (subscrições programadas após a distribuição de dividendos), novas emissões primárias com custos relativos mais baixos para a empresa ou troca de ações na aquisição de novos negócios são algumas oportunidades complementares para essas organizações.

Para Bernstein (1987) nenhuma organização moderna pode prescindir do mercado de capitais, que é a fonte principal na avaliação da empresa, para os processos de fusão e aquisição.”

2.2 Fatores Contra à Abertura de Capital

Em continuidade com a idéia da dissertação de mestrado de Eduardo Klumb (2009):

“O custo para se fazer uma IPO e manter as obrigações de uma empresa aberta não são baixos. Nos Estados Unidos, Ritter (1987) estimou em US\$ 250 mil os custos fixos anuais e 7% o custo variável. Na Itália, Pagano, Panetta and Zingales (1998) identificaram que os custos fixos se equivalem aos do mercado norte americano. O custo variável, do lançamento inicial, porém, ficou mais baixo, em 3,5% do montante captado.

No Brasil, Rocca (2001) identificou custos variáveis de 3% e 4% para as colocações maiores podendo chegar até a 10% para as emissões menores. Nesta pesquisa, com base nos prospectos analisados das 80 subscrições iniciais, identificamos que os custos de uma oferta pública inicial é composta por comissões e despesas de coordenação, garantia firme, colocação, despesas com advogados, auditores, consultores, publicidade, taxas e outros gastos e variaram de 3,75% à 8,99% do valor total da distribuição pública.”

“Em relação aos gastos fixos anuais de manter a empresa aberta no Brasil, Rocca et.al (1998) apuraram o valor médio de US\$ 435 mil anuais, sobrecarregados pelo custo dos auditores externos e das publicações.

O custo fixo incorporado à empresa após a abertura contempla a adequação da administração frente às exigências dos novos acionistas assim como dos agentes do mercado como analistas, bancos de investimentos e os agentes reguladores, entre outros. Fama e French (1999) demonstraram, em estudo com corporações americanas entre 1950 à 1996, que o custo anual do capital de terceiros para as empresas não financeiras foi de 5,95% enquanto que a taxa de retorno dessas empresas foi de 7,38. O que se conclui que o custo do capital de terceiro naquele país ficou mais baixo que o custo do capital próprio gerado pela empresa.

Um dos aspectos mais citados contrários à abertura de capital é a perda da confidencialidade dos processos e de seus números, expondo a empresa perante a concorrência.

Nesta linha, de preservação da autonomia e confidencialidade, Brau and Faucett (2006), em pesquisa realizada com executivos americanos, identificaram que a decisão de permanecer na condição de empresa fechada, era motivada para manter o controle do processo decisório.

A autonomia da gestão, contudo, é a mudança mais significativa na medida em que os acionistas minoritários, muitas vezes formados por fundos de pensão e fundos de investimentos, a partir de regras mais exigentes do “Novo Mercado” da Bovespa, mesmo que não tenham parcela relevante de ações, exigirão adequação dos acionistas gestores às novas condições.”

Nos últimos anos, necessidade de CAPEX tem sido um dos fatores mais importantes na decisão de abertura de capital. Empresas que pretendem expandir e aumentar receita de vendas necessitam de um elevado investimento de capital para deixar de ser uma pequena empresa e se tornar uma empresa otimizada de custos e vendas.

Porém no caso específico do ramo de petróleo a necessidade de capital devido ao elevado grau de custos é imediata. Hoje já não há quase nenhuma empresa exploradora de petróleo que não seja listada em bolsa.

Empresas de E&P são um caso a parte no que tange ao tempo que conseguem se manter. Estas empresas necessitam de um IPO como uma injeção inicial de capital para

apenas começar operações por anos sem ao menos ter alguma receita e ainda assim com captações bilionárias ainda não é o suficiente, e empréstimos, pré-financiamentos, “bonds” devem ser emitidos para dar continuidade à atividade até que finalmente o óleo possa ser produzido e vendido e ao longo do tempo as vendas compensem os custos de produção e em seguidas as despesas, como veremos no *valuation* da OGX mais tarde.

A partir deste ponto no projeto final de curso vamos analisar o mercado de petróleo historicamente e faremos a análise de custos de uma empresa de petróleo de acordo com algumas premissas que serão definidas e de como CAPEX é importante para a sobrevivência destas empresas operacionais e como isto se reflete no valor da ação e como esta se comporta. Além disso, comparações serão feitas com a Petrobras.

Capítulo 3

Setor Mundial de Petróleo

A moderna indústria do petróleo se estabeleceu a partir de 1859, quando Edwin Drake obteve sucesso em perfurar o solo para encontrar petróleo na Pensilvânia, nos Estados Unidos da América. A partir de 1870, com a criação da *Standard Oil* a indústria vivenciou seu primeiro estágio de monopólio, em função do domínio dos setores de produção e refino de petróleo que duraram até a dissolução da *Standard Oil* em 37 sociedades independentes em 1911. Algumas destas novas entidades tornaram-se as maiores participantes do setor, incluindo a Exxon, a Chevron, a Texaco, a Conoco e a BP.

Os Estados Unidos são, atualmente, o terceiro maior produtor mundial de petróleo, e seu papel no mercado global reduz-se gradualmente, conforme novas acumulações de petróleo são identificadas por todo o mundo. De acordo com a *International Energy Agency* (IEA), os Estados Unidos da América produziram menos de 9% do petróleo mundial em 2009, comparado a uma participação de mercado de 28% em 1965. Atualmente, as chamadas companhias petroleiras nacionais, como a *Saudi Aramco*, a *National Iranian Oil Company*, a *Iraqi National Oil Company*, a *Kuwait Oil Company*, a *Abu Dhabi National Oil Company* e a Petróleos de Venezuela são responsáveis pela maior parte da produção mundial.

De acordo com o BP Statistical Review of World Energy 2011, o nível de consumo global de petróleo apresentou crescimento consistente no período de 1997 a 2007, atingindo o pico de 86,4 milhões de barris por dia (bpd) em 2007. Com o início da crise financeira mundial em 2008, o nível de consumo mundial diário caiu para 86 milhões de bpd e 84,7 milhões de bpd em 2008 e 2009, respectivamente. Já em 2011 o consumo mundial diário de petróleo em 2010 apresentou crescimento de 3,1% em relação a 2009, com um total de 87,4 milhões de bpd, o maior nível de consumo global histórico. De acordo com a EIA, espera-se que a consumo mundial diário de petróleo cresça 1% por ano em média para o período projetado, de aproximadamente 85 milhões de bpd em 2008 para 105 milhões de bpd em 2030. Os Estados Unidos da América permanecem como o maior consumidor de petróleo, respondendo por aproximadamente 22% da demanda global total em 2010, com um consumo de 19,1 milhões de bpd, superando o consumo de 9,06 milhões de bpd da China.

Consumo Mundial de Petróleo (1990-2010)

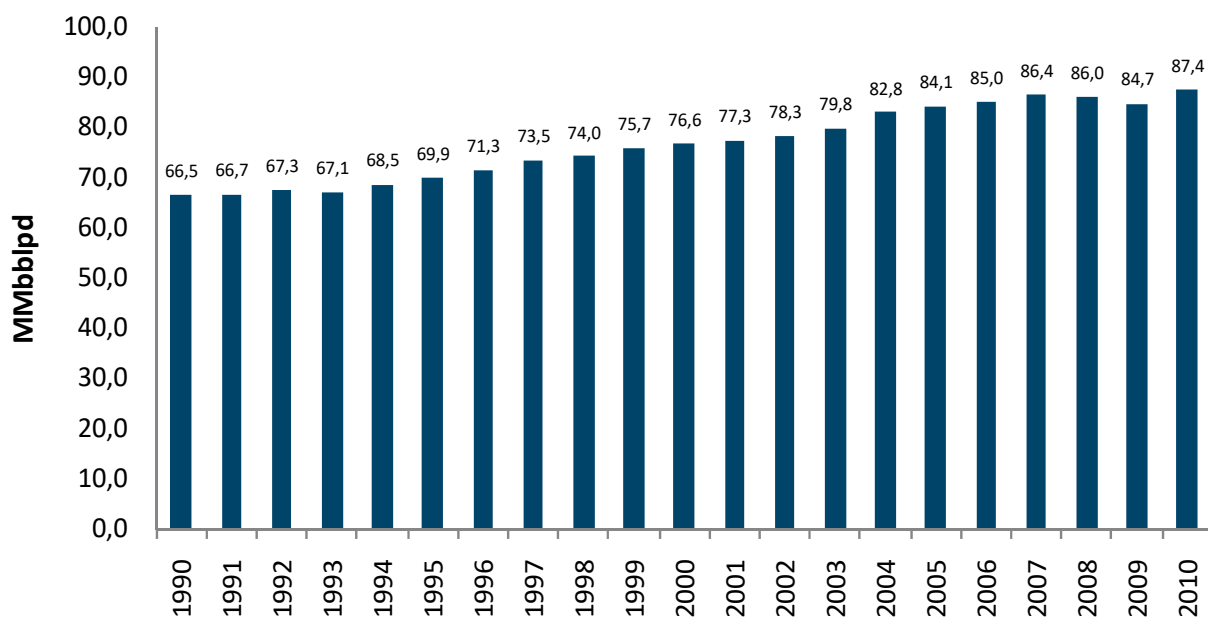


Gráfico 3.1

Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2011

Breakdown Regional do Consumo Mundial de Petróleo (2010)

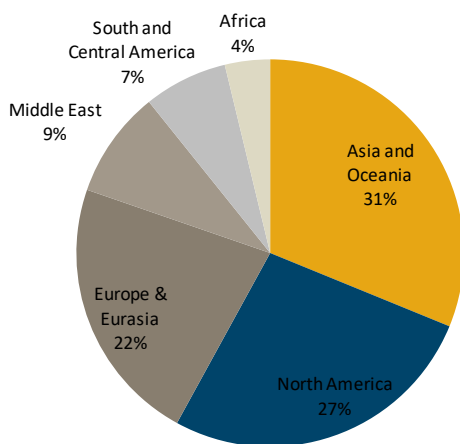


Gráfico 3.2

Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2011

É esperado que o crescimento da demanda seja impulsionado principalmente por países em desenvolvimento, notadamente a China. A Organização Mundial dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), o famoso cartel do petróleo que domina cerca de 1/3 da produção mundial, espera que a demanda de países não-membros da Organização para

Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”) eventualmente ultrapasse os níveis da OCDE até 2015, impulsionada, sobretudo, pela China, a qual vem sendo a principal responsável pelo crescimento da demanda de petróleo entre os países não-membros da OCDE na última década, em razão do crescimento econômico do país e com uma média de crescimento anual do consumo de petróleo de 6,8% entre 2000 e 2010.

Há três principais usos energéticos para o petróleo, quais sejam: transporte, geração de energia e aquecimento, assim como uma série de mercados não-energéticos (por exemplo, matéria-prima para a indústria petroquímica). Embora a demanda de energia para cada uso final correlacione-se com os níveis de atividade econômica, há diferenças claras entre os diversos usos finais em termos de possibilidade de substituição de combustível. Os mercados de transporte e não-energético possuem poucas alternativas, tornando-os mercados relativamente cativos do petróleo. No entanto, muitos mercados energéticos fixos podem, com determinadas limitações, mudar de um combustível para o outro, especialmente entre gás, carvão e petróleo e, desta forma, a elasticidade de curto prazo de seu preço é alta.

Existe também uma sazonalidade comprovada no consumo de petróleo (principalmente com relação a óleo para aquecimento, propano e querosene), particularmente como resultado da necessidade de aquecimento do hemisfério norte durante o inverno, a qual influencia significativamente o consumo destes produtos nesta época do ano.

Os dois principais fatores que influenciam a demanda de petróleo são (1) preço e (2) renda.

(1) Preço: O preço e a demanda por petróleo tipicamente possuem uma relação inversa, a qual pode variar dependendo do sub-mercado. Por exemplo, o petróleo combustível possui uma flexibilidade de preço relativamente alta, o que quer dizer que a demanda é mais sensível a oscilações de preço (Demanda mais Elástica), uma vez que pode ser substituído com relativa facilidade por gás natural ou carvão. Por outro lado, o petróleo para transporte possui menor flexibilidade de preço (Demanda mais Inelástica), já que não existe um substituto imediato.

Como já visto empiricamente na Crise do Petróleo na década de 1970 a demanda de petróleo é basicamente inelástica. No Brasil as consequências foram drásticas, o que nos custou décadas de hiperinflação.

(2) Renda: Historicamente, o principal impulsionador do crescimento da demanda de petróleo é a renda. O crescimento econômico robusto aumenta os níveis de demanda por petróleo, como foi o caso dos Estados Unidos e, agora, tem ocorrido com a China e com outros países em desenvolvimento, especialmente na medida em que cresce o uso de veículos motores e investimentos em infraestrutura. O crescimento econômico em economias maduras ocorreu principalmente na indústria de serviços, a qual tende a ser menos intensa no consumo de energia, sendo que muitas atividades de produção intensivas em energia foram deslocadas para economias emergentes.

Recentemente, a demanda por petróleo provou ser menos correlacionada com os preços do que o esperado, principalmente pelo fato de que os gastos com energia estão representando atualmente uma menor porção da renda do consumidor do que já representaram no passado. O mundo se tornou mais eficiente na utilização de energia e petróleo em razão de novas tecnologias, incentivos governamentais buscando maior uso de energias renováveis, consumidores mais conscientes quanto ao consumo de energia, melhor isolamento decorrente de novas técnicas de construção e uma série de outros fatores que contribuíram para uma utilização mais consciente de recursos energéticos, incluindo o petróleo.

Com base em dados do *BP Statistical Review of World Energy 2011*, os Estados Unidos da América são o terceiro maior produtor de petróleo do mundo, com uma produção diária de 7,5 milhões de barris, atrás da Arábia Saudita (10 milhões de bpd) e da Rússia (10,2 milhões de bpd). Estes três países produzem mais de um terço da produção de petróleo mundial. O restante da produção mundial é amplamente dispersa entre mais de 50 países, nenhum dos quais individualmente responde por mais de 6% do total.

Regionalmente, o Oriente Médio domina a oferta de petróleo, com 30% do total em 2010. A segunda maior região produtora é a extinta União Soviética, representada, principalmente, pela produção da Rússia, seguida pela América do Norte. Todas as demais regiões produtoras (África, Américas do Sul e Central, e Ásia-Pacífico) possuem níveis de produção similares, cada qual respondendo por aproximadamente 10% do total.

O Oriente Médio também responde por mais da metade das reservas mundiais comprovadas em 2010, com aproximadamente 752,5 bilhões de barris em reservas provadas. Os membros da OPEC possuem 77% do total de reservas comprovadas de

petróleo. O gráfico a seguir mostra as maiores regiões exportadoras de petróleo em 2010, comprovando a dependência de outras regiões em relação às exportações de petróleo oriundas do Oriente Médio.

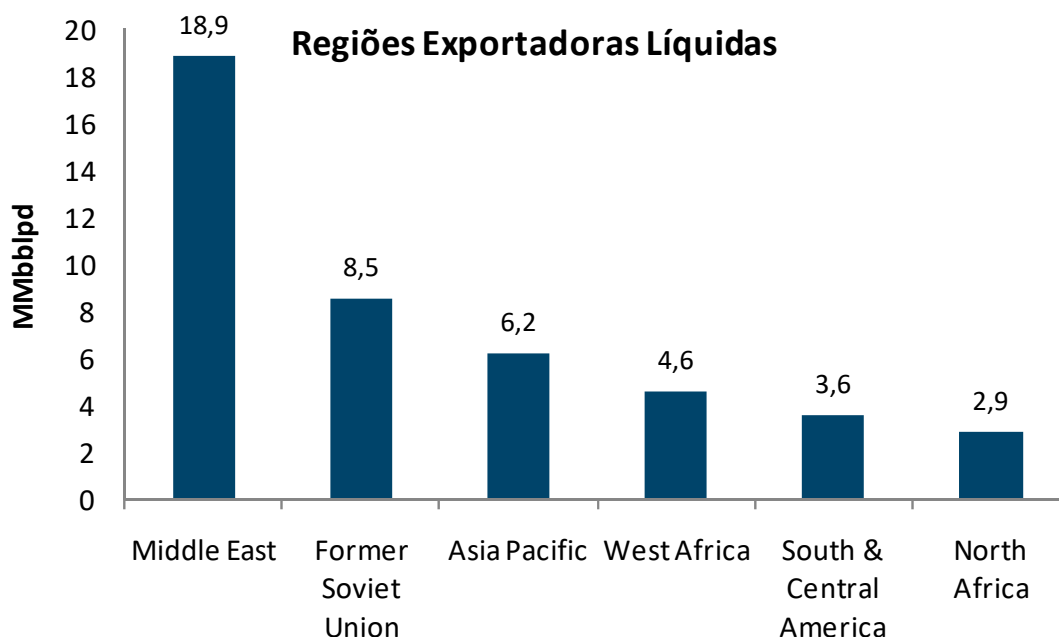
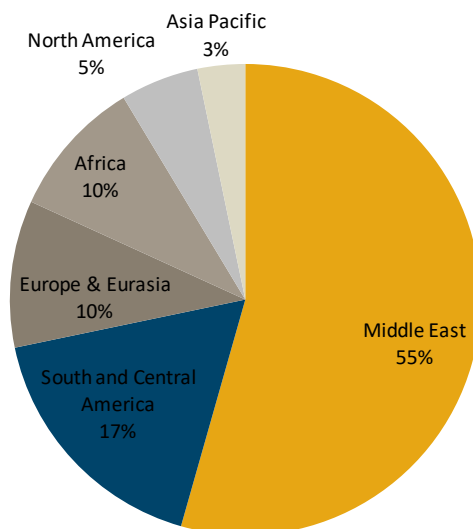


Gráfico 3.3

Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2011 (em milhares de barris por dia)

O Embargo do Petróleo Árabe de 1973 levou a esforços entre países dependentes da importação de petróleo visando à criação de estoques de petróleo controlados pelo governo, conhecidos como estoques estratégicos, para atuarem como amortecedores contra interrupções severas de fornecimento. Atualmente, dentre estes estoques estratégicos, o maior é a Reserva Estratégica de Petróleo dos Estados Unidos, a qual responde por uma porção significativa dos estoques mundiais. A reserva norte-americana possui um estoque de emergência de petróleo que é o maior suprimento emergencial do mundo, com capacidade atual para manter cerca de 727 milhões de boe. A EIA publica semanalmente os níveis de estoque de petróleo, produtos petrolíferos e uso de refinaria. Tais relatórios semanais são frequentemente utilizados como indicadores para estimar a atual capacidade ou escassez do mercado. Estes estoques estratégicos podem ser utilizados para atenuar oscilações de oferta e demanda, podendo ter um impacto significativo sobre o preço de mercado do petróleo.

Breakdown Regional das Reservas Provadas de Petróleo (2010)



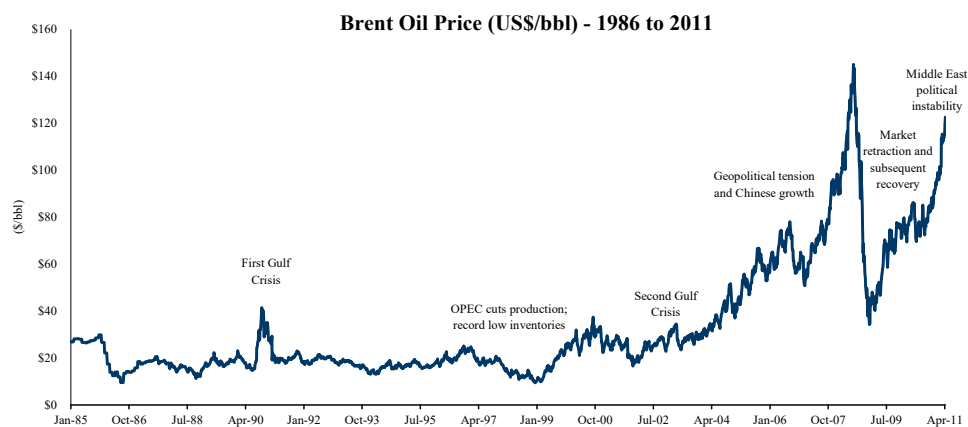
Fonte: BP Statistical Review of World Energy 2011

Nas últimas décadas ocorreram três mudanças bruscas e duradouras do preço do petróleo, conhecidas como “choques de preço do petróleo”. Essas mudanças foram causadas por alterações fundamentais na estrutura do mercado de petróleo. Por sua vez, também tiveram impacto fundamental sobre a indústria. O primeiro choque ocorreu em 1973 com o Embargo do Petróleo Árabe. O segundo choque foi provocado, entre outros fatores, pelo início da guerra Irã/Iraque em 1980, fazendo os preços quase triplicarem. Finalmente, em 1985/86, a Arábia Saudita adotou um sistema de margens fixas para as refinarias, causando uma forte redução nos preços.

Nos últimos anos, outras variações nos preços ocorreram, como, por exemplo, as elevações de preços em 1990 em decorrência da invasão do Kuwait pelo Iraque, uma queda de preços devido à crise asiática e à retomada das exportações do Iraque em 1998, e uma forte alta de preços em 1999 devido a cortes de produção dos países membros da OPEP e uma forte pressão de demanda.

O preço do petróleo possui elevada correlação com eventos geopolíticos que culminam em interrupções na produção principalmente no oriente médio, aonde ocorre conflitos étnicos e circula 1/3 da produção mundial e do comércio internacional marítimo no Estreito de Hormuz.

O gráfico abaixo mostra os preços históricos do petróleo até abril de 2011:



Fonte: Bloomberg

A seguir haverá um paralelo com o mercado nacional, de como o petróleo se desenvolveu no Brasil e seus desafios, acrescentado do modelo atual de capitalização para investimento no setor, o IPO. E mais um estudo de caso prático de *Valuation* da empresa OGX Petróleo e Gás, mostrando a aplicação de algumas teorias citadas neste projeto.

Capítulo 4

Estudo de Caso

A Petrobras

De acordo com o *website* da Petrobras:

A história do Petróleo no Brasil se confunde com a história da Petrobras. A empresa foi fundada em 3 de Outubro de 1953 pelo Presidente Getúlio Vargas a fim de promover a campanha popular “O Petróleo é Nosso”. Vargas com isso visava desenvolver o setor para alcançar a independência econômica.

A instalação da Petrobras se deu em 1954 com a herança de 2 refinarias, de Mataripe (BA) e Cubatão (SP), do Conselho Nacional do Petróleo. As refinarias foram os primeiros ativos da empresa com elas produzindo 2.663 bbl/d, cerca de 1,7% do consumo nacional na época, sendo petróleo e derivados responsáveis por 54% do consumo de energia do país.

Em 1961 foi construída a primeira refinaria da Companhia, REDUC (Refinaria de Duque de Caxias), a mais completa em termos de produção de lubrificante, diesel, gasolina, GLP, nafta, querosene de aviação, parafina, óleo combustível, aguarrás e etc. Com isso atinge a autossuficiência na produção de principais derivados.

Em 1968 foi criado o CENPES, um centro de pesquisa a fim de atender as demandas tecnológicas que são bases para a consolidação e expansão da Petrobras no mundo. O CENPES se consolidou como o maior centro de pesquisa da América Latina e fez da Petrobras a empresa mais geradora de patentes no Brasil e no exterior.

Em 1971 foi criada a Petrobras distribuidora com a missão de contribuir para o desenvolvimento do país comercializando, distribuindo e industrializando derivados e outros produtos. O *Market Share* da distribuidora era de 21% a partir de 1975 se tornou líder de mercado na distribuição.

Com a Crise do Petróleo em 1973, já citada anteriormente, o governo adotou medidas econômicas a fim de manter o abastecimento do mercado no Brasil apesar das incertezas de preço e garantia do suprimento da *commodity*. O governo reduziu o consumo de derivados e buscou aumentar a oferta interna de petróleo a partir de maiores investimentos em exploração *off-shore*, além de ter criado o Programa Nacional do

Álcool (Pró – Álcool) a fim de reduzir a dependência em relação ao petróleo que se encontrava a um preço muito elevado para importação no mercado internacional. Já em 1975 o Pró - Álcool começou a ganhar força e reduziu o número de automóveis consumidores de gasolina em 10 milhões, diminuindo a dependência do país ao petróleo importado.

Na década de 1980 a Petrobras foi pioneira em investimentos em sustentabilidade e programas sociais. Os anos 80 foram marcados por novas descobertas exploratórias em campos gigantes em águas rasas e pelo desenvolvimento de tecnologias para exploração em águas profundas, para isso foi criado o PROCAP em 1986 (Programa de Capacitação Tecnológica em Águas Profundas).

Em 1997 foi quebrado o monopólio Estatal e a Petrobras se tornou uma das maiores empresas de Petróleo do mundo.

Em 2000 a Companhia comprou participação em diversas termelétricas com objetivo de vencer a crise do “Apagão Energético” e para diversificar seu portfólio de projetos em termos de matrizes energéticas.

A Petrobras conquistou a autossuficiência sustentável no Brasil em 2006 na produção de óleo e gás de 1,9 Milhões de bbl/d, passando a exportar mais petróleo e derivados do que importar.

Em 2007 foi descoberto o campo de Tupi na Bacia de Santos na camada Pré-Sal, prometendo ser um campo gigante de óleo leve. A nova fronteira deverá aumentar em 50% as reservas de óleo e gás no país. A partir de 2010, com o aumento de capital bilionário realizado pela Companhia, investimentos pesados foram feitos para o desenvolvimento do campo de Tupi no Pré – Sal.

Todo o desenvolvimento do plano de negócios da Petrobras foi subsidiado pelo governo dado a elevada necessidade de investimento de capital em P&D em função da necessidade da utilização de tecnologias avançadas para exploração e produção de petróleo. O elevado grau de investimento e o baixo retorno sobre o capital investido (ROIC) não forneciam incentivo para que o mercado ingressasse nesse setor, por isso a necessidade de subsídio do governo.

Atualmente a Companhia vive uma situação muito parecida com a de sua criação, pois enfrenta desafios tecnológicos e necessita de um plano de negócios agressivo para desenvolver o Pré – Sal. Recentemente a empresa realizou um aumento de capital de US\$ 70 bilhões, representando um recorde de arrecadação em termos de

aumento de capital na Bovespa e estima-se que em um período de 5 anos mais US\$ 90 bi deve ser buscado no mercado.

Ao longo do tempo empresas como a Petrobras que necessitam realizar o desenvolvimento de E&P sempre buscarão se capitalizar no mercado. No caso a Petrobras já se financiou via subsidio, empréstimos, debêntures, *bonds* no mercado internacional, IPO no Brasil e até nos Estados Unidos.

O atual plano de negócios da empresa é de US\$ 236,5 bilhões de 2012 – 2016 e este CAPEX será mais de 50% dedicado às atividades E&P para o desenvolvimento do Pré-Sal.

O banco BTG Pactual realizou a apuração do *valuation* da empresa a partir do novo plano de negócios em 15 de Junho de 2012.

Petrobras		Petrobras 15 June 2012							page 18
Income Statement (US\$m)									
Revenue	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012E	12/2013E	12/2014E	
Operating expenses (ex depre)	87,560	126,423	91,400	121,089	145,781	151,681	155,646	153,058	
EBITDA (BTG Pactual)	(61,753)	(95,775)	(61,685)	(86,923)	(109,015)	(115,855)	(117,542)	(115,573)	
Depreciation	25,807	30,649	29,715	34,166	36,766	35,826	38,104	37,485	
Operating income (EBIT, BTG Pactual)	(5,491)	(6,550)	(7,387)	(8,409)	(10,591)	(9,330)	(9,189)	(9,886)	
Other income & associates	20,316	24,098	22,328	25,757	26,176	26,496	28,915	27,599	
Net Interest	(2,592)	1,973	(1,462)	476	230	(47)	(106)	(103)	
Abnormal items (pre-tax)	0	0	0	1,097	73	679	218	86	
Profit before tax	0	0	0	0	0	0	0	0	
Tax	17,724	26,071	20,866	27,330	26,479	27,128	29,027	27,583	
Profit after tax	(5,787)	(8,875)	(4,991)	(6,947)	(6,711)	(6,802)	(7,402)	(7,034)	
Abnormal items (post-tax)	11,937	17,196	15,875	20,383	19,768	20,326	21,625	20,549	
Minorities / pref dividends	0	0	0	0	0	0	0	0	
Net Income (local GAAP)	(895)	1,270	(1,377)	(404)	121	58	228	222	
Net Income (BTG Pactual)	11,042	18,467	14,498	19,979	19,889	20,384	21,854	20,771	
Tax rate (%)	11,042	18,467	14,498	19,979	19,889	20,384	21,854	20,771	
	33	34	24	25	25	25	25	25	
Per Share									
EPS (local GAAP)	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012E	12/2013E	12/2014E	
EPS (BTG Pactual)	2.52	4.21	3.30	3.06	3.05	3.13	3.35	3.18	
Net DPS	2.52	4.21	3.30	3.06	3.05	3.13	3.35	3.18	
BVPS	0.77	0.87	0.95	1.02	1.10	1.09	1.17	1.11	
	14.65	13.48	20.77	28.31	26.96	29.07	30.41	31.60	
Cash Flow (US\$m)									
Net Income	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012E	12/2013E	12/2014E	
Depreciation	11,042	18,467	14,498	19,979	19,889	20,384	21,854	20,771	
Net change in working capital	5,491	6,550	7,387	8,409	10,591	9,330	9,189	9,886	
Other (operating)	0	0	0	(5,883)	323	(2,593)	(58)	(199)	
Net cash from operations	0	0	0	0	0	0	0	0	
Cash from investing activities	16,533	25,017	21,885	22,506	30,803	27,121	30,985	30,458	
Cash from financing activities	0	0	0	(43,383)	(43,312)	(43,972)	(41,700)	(41,700)	
Bal sheet chge in cash & equivalents	0	0	0	29,479	(7,686)	(13,213)	(15,449)	(15,327)	
	(5,637)	(589)	9,665	12,232	(669)	(2,461)	(1,090)	(1,689)	
Balance Sheet (US\$m)									
Cash and equivalents	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011	12/2012E	12/2013E	12/2014E	
Other current assets	7,379	6,790	16,455	28,687	28,017	25,556	24,467	22,777	
Total current assets	35,187	29,827	42,433	58,688	58,533	61,724	60,093	58,746	
Net tangible fixed assets	42,566	36,617	58,888	87,374	86,550	87,280	84,560	81,523	
Net intangible fixed assets	79,005	82,074	131,561	170,251	182,465	214,523	238,239	260,658	
Investments / other assets	0	0	0	0	0	0	0	0	
Total assets	8,971	7,170	7,041	55,364	50,396	50,618	49,201	47,823	
Trade payables & other ST liabilities	130,541	125,861	197,490	312,990	319,410	352,421	372,000	390,004	
Short term debt	32,794	30,717	39,422	45,519	49,735	52,858	51,419	50,118	
Total current liabilities	0	0	0	0	0	0	0	0	
Long term debt	32,794	30,717	39,422	45,519	49,735	52,858	51,419	50,118	
Other long term liabilities	21,627	27,061	56,909	70,754	82,927	98,673	111,536	123,601	
Total liabilities	8,283	6,378	9,117	9,981	9,639	10,065	9,783	9,509	
Equity & minority interests	62,704	64,156	105,447	126,254	142,300	161,596	172,738	183,228	
Total liabilities & equities	67,837	61,704	92,043	186,736	177,111	190,825	199,262	206,775	
	130,541	125,861	197,490	312,990	319,410	352,421	372,000	390,004	

Tabela 4.1 – Informações Financeiras

Financial ratios	12/2010	12/2011	12/2012E	12/2013E	12/2014E
EBITDA margin	28.2%	25.2%	23.6%	24.5%	24.5%
Operating margin	21.3%	18.0%	17.5%	18.6%	18.0%
Net margin	16.5%	13.6%	13.4%	14.0%	13.6%
RoE	14.5%	11.0%	11.2%	11.3%	10.3%
RoIC	13.8%	11.2%	10.5%	10.4%	9.2%
EBITDA / net interest	-31.1x	-504.8x	-52.8x	-174.6x	-435.0x
Net debt / EBITDA	1.2x	1.5x	2.0x	2.3x	2.7x
Total debt / EBITDA	2.1x	2.3x	2.8x	2.9x	3.3x
Net debt / (net debt + equity)	18.4%	23.7%	27.7%	30.4%	32.8%

Source: Company reports and BTG Pactual estimates. Valuations: based on the last share price of that year(E) based on share price as of 14 June 2012

Tabela 4.2 – Análise de Múltiplos da Petrobras

Valuation	12/2010	12/2011	12/2012E	12/2013E	12/2014E
RoIC (EBIT) %	13.8	11.2	10.5	10.4	9.2
EV/EBITDA	7.8	5.7	5.3	5.3	5.8
P/E	11.2	7.7	5.7	5.3	5.5
Net dividend yield %	2.4	4.2	4.7	6.6	6.3

Financials (US\$m)	12/2010	12/2011	12/2012E	12/2013E	12/2014E
Revenues	121,089	145,781	151,681	155,646	153,058
EBITDA	34,166	36,766	35,826	38,104	37,485
Net Income	19,979	19,889	20,384	21,854	20,771
EPS (US\$)	3.06	3.05	3.13	3.35	3.18
Net DPS (US\$)	1.02	1.10	1.09	1.17	1.11
Net (debt) / cash	(42,067)	(54,909)	(73,117)	(87,069)	(100,824)

Source: Company reports, Bovespa, BTG Pactual S.A. estimates. / Valuations: based on the last share price of the year; (E) based on a share price of US\$17.66, on 14 June 2012.

Tabela 4.4 – Valuation da Petrobras

O *Valuation* de uma empresa é feito com base principalmente em seu Balanço Patrimonial e em sua Demonstração de Resultado do Exercício. A partir de seus dados financeiros dos últimos 5 anos ou mais (porém por convenção o mercado utiliza 5 anos) é possível projetá-los para os próximos 5 anos também ou mais. (Damondaran, 2006)

A partir de suas informações financeiras e suas projeções de acordo com o entendimento do mercado e do *guidance* fornecido pela área de Relações com Investidores da empresa com base em seu plano de negócios é possível também projetar o *free cash flow to the firm* e assim apurar o real valor da companhia que levado a perpetuidade a um dado crescimento e trazido a valor presente a uma certa taxa de desconto, que seria o WACC – Weighted Average Cost of Capital, que seria uma média ponderada do custo de capital próprio e do custo de capital de terceiros. (Koller & Copeland, 2001)

$$WACC = (PL/(PL + D)) * R_{pl} + (D/(PL+D)) * R_d * (1 - T_c)$$

Onde:

PL – Patrimônio Líquido

D – Dívida

R_{pl} – Custo do Patrimônio Líquido

R_d – Custo da dívida

T_c – Taxa de imposto corporativo

Para calcular o FCFF é utilizada a fórmula:

$$EBIT * (1 - T) + \text{Depreciação} - \text{Variação do Capital de Giro} - \text{CAPEX}$$

Tal que EBIT seria o lucro antes do pagamento de juros e impostos o que representa a real capacidade de geração de caixa de uma empresa e T o imposto de renda pago no Brasil.

Como podemos ver CAPEX é um número importante na conta de cálculo do valor de uma empresa e como já falado anteriormente a indústria de petróleo é intensiva em capital, pois para o negócio possa se desenvolver é necessário volumes fenomenais de dispêndio no projeto. Tais volumes de capital necessário não são facilmente adquiridos e deve se cogitar múltiplas fontes de capitalização.

Um IPO ou aumentos de capital no mercado de ações é geralmente o modo mais fácil de se conseguir volumes extraordinários de capital barato, como podemos ver pelo recente aumento de capital de US\$ 70 bi da Petrobras. Além disso, o BTG pactual estima que mais US\$ 7 bi deverá ser buscado no mercado para complementar o novo plano de negócios almejado pela empresa.

A Petrobras por ter sido em seus primórdios uma empresa Estatal e atualmente uma empresa mista obteve seus investimentos financiados pelo governo na maior parte do tempo, o que por sorte conseguiu contornar a falha de mercado que existia neste setor dado o elevado volume de capital necessário para começar o negócio. O retorno sobre o capital investido era muito baixo e impedia que o setor privado o iniciasse.

Já para o setor privado atualmente, o elevado preço do petróleo em relação à década de 50 pode ser um fator relevante para a entrada de novos competidores no

mercado brasileiro, bem como facilidades financeiras de captação no mercado, o que não era possível em décadas de hiperinflação e estagflação. O único meio de começar uma empresa capaz de obter áreas exploratórias junto a ANP (Agência Nacional do Petróleo) e realizar investimentos nas áreas adquiridas seria o IPO, pois bancos provavelmente não emprestariam volumes bilionários a empresas não operacionais ou empresas que são apenas um “papel” por não passarem de um projeto.

Quanto aos métodos de capitalização via lançamento de dívida no mercado, é necessário que haja uma previsibilidade de entrada de caixa na data das amortizações da dívida e até que a produção se inicie efetivamente requer tempo muito superior ao que o mercado considera como aceitável.

Logo, podemos concluir que há inúmeros fatores para que a indústria do petróleo não existisse no Brasil:

- Elevado CAPEX
- Baixo retorno sobre o investimento por um período bastante razoável
- Fluxo de caixa negativo mesmo quando há receita

Como CAPEX contribui para a redução do FCFF ele deveria contar negativamente para o valor da empresa. Tanto que segundo o BTG Pactual a Petrobras possui historicamente mais tempo com o fluxo de caixa negativo do que positivo. Contudo, o CAPEX nem sempre é o vilão, dado que este serve para agregar valor no futuro, sendo um investimento de longo prazo, a fim de aumentar receita também no longo prazo.

À medida que o CAPEX significa agregar valor, aumentar a produção da empresa e conseqüentemente aumentar sua receita é possível que no longo prazo a Petrobras obtenha um fluxo de caixa positivo e gere valor tanto para a empresa quanto para o acionista dado que seu valor também se reflete no preço da ação, porém se o elevado CAPEX não se refletir em um aumento de receita não há o porque de se investir nesta empresa e muito provavelmente no futuro ela irá quebrar, pois não há empresa que registra com um fluxo de caixa negativo.

Logo, para uma empresa de petróleo os indicadores relevantes para o *valuation* que se encontram na tabela acima são o RoIc, EV/EBITDA, *Revenues*, EBITDA, *Net Debt/Cash* e P/E.

Onde:

RoIc – *Return over Invested Capital*: O retorno sobre o capital investido é obtido pela fórmula EBIT/CAPEX. Este indicador capta o retorno das decisões de

investimento e avalia a atratividade do empreendimento, logo se o RoIc é menor do que o custo de captação no mercado que a empresa não é ótima em gerar retorno para si em relação ao que paga de juros no mercado e com quanto maior este indicador melhor.

EV/EBITDA – *Enterprise value/EBITDA (Earnings Before Income and Taxes and Depreciation and Amortization)*: O *enterprise value* é o *Market Cap* (Preço da Ação*Quantidade de Ações no mercado) + Dívida Líquida (Dívida – Caixa) e este valor dividido pelo EBITDA, que é a real capacidade de geração de caixa de uma empresa, mostra ao mercado quanto tempo a geração de caixa da empresa leva para pagar os acionistas e os credores que investiram nesta empresa, logo quanto menor este indicador melhor e isto significa que a empresa está “barata” em relação a capacidade de valor que consegue realmente agregar e que há potencial para crescimento.

Revenues é a receita da empresa e um elevado CAPEX para uma empresa capaz de gerar valor reflete em uma receita futura bastante elevada proporcionalmente ao que foi investido inicialmente e quanto maior melhor.

O EBITDA, como já mencionado anteriormente, é a real capacidade de geração de caixa de uma empresa e quanto maior melhor, pois significa que esta empresa é eficiente em agregar valor.

Net debt/Cash é a dívida líquida dividida pelo caixa e quanto menor melhor, pois significa que a empresa é boa geradora de caixa e eficiente operacionalmente.

O P/E representa o Preço da ação dividido pelo lucro por ação da empresa e representa o tempo necessário para reaver todo o capital investido pela empresa, logo quanto menor melhor, pois o capital será reavido em menos tempo.

Conclui-se pelo *Valuation* acima demonstrado e pela tabela anterior que a Petrobras é uma empresa com fluxo de caixa positivo atualmente e possui retorno sobre o investimento quase constante ao longo do tempo. Além disso, o tempo que o mercado e a empresa demoram para reaver o capital investido também são constantes ao longo do tempo e também a receita. O único indicador que possui uma radical mudança é a relação Dívida Líquida/Caixa que mostra o elevado CAPEX da empresa representado em seu plano de negócios e que incorrerá em agregar valor no muito longo prazo e que não está descrito no *valuation*. O longo prazo é representado por uma taxa de crescimento da perpetuidade elevada e o fluxo de caixa trazido a valor presente mostra o valor agregado no longo prazo do CAPEX e o *outlook* da Petrobras seria de compra.

Vale lembrar que a Petrobras é uma companhia integrada e atua em todos os setores da indústria como: exploração, produção, refino e distribuição e no Brasil não há

empresa que seja uma competidora da companhia em seu mesmo nível e capaz produzir os mesmos serviços.

A OGX

De acordo com o *website* da OGX sua história é bastante recente, porém representa um avanço na competição entre empresas de petróleo brasileiras no país.

A empresa foi criada em Julho de 2007 em novembro realizou uma oferta privada de ações em que conseguiu captar US\$ 1,3 bilhões. Isto permitiu a participação da empresa na nova rodada de licitação da ANP, adquirindo 21 blocos exploratórios nas bacias de Santos, Campos, Espírito Santo e Pará – Maranhão.

Em 2008 um *farm in* foi realizado e mais um bloco foi adicionado ao portfólio da empresa. Além disso, a Companhia também contratou a DeGolyer & MacNaughton para prestar consultoria em certificação de reservas de óleo e gás e indicou que suas reservas potenciais riscadas totalizavam cerca de 4,8 bilhões de boe com probabilidade de sucesso de 27%.

Em Junho de 2008 um IPO foi realizado e foram captados R\$ 6,7 bilhões com objetivos de destinar recursos para a campanha exploratória e de desenvolvimento de descobertas.

Em 2009 após a aquisição de 7 blocos na Bacia Terrestre do Parnaíba e um novo estudo pela D&M foi feito e o total de Recursos Potenciais Riscados foi de 6,7 bilhões de boe com probabilidade de 34,5% de sucesso.

Além disso, mais 5 blocos foram adquiridos em 3 Bacias Terrestres na Colômbia, totalizando uma área de 12,5 quilômetros quadrados.

Em Abril de 2011 um novo relatório da D&M foi realizado para os 34 blocos em 8 bacias sedimentares e o volume potencial de recursos estimado foi de 10,8 bi de boe.

Em 26 de Maio de 2011 foi lançada no mercado internacional de *bonds* a primeira dívida da OGX de US\$ 2,563 bilhões para continuar sua campanha exploratória.

Em Janeiro de 2012 a empresa deu início a sua produção no TLD da acumulação de Waimea na Bacia de Campos em poucos mais de 2 anos de sua descoberta, sendo considerado tempo recorde para a indústria de óleo e gás.

Em 27 de Março de 2012 a OGX acrescentou à captação de US\$ 2,563 bilhões mais US\$ 1,063 bilhões para completar ao CAPEX a ser investido na campanha da Companhia.

Vale lembrar que a OGX não é uma empresa integrada como a Petrobrás e sim uma empresa apenas de E&P e por isso não são concorrentes diretamente. Além disso, a Petrobrás sempre conta com subsídios oferecidos pelo governo por ter sido no passado uma empresa Estatal e hoje mista, o que não é o caso da OGX. Não há garantia que o governo irá cobrir suas dívidas ou até injetar capital diretamente para investimentos, logo seu plano de negócios é muito mais ambicioso e a volatilidade é muito maior. Com isso, seu custo de capital é mais elevado, maior volatilidade do fluxo de caixa, maior necessidade de capital e o risco do negócio é muito maior, o que se reflete em um retorno mais elevado para que o acionista queira depositar seus investimentos.

A necessidade de capital para investimento em CAPEX fez com que a empresa realizasse IPO como podemos ver em sua história e ainda assim se alavanque para dar continuidade. Apesar da empresa já produzir, a receita proveniente de vendas só contribui para redução dos custos, porém seu fluxo de caixa permanece negativo dada a elevada necessidade de capital para manutenção do negócio.

A indústria de petróleo é um *business* que promete um retorno bastante elevado, porém no longo prazo e o capital inicial é muito elevado o que restringe a entrada de novos agentes e ainda possui uma regulação acirrada pela ANP.

Como veremos a seguir a OGX seria a Petrobrás no início de suas atividades, com fluxo de caixa negativo. A Petrobrás hoje é uma empresa madura e que se sustenta e por isso possui condições de se engajar nesta campanha tão ambiciosa que é o Pré – Sal. Já a OGX ainda não tem condições de se engajar em um projeto como esse, dado que a campanha exploratória em águas rasas e em Bacias Terrestres já é bastante onerosa, além de não contar com tantos incentivos quanto a Petrobras.

O *Valuation* da OGX pode ser simplificado a apenas suas premissas, pois dado que a empresa era operacional até 2011, suas informações financeiras não afetam o valor do fluxo de caixa com significância. A seguir segue tabela do Itaú BBA em 16 de Abril de 2012.

Estimates and Valuation

Years	2010a	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Net revenues (BRL m)	0	0	668	3,366	8,478	12,359
EBITDA (BRL m)	-417	-720	77	1,917	5,690	8,293
Net income (BRL m)	-136	-496	-335	443	2,765	4,401
Net debt (BRL m)	-4,080	-754	2,645	6,587	6,526	5,270
EPS	-0.04	-0.15	-0.10	0.14	0.86	1.36
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	26.8	9.0	6.0
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	16.2	10.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Itaú BBA

Tabela 4.4 – Análise de Múltiplos da OGX

Como já dito anteriormente, agora podemos ver que o fluxo de caixa atual da OGX é negativo, porém a partir do momento que se inicia a produção é esperada uma geração de caixa positiva e até 2015 um fluxo que garante retorno para o negócio.

Pelo fato da empresa não ser operacional seu *Valuation* circula muito mais em relação as expectativas de mercado com relação a capacidade de gerar valor da empresa, as reservas, produção do que em relação aos seus dados financeiros. Suas reservas e produção indicam o quanto realmente a empresa tem em baixo da terra de óleo e o quanto isso pode se transformar em valor e por isso a partir do momento que a empresa começa a produzir mesmo que ainda não tenha lucro mostra que a capacidade de geração de caixa só tende a aumentar exponencialmente.

Como veremos no quadro a seguir, o Itaú BBA e o mercado avaliam a empresa por cada projeto separadamente.

OGX Updated SOP

	Reserve	NAV/bbl	NAV/USD	BRL/OGXP3*
Espirito Santo	562	3.8	2,108	1.0
Para-Maranhão	0	0	0	0
Campos				
Contingent	3,036	8.9	27,099	14.7
Prospective	2,500	6.0	15,068	6.8
Santos	650	3.6	2,351	1.1
Parnaíba	56	2.0	110	0.0
Colombia	0	0	0	0.0
<hr/>				
Contingent	3,036	8.9	27,099	
Prospective	3,768	5.2	19,636	
Discount on Prospective Resources			20%	
Prospective			16,363	
Exploration and SG&A expenses			-2,545	
<hr/>				
Enterprise Value			40,918	
Net Cash (Net Debt)			-1,785	-1.0
Equity Value (USD mm)			39,133	
Equity Value (BRL mm)			68,483	
# Of shares			3,232	
<hr/>				
Fair Value value			21.2	

Source: Itaú BBA

Note: * the value per share already considers the 20% discount applied to prospective resources.

Tabela 4.5 – *Valuation* da OGX

A conta feita para apurar o *Valuation* da OGX é em função das reservas confirmadas pela D&M e a partir destes números calcula-se o valor presente por ativo (NAV – Net Asset Value) em barris e em dólares e soma-se os NAVs/USD. A partir da soma dos NAV's/USD pode haver um desconto ou não, depende da credibilidade do negócio a medida que os níveis de produção são verificados e a reserva potencial pode ser confirmada ou não. Além disso, desconta-se os custos de exploração e de SG&A (Despesas com vendas, gerais e administrativas) e é encontrando o EV que somado ao Net Cash (Caixa Líquido = Caixa – Dívida) nos leva ao valor da empresa.

Logo, podemos ver que mais uma vez o CAPEX que está embutido na dívida contribui negativamente para o valor da empresa, porém seu potencial de crescimento está nas reservas que a empresa realmente diz que tem em relação ao desconto que o mercado dá a ela. O aumento de CAPEX com as atividades de exploração e demonstrando o valor que realmente há ali faz com que o mercado espere mais de suas

reservas e até a própria D&M divulgue relatórios com a comprovação de que suas reservas são promissoras.

O valor da OGX está sempre sujeito a choques de mercado e a uma volatilidade maior, conseqüentemente. Os principais choques são dados de reservas, de produção e é afetada por más notícias em empresas concorrentes não operacionais como HRT e Queiroz Galvão que aumentam a incerteza com relação ao modelo de negócio.

Podemos ver a partir do estudo dos 2 casos Petrobras e OGX que apesar de serem 2 empresas de Petróleo possuem modelagem diferente, porém a partir de ambas as modelagens podemos ver que o CAPEX desempenha um papel importante na análise de fluxo de caixa e na determinação de valor das empresas. Além disso, pudemos ver o quão importante é a operacionalidade da empresa para o fluxo de caixa.

O IPO representou um início para as atividades das empresas privadas, além de facilitar a comunicação com o mercado. Uma empresa com ações em bolsa se tornam mais visadas e o acesso ao mercado internacional e dívida é mais fácil. Quanto à Petrobrás este início foi dado pelo governo.

Capítulo 5

Conclusão

Ao longo do projeto pudemos ver como as Ofertas Públicas se iniciaram no Brasil e por quê. Além disso, também foram demonstradas suas vantagens e desvantagens e aplicado ao estudo de caso de *Valuation* de 2 empresas, uma operacional como a Petrobras e outra não operacional como a OGX e a importância do CAPEX e captação no mercado para estas empresas.

Ademais, a conclusão da dissertação de Eduardo Klumb também adiciona detalhes importantes e que já foram ressaltados anteriormente:

“Dois objetivos conduziram esta dissertação. O primeiro foi identificar as motivações que levam os acionistas a fazer a abertura de capital no Brasil o segundo, investigar as destinações dos recursos obtidos com o IPO.

Com relação ao primeiro objetivo, encontramos evidências robustas de que as empresas têm no PASSIVO EXIGÍVEL TOTAL, sua maior motivação para abrir capital. O lucro operacional, EBITDA é a segunda variável de maior significância, o qual é acompanhado pela relevância do CAPEX e DESPESAS FINANCEIRAS, o que sugere que as empresas podem ter aumentado seu endividamento, com recurso onerosos de terceiros, para financiar sua atividade, com aumento do lucro operacional antes de fazer o IPO. Estes resultados sugerem que investimentos em ativos produtivos podem ter ocorrido antes do evento, mas não a ponto de torná-los relevantes, comparativamente as empresa de capital intensivo como Holdings, de serviços de infra-estrutura, serviços de utilidade pública e petroquímicas por exemplo. Isto porque o ativo permanente apresenta coeficiente negativo e elevada significância estatística como variável determinante para uma empresa abrir capital. Dois resultados nos surpreenderam: o coeficiente negativo para as vendas e patrimônio líquido, indicando que as empresas de grande porte com patrimônio líquido, ativo permanente e vendas muito elevadas não tem motivação para abrir capital, o que poderia ser explicado no caso de empresas mais maduras e com quadro de acionistas concentrado que não tenham o ímpeto pelo

crescimento e risco e preferiram usufruir da autonomia das decisões e sigilo de seus negócios, comum às empresas fechadas.

O segundo objetivo foi investigar a provável alocação dos recursos obtidos com a IPO. Identificamos consistente aumento das vendas no ano do IPO e também no ano seguinte ao evento com significância estatística e coeficientes elevados o que nos permite afirmar que uma das conseqüências do IPO é o crescimento da empresa. A segunda evidência foi o aumento do patrimônio líquido das empresas como evento subsequente à abertura de capital, este também com significância estatística e coeficiente expressivo o que nos permite inferir que os recursos permanecem na empresa ampliando o patrimônio líquido com a inclusão de novos acionistas, com a provável prevalência de volume das emissões primárias. O aumento robusto do CAPEX no permite afirmar que a provável uso dos recursos foi para expandir seus negócios. O aumento das vendas e do patrimônio líquido corroboram com esta afirmação. É importante notar que os custos aumentaram no ano do IPO e no ano seguinte ao evento, os quais se destacam pela significância estatística. Este resultado sugere o que Jensen (2005) definiu como custo de agência ao listar iniciativas dos gestores para “melhorar” o resultado no momento “ex-ante”, ao adiar custos e revertendo provisões com o objetivo de transparecer uma condição mais favorável ao mercado, apresentando lucro bruto maior. E, nesse sentido, obter múltiplos mais altos no preço de colocação das ações. Uma ressalva se faz em relação às despesas operacionais, onde são lançados os gastos significativos com IPO, para as empresas. E estes impactam negativamente o EBITDA no ano do evento e não os custos das vendas.

Para desenvolver esse trabalho, identificamos algumas limitações como o período de análise de apenas três anos para a investigação da destinação dos recursos obtidos nos IPO's, assim como o número ainda reduzido de empresas que abrem capital, comparativamente aos Estados Unidos, o que acreditamos que, com o passar dos anos, novas empresas abram capital e ampliem a base de pesquisa, permitindo pesquisas adicionais sobre o tema. Sugerimos também, que as variáveis determinantes para a obtenção do lucro operacional, EBITDA é um tema relacionado a essa dissertação e pode ser objeto de estudo futuro como contribuição aos gestores de como ajudá-los a aumentar os resultados para os acionistas.”

Vale lembrar que a necessidade de CAPEX inicial para desenvolvimento de projetos é a principal determinante do IPO no setor de petróleo que é o caso da OGX e HRT, porém não é o mesmo da Petrobras. Esta iniciou suas atividades muito antes e

pôde contar com o governo para subsidiar seus investimentos. Contudo, o IPO para todas estas empresas permitiu uma maior visibilidade destas no mercado internacional o que permite negociação de contratos, melhores taxas de juros em dívidas e etc.

Além disso, determinadas decisões de CAPEX influem no valor das empresas atual e na capacidade de agregar valor no futuro do acordo com o fluxo de caixa. Porém nem todas as empresas vão se comportar igualmente. No caso da Petrobras por ser uma empresa geradora de caixa o comportamento de sua ação é mais estável em relação a outra que são pré – operacionais e por estarem sujeitas às incertezas de mercado e suas expectativas dado que seu valor agregado não é compatível com suas informações financeiras.

Segue gráfico da performance das ações da OGX, Petrobras e HRT.



Gráfico 5.1

Fonte: Reuters

Desde seu IPO as ações da OGX se desvalorizaram em 7,20% .

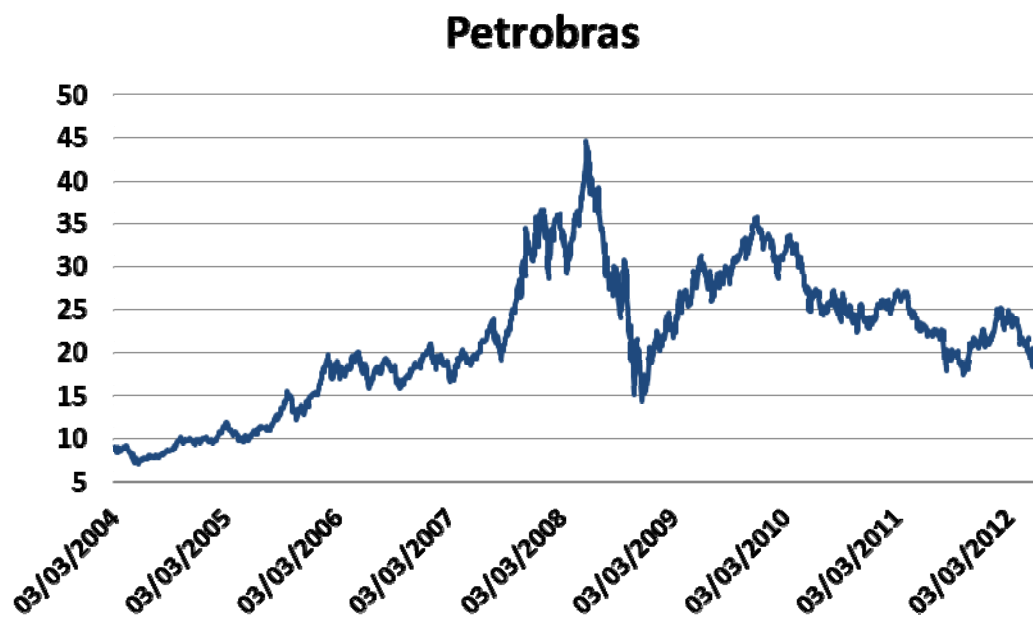


Gráfico 5.2

Fonte: Reuters

Desde seu IPO as ações da Petrobras se valorizaram em 115%.

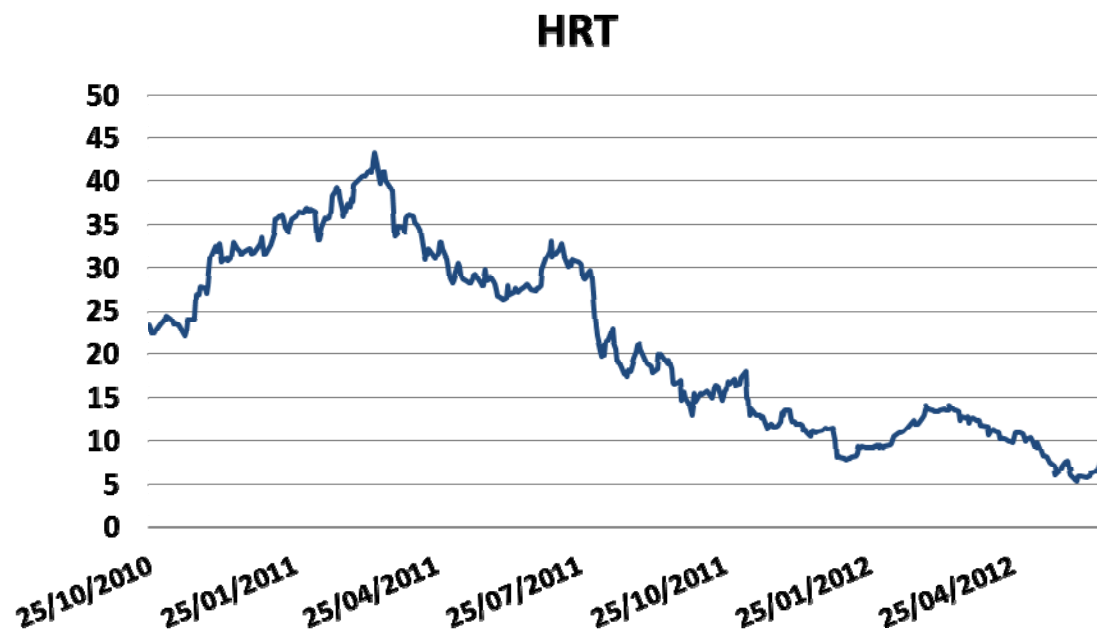


Gráfico 5.3

Fonte: Reuters

Desde seu IPO a HRT desvalorizou em 71,04%.

Pelos gráficos podemos ver que empresas pré – operacionais são investimentos mais arriscados do que empresas operacionais. Vale lembrar que a Petrobras já é uma empresa madura e as outras não possuem o mesmo patamar de maturidade e que não seria comparável. Comparando a OGX e a HRT podemos ver que a perda de investimentos na HRT é muito mais elevada e que este empreendimento talvez não seja confiável bem como seu fluxo de caixa.

Além disso, empresas como OGX e HRT possuem elevada incerteza no mercado e as expectativas rapidamente podem mudar o curso de suas ações, por isso o quanto mais rápido essas empresas forem tornadas operacionais menor a incerteza e maior a certeza sobre seu fluxo de caixa.

O IPO para empresas pré – operacionais tem aberto os horizontes dos empresários e proporcionado negócios que antes jamais foram imaginados no mercado nacional e internacional e revolucionando o empreendedorismo no Brasil devido a facilidade captação nos mercados financeiros e subsídios do governo.

O empreendedorismo no Brasil ainda está se desenvolvendo e o IPO para projetos é apenas uma porta de entrada para novas idéias e novos agentes no mercado.

Bibliografia

- Agência Nacional do Petróleo. (s.d.). *ANP*. Acesso em Junho de 2012, disponível em Agência Nacional do Petróleo: www.anp.gov.br
- Bolsa de Valores de São Paulo. (s.d.). *BOVESPA*. Acesso em Junho de 2012, disponível em Bolsa de Valores de São Paulo: www.bmfbovespa.com.br
- British Petroleum. (s.d.). *BP*. Acesso em Junho de 2012, disponível em British Petroleum: www.bp.com
- CVM. (s.d.). *Comissão de Valores Mobiliários*. Acesso em Junho de 2012, disponível em CVM: www.cvm.gov.br
- Damondaran, A. (2006). *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para Determinação de Qualquer Ativo*. Qualitymark.
- Energy International Agency. (s.d.). *EIA*. Acesso em Junho de 2012, disponível em Energy International Agency: www.eia.gov
- Klumb, E. (2009). *Motivações para Abrir Capital no Brasil: Uma Análise Empírica entre 1998 a 2007*. Rio de Janeiro: Ibmecc.
- Koller, & Copeland. (2001). *Avaliação de Empresas: Valuation, Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*. Pearson.
- Lubos, p., & Veronesi, P. (July de 2003). Stock Prices and IPO Waves. *National Bureau of Economic Research*.
- OGX Petróleo e Gás. (s.d.). *OGX*. Acesso em Junho de 2012, disponível em OGX petróleo e Gás: www.ogx.com.br
- Pactual, B. (s.d.). *BTG Pactual*. Fonte: www.btgpactual.com
- Pagano. (February de 1998). Why do Companies Go Public? An Empirica Analysis. *The Journal of Finance*.
- Petrobras. (s.d.). *Petrobras*. Acesso em Junho de 2012, disponível em Petrobras: www.petrobras.com.br
- Ping, H. (July de 2007). A Theory of IPO Waves. *The Review of Finance Studies*.
- Unibanco, I. (s.d.). *Itau BBA*. Fonte: Itau: www.italu.com.br
- Wikipedia. (s.d.). *Wikipedia*. Acesso em Junho de 2012, disponível em Wikipedia: pt.wikipedia.org

