

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**PRIVATIZAÇÃO OU MELHORIA NA GESTÃO:
UMA ANÁLISE POR VALUATION**

- O estudo sobre o caso VALE e PETROBRÁS –

Rodrigo Silva Marvão

No. De matrícula: 0811228

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro 2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**PRIVATIZAÇÃO OU MELHORIA NA GESTÃO:
UMA ANÁLISE POR VALUATION**

- O estudo sobre o caso VALE e PETROBRÁS –

Rodrigo Silva Marvão

No. De matrícula: 0811228

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro 2011

“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”.

Rodrigo Silva Marvão

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

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais pela oportunidade, a minha namorada pela paciência e dedicação, aos meus professores pelo dom de lecionar e a minha orientadora pela atenção.

SUMÁRIO

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO II - VALUATION.....	8
II.1 – FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	8
II.1.1 – Fluxo de Caixa para o Acionista	8
II.1.2 – Fluxo de Caixa para a Firma	9
II.2 – MÉTODO DOS MÚLTIPLOS	10
II.2.1 – Preço/Valor Patrimonial	11
II.2.2 – Preço/Lucro	12
II.2.3 - EV/Ebitda	13
II.2.4 - Índices Técnicos	14
CAPÍTULO III - VALE	15
III.1 – BREVE HISTÓRIA.....	15
III.2 – A PRIVATIZAÇÃO DA VALE.....	17
III.3 – MÉTRICAS ANTES E DEPOIS DA PRIVATIZAÇÃO	18
III.4 – ANÁLISE DOS MÚLTIPLOS DOS ATIVOS VALE3 E VALE5	27
CAPÍTULO IV – A RELAÇÃO ENTRE A VALE E SUAS CONCORRENTES	30
IV.1 – SETOR DE MINÉRIO DE FERRO	30
IV.2 – ANÁLISE DOS MÚLTIPLOS DAS CONCORRENTES	35
CAPÍTULO V – PETROBRÁS COMO CONTRA EXEMPLO .	39
V.1 – COMPARAÇÃO.....	39
V.2 - PETROBRÁS E SUA HISTÓRIA.....	39
V.3 - MÉTRICAS DE EVOLUÇÃO DA EMPRESA.....	39
V.4 – ANÁLISE DOS MÚLTIPLOS DOS ATIVOS DA PETROBRÁS	42
V.5 – ANÁLISE DOS MÚLTIPLOS DA PETROBRÁS EM RELAÇÃO A SEUS CONCORRENTES	45
CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO	49
CAPÍTULO VII - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	51

SUMÁRIO DE FIGURAS - TABELAS E GRÁFICOS

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO II - VALUATION.....	8
CAPÍTULO III - VALE	15
FIGURA III.1	22
FIGURA III.2	22
FIGURA III.3	23
FIGURA III.4	23
FIGURA III.5	24
FIGURA III.6	25
FIGURA III.7	26
FIGURA III.8	28
FIGURA III.9	29
FIGURA III.10	30
CAPÍTULO IV – A RELAÇÃO ENTRE A VALE E SUAS CONCORRENTES	30
FIGURA IV.1	34
FIGURA IV.2	34
FIGURA IV.3	35
FIGURA IV.4	35
FIGURA IV.5	36
FIGURA IV.6	37
FIGURA IV.7	38
FIGURA IV.8	38
CAPÍTULO V – PETROBRÁS COMO CONTRA EXEMPLO .	39
FIGURA V.1	42
FIGURA V.2	44
FIGURA V.3	44
FIGURA V.4	45
FIGURA V.5	46
FIGURA V.5	47
FIGURA V.6	47
FIGURA V.7	48
CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO	49
CAPÍTULO VII - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	51

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

Os questionamentos em torno da privatização da Vale S.A. ainda permanecem ocorrendo, principalmente em eventos como a saída conturbada do antigo presidente da empresa Roger Agnelli. Notícias de uma intervenção mais direta do governo levam a questionamentos sobre o que seria mais eficiente, uma gestão estatal ou uma privatização. Para isso, serão utilizados dois exemplos importantíssimos no cenário econômico brasileiro.

O trabalho está dividido de forma a contemplar com o segundo capítulo os conceitos fundamentais de valuation, e suas principais métricas a utilizadas neste estudo. Conceitos básicos como múltiplos são utilizados como medida de comparação no terceiro, quarto e quinto capítulo.

O terceiro capítulo situa a Vale no contexto brasileiro e mundial contando um pouco de sua história e explicando como ocorreu o processo de privatização. Além disso, traz algumas métricas operacionais da Vale S/A para indicar quais são os possíveis caminhos para mensurar o efeito da privatização na empresa, além de um estudo sobre a evolução de desempenho feita pela própria empresa. O momento seguinte no capítulo é o trabalho em relação aos múltiplos já citados anteriormente para testar algumas hipóteses sobre o tema principal do trabalho, isto é, se a privatização gerou valor para o acionista ou não.

O quarto capítulo será dedicado as aplicações das métricas de Valuation apresentadas no primeiro capítulo para a Vale e também para seus concorrentes externos como Rio Tinto e BHP Billinton. Além disso, o capítulo situa o ambiente competitivo do setor de minério de ferro e as principais vantagens comparativas de cada uma das empresas. As métricas utilizadas aproximarão os resultados mostrados ao longo do

trabalho da teoria mais formal de Valuation e servirão para indicar caminhos da representatividade da privatização da empresa em relação as suas concorrentes.

O quinto capítulo mostra um contra exemplo de bastante sucesso. A Petrobrás, empresa brasileira, com capital aberto, tanto no Brasil, quanto no exterior e com um sucesso impressionante na execução dos investimentos em inovação na área de exploração em águas profundas. A Petrobrás aparece como um excelente caso, pois ela não foi privatizada e mostrou uma melhoria grande na governança da empresa. Tal empresa serve para mostrar que alguma parte do bom retorno da Vale pode ser explicada pelas melhorias institucionais do Brasil e de outros países do mundo, algo que a Petrobrás também tem vivenciado nesse período. As técnicas de Valuation também serão utilizadas nesse capítulo tanto para a análise da Petrobrás ao longo do tempo quanto das empresa Exxon Mobil, Chevron, British Petroleum.

A conclusão do estudo não visa alcançar uma resposta absoluta, e sim apresentar o maior número possível de métricas que possam ajudar a fundamentar os argumentos sobre os impactos da privatização em empresas brasileiras.

CAPÍTULO II - VALUATION

II.1 – Fluxo de Caixa Descontado

A determinação de valor por fluxo de caixa descontado. O valor da firma são os futuros fluxos de caixa descontados a uma taxa de desconto que reflita o risco do fluxo de caixa. Segundo Copeland et al (2002) são dois os caminhos possíveis para a avaliação pelo fluxo de caixa descontado, o fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) e o fluxo de caixa do acionista (FCFE). O primeiro tem como objetivo medir o valor da empresa como um todo. Já o segundo, tem como objetivo medir apenas a parte pertencente ao acionista, logo esse segundo caminho exclui do fluxo de caixa do acionista a parte pertencente a terceiros (dívida que pertence aos credores).

II.1.1 – Fluxo de Caixa para o Acionista

Este fluxo tem como objetivo estimar quanto uma firma pode retornar para seu acionista. Começa-se com o lucro líquido, que é a medida de ganho que os acionistas têm ao longo de um período, e converte-se em um fluxo de caixa ao retirar os dispêndios com reinvestimento.

Segundo Damodaran (2006) podemos definir o fluxo de caixa para o acionista (free cash flow to equity) pela seguinte equação que relaciona o lucro líquido (net income), os investimentos (Capital expenditures), a depreciação (Depreciation), as mudanças na necessidade de capital de giro (Change in noncash working capital), e o endividamento líquido da empresa (New debt issued – Debt repayments).

$$\begin{aligned} \text{Free cash flow to Equity} = & \text{Net Income} \\ & - (\text{Capital expenditures} - \text{Depreciation}) \\ & - (\text{Change in noncash working capital}) \end{aligned}$$

+ (New debt issued – Debt repayments)

O segundo termo que analisa investimentos e depreciação retorna uma função do estágio de crescimento da firma (firmas em crescimento tem um gasto alto em investimento). Os dispêndios com capital (investimentos como aquisições ou construções de novas fábricas, por exemplo) são subtraídos, pois são uma saída de caixa. Já a depreciação não é caixa, logo, ela é retornada ao fluxo.

Damodaran (2006) estabelece a mesma lógica serve para a necessidade de capital de giro que é a quantidade de caixa necessária para manter o negócio da firma em funcionamento. Um aumento da necessidade de capital de giro representará uma saída de caixa para a empresa. Empresas que crescem rápido ou setores que tipicamente são intensivos em capital de giro, como varejo, por exemplo, costumam ter uma necessidade de capital de giro maior que os outros setores.

Finalmente, os acionistas também têm que considerar os efeitos do endividamento da firma. O pagamento do principal da dívida existente representa uma saída de caixa, porém, se for pago com uma nova dívida, ou novas dívidas forem feitas, isso representa uma entrada de caixa para a empresa.

II.1.2 – Fluxo de Caixa para a Firma

Após examinar a abordagem do fluxo de caixa para o acionista, esta seção visa expor outra abordagem, o fluxo de caixa para a firma (free cash flow to firm). O interesse aqui é encontrar o valor da firma como um todo, descontando os fluxos de caixa por uma taxa de ponderada do custo de capital (WACC).

Segundo Damodaran (2006) o fluxo de caixa para a firma é a soma dos fluxos de caixa de todos que fazem parte da estrutura de capital, incluindo acionistas, credores e donos de ações preferenciais. Existem dois jeitos de obter o fluxo: Um seria acrescentar do Fluxo de Caixa do Acionista os outros fluxos e o outro seria começando pelo lucro

antes dos impostos e juros multiplicado pela alíquota de imposto, somando a depreciação, o investimento e a variação da necessidade de capital de giro.

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{Free Cashflow to Equity} \\ &+ \text{Interest Expense (1 - tax rate)} \\ &+ \text{Principal Repayments} \\ &- \text{New Debt Issues} \\ &+ \text{Preferred Dividends} \end{aligned}$$

A maneira mais simples de chegar ao fluxo de caixa para a firma seria a segundo a equação seguinte. Como neste fluxo é desconsiderado o pagamento de dívida, muitos o chamam de fluxo desalavancado.

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{EBIT} * (1 - \text{Tax rate}) \\ &+ \text{Depreciation} \\ &- \text{Capital expenditure} \\ &- \text{Change in noncash working capital} \end{aligned}$$

Damodaran (2006) estabelece as diferenças dos fluxos, para o acionista e para a firma, consistem basicamente na associação dos fluxos de caixa com a dívida e os fatores relacionados a ela como pagamento de juros, principal ou captação de novas dívidas.

II.2 – Método dos Múltiplos

Já sobre o método dos múltiplos, segundo Póvoa (2007), muitos analistas preferem utilizar múltiplos comparativos para determinar o preço justo de companhias ou firmas, uma vez que estes apresentam menor complexidade e mais rapidez. Entre os múltiplos mais utilizados estão o P/E (Price/Earnings ou P/L Preço/Lucro), Preço/Valor Patrimonial e os múltiplos técnicos. Antes de descrever a maneira como esses múltiplos são calculados precisamos saber como precificar uma companhia em diferentes estágios de crescimento, pois iremos precisar desse resultado para o cálculo do preço/lucro e do preço/valor patrimonial.

Póvoa (2007) divide, basicamente, em três estágios para uma empresa: O crescimento acelerado, o crescimento moderado e a maturidade. Em empresas com o crescimento acelerado, existem alguns anos com alto crescimento para uma posterior desaceleração até atingir a estabilidade. Essa fase de desaceleração poderia ser uma fase de crescimento moderado, em que a firma ainda está em fase de crescimento em termos de retorno sobre o patrimônio líquido, taxa de desconto para o acionista e crescimento do lucro líquido. Ainda existe a firma na fase madura, na qual o crescimento do lucro líquido, o retorno sobre o patrimônio líquido e a taxa de desconto são estáveis.

Póvoa (2007) aponta que muitos preferem utilizar os múltiplos, pois estes, segundo a argumentação, possuem menos complexidade que o fluxo de caixa descontado. Porém, como será apresentada, qualquer uma das seguintes relações (P/L, P/VPA, EV/Vendas, EV/EBITDA) será função de algumas das variáveis que são utilizadas também no fluxo de caixa descontado.

No entanto, existem dificuldades ao analisarmos os múltiplos. Principalmente, se considerarmos que mercados emergentes, como o brasileiro, sofrem com mais força episódios de crises ou euforia. Isso gera uma volatilidade excessiva, que, mesmo que por pouco tempo, acarreta em distorções nas estatísticas. Caso isolássemos esses períodos, provavelmente teríamos mais períodos excluídos que períodos normais.

II.2.1 - Preço/Valor Patrimonial

A relação entre o valor de mercado e o valor que está no balanço sempre chamou muita atenção dos investidores. Essa é uma métrica simples que implica que ações muito acima do valor contábil estão sobrevalorizadas e ações muito abaixo estão subvalorizadas. Segundo Damodaran (2006), o múltiplo P/VPA (que é a sigla da relação preço-valor patrimonial ou patrimônio líquido) é uma relação que considera em seu numerador o valor da empresa pertencente ao acionista (o valor presente dos dividendos ou o valor de mercado) uma variável que depende de expectativas futuras com um denominador formado pelo patrimônio líquido, que é a soma de todos os recursos investidos pelos acionistas na empresa. O valor de mercado reflete a expectativa dos

futuros lucros pelos participantes do mercado, enquanto o valor contábil é a diferença entre o valor do ativo menos o passivo (definido pelas normas contábeis). Como o valor contábil reflete o custo original, ele desvia do valor do mercado se as expectativas de lucro do ativo aumentam ou diminuem desde a aquisição.

Póvoa (2007) aponta que existem motivos para os investidores olharem esse múltiplo. O primeiro motivo é que o P/VPA fornece uma relação estável, uma vez que o valor contábil varia muito pouco ao longo do tempo. O segundo motivo é que, como o valor contábil respeita as normas contábeis, ele pode ser comparado entre as firmas. Porém, esses mesmos padrões contábeis atrapalham a análise por fatores como a depreciação, que contamina o número.

As conclusões desse método são também apresentadas por Póvoa (2007). No período de alto crescimento, a empresa provavelmente distribuiria poucos dividendos, o que propiciará combustível para o crescimento do lucro líquido. Além disso, no período de crescimento dito normal, o fluxo de caixa para os acionistas começa a se aproximar dos dividendos distribuídos, aumentando o índice de “payout” e, conseqüentemente, reduzindo o potencial crescimento g para o lucro líquido. Por fim, a mais importante conexão é que a política de dividendos da empresa também será função da eficiência operacional da mesma. Portanto, quanto maior o ROE, maior a capacidade de uma empresa aumentar seus lucros, mesmo retendo uma parcela maior.

Segundo Póvoa (2007) o P/VPA é mais utilizado em setores onde a estrutura de capital não apresenta potencial alto de mudanças relevantes ou em segmentos onde a relação entre recursos próprios e de terceiros não é diretamente aplicável. Isso pode ser visto no setor de bancos onde não é trivial a separação entre recursos próprios e de terceiros.

II.2.2 - Preço/Lucro

O múltiplo PL é uma relação que considera em seu numerador o valor da empresa pertencente ao acionista (o valor de mercado das empresas), e em seu

denominador o lucro de um determinado ano. Segundo Damodaran (2006), há boas razões para que o índice PL seja tão utilizado em avaliações, por sua simplicidade podendo estabelecer parâmetros para ofertas iniciais de ações, porém os fundamentos da empresa acabam sendo ignorados levando a conclusões precipitadas. Ainda podemos notar que o múltiplo é importante por ser uma informação estatística intuitiva que relaciona o preço pago aos lucros atuais.

Os principais problemas do uso do P/L serão destacados agora, tal como Póvoa (2007) ressaltou. A comparação entre empresas e países fica comprometida pela legislação contábil de cada nação, um exemplo seria o tratamento dos gastos com pesquisa e desenvolvimento. Além disso, os métodos de contabilização de depreciação e amortização são determinados pela própria empresa. Para alguns casos ela pode estar usando a depreciação linear ou acelerada, pode ter acumulado ágio em alguma aquisição gerando uma necessidade de ajuste do lucro líquido para bases comparáveis. Finalmente, cada país possui uma legislação diferente em relação aos tributos. Isso não deveria sair da conta, mas complica a análise pelos múltiplos.

A análise por P/L acaba prejudicada em casos em que ocorre volatilidade do lucro, como em situações de aquisições, ou de reinvestimento de lucros, nestes casos as firmas têm o seu P/L comprometido, atrapalhando a análise por esse método.

Índice PEG (price earnings growth), é simplesmente o ajuste do P/L as expectativas de crescimento dos lucros. Isso complementa a análise do P/L e mostra uma das muitas formas de tornar os múltiplos mais completos.

II.2.3 - EV/Ebitda

O múltiplo EV/EBITDA é apresentado por Damodaran (2006) como calculado por uma razão do valor da empresa sobre o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, concentrando-se somente no segmento da empresa que é realmente operacional. Este múltiplo apresenta algumas vantagens, que são apresentadas a seguir.

A razão, tanto para o período passado quanto corrente, é facilmente obtida através do manejo dos dados do balanço e demonstrativo de resultados, onde o EBITDA serve de Proxy para o fluxo de caixa da firma. Apesar de ser tecnicamente limitado por sua simplicidade de cálculo, dispensando uma análise sobre a estrutura de capital da firma e outros fatores complicadores, este múltiplo é amplamente utilizado por sua grande atratividade comercial pelos analistas financeiros.

Caso o múltiplo fosse desmembrado, o EV/EBITDA apresentaria pontos extremamente importantes como a importância da carga tributária na precificação de empresas.

II.2.4 - Índices Técnicos

Existem também os índices técnicos. Esses índices geralmente expressam a relação entre o valor da firma e a quantidade do produto em questão. Segundo Póvoa (2007) os mais utilizados são: Gerais (utilizados independentemente do setor): Despesa de Pessoal/Número de Funcionários; Receita/Número de Funcionários; Investimentos Líquidos/Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA); Bancos: Provisão de devedores duvidosos/Média da carteira de crédito; Carteira de crédito/Ativo; Ativo/Patrimônio Líquido; Energia Elétrica: Enterprise Value (EV)/MWh produzido; EV/Total de clientes; Telecomunicações: EV/número de assinantes; Receita média por usuário (ARPU); Número de telefones pré-pagos/total de assinantes; Varejo: Vendas/m² de loja; Mineração, Siderurgia, Alimentos, Papel/Celulose: EV/tonelada produzida; Petróleo/Gás: EV/reservas existentes; EV/reservas provadas; EV/custo por barril extraído; Bebidas: EV/hectolitros de bebidas produzidas.

Todos esses múltiplos assim como os múltiplos financeiros terão suas limitações. A utilização desses múltiplos técnicos será tanto melhor quanto maior for à semelhança entre os produtos das empresas que queremos comparar. Para ser mais claro, a comparação poderá ficar viesada à medida que comparamos um produto com certas peculiaridades como, por exemplo, comparar o EV/tonelada de reserva de minério de uma empresa brasileira, reconhecido pelo seu alto teor de pureza com o de

uma empresa chinesa que possui um menor teor de pureza. Isso implica que o múltiplo da empresa brasileira deverá ser mais alto que o da empresa chinesa.

CAPÍTULO III - VALE

III.1 - Breve História

A empresa que hoje conhecemos como Vale foi criada pelo governo brasileiro em 1942. Em 1997, tornou-se uma companhia privada apostando na diversificação de seu portfólio de produtos, quando o Consórcio Brasil liderado por Benjamin Steinbruch e sua empresa a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) adquiriu 41,73% das ações ordinárias. Hoje, é a maior companhia na indústria global de mineração e metais com sede no Brasil e mais de 100 mil pessoas, entre empregados próprios e terceiros, trabalhando em cinco continentes.

A Vale é a segunda maior mineradora do mundo e uma das 25 maiores companhias do setor privado negociadas no mundo. Ela tem o valor de mercado de aproximadamente US\$ 165 bilhões, com cerca de 500.000 acionistas em todos os continentes. De acordo com o Boston Consulting Group, uma das empresas líder de consultoria no mundo, a Vale foi escolhida como uma das 25 maiores geradores de valor sustentável aos acionistas no mundo, devido ao seu desempenho expressivo ao longo dos últimos 10 anos.

Ao longo do tempo a Vale se tornou a maior produtora mundial de minério de ferro e pelotas, matérias-primas essenciais para a indústria siderúrgica. A segunda maior produtora de níquel, com aplicações na indústria de aço inoxidável e ligas metálicas utilizadas na produção de aeronaves, automóveis, equipamentos de mineração e energia, telefones celulares, baterias, baterias especiais para veículos elétricos híbridos, entre muitos outros segundo dados do próprio site da empresa. A Vale também atua em áreas bem diferentes do longínquo ano de fundação produzindo manganês, ferro, ligas, carvão

térmico e metalúrgico, cobre, cobalto, metais do grupo da platina e fertilizantes, matérias-primas importantes para a indústria e a agricultura global. Ao analisar a quantidade de linhas em que a Vale atua, podemos perceber que o foco da empresa foi se tornando a diversificação, porém a grande exposição da empresa continua sendo o minério de ferro. Posteriormente será apresentada a representatividade de cada linha de negócio em que a Vale atua.

Em 1943 a Vale foi registrada na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em 1968 na Bolsa de São Paulo, em 2000 ingressou na Bolsa de Madri (Latibex) e na Bolsa de Nova York (NYSE). Além dessas, a Vale também é registrada nas bolsas de Paris e Hong Kong, mostrando o grau de internacionalização da empresa. Já seu capital acionário em julho de 2011, é composto por 33,3% da Valepar, 5,5% da BNDESPar. 61,2% é o chamado “free float” que é a parte transacionada nos mercados financeiros. Desse “free float” 30,4% é correspondente aos recibos (ADR) transacionados na bolsa de Nova York e 9,4% é transacionada na bolsa brasileira por investidores estrangeiros. Isso corresponde a 39,8% de investidores estrangeiros no capital social enquanto os investidores brasileiros possuem 21,4% do capital social.

A empresa que é a controladora da Vale, a Valepar, é descrita da seguinte maneira nos documentos oficiais da Vale: “A Valepar S.A. é uma sociedade holding que detém o controle direto da Vale. A Valepar é controlada por (i) Litel Participações S.A., sociedade holding; (ii) Bradespar S.A., sociedade holding; (iii) Mitsui & Co., Ltd, sociedade de comércio exterior (trading company); (iv) BNDES Participações S.A.; sociedade holding; e (v) Eletron S.A., sociedade holding...”.

Ao olharmos as empresas que dividem participações na Valepar temos a Litel Participações S.A. que é uma sociedade controlada pelo fundo de pensão do Banco do Brasil, a Previ. Já a Bradespar é o fundo de participações em empresas não financeiras do Banco Bradesco. A Mitsui é uma sociedade de comércio japonesa, enquanto a BNDES Participações é parte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e

Social (BNDES), que pertence ao governo federal. Por último, a Elétron S.A. é uma sociedade holding controlada pelo Banco Opportunity.

III.2 – A Privatização da Vale

Na década de 90, uma onda de privatizações foi feita no Brasil em empresas de diversos setores. Com a entrada do plano real para realizar a estabilização da economia e a volta dos fluxos mundiais de capital, o governo brasileiro se posicionou para realizar a privatização de algumas organizações estatais. Foge do escopo deste trabalho a análise do impacto dessa decisão nas contas públicas ou se o preço que cada uma das empresas foi vendida estava correto, ou não. O tema aqui apresentado foca no retorno para o acionista da Vale pelo efeito privatização.

Apesar das divergências, foi lançado o Programa Nacional de Desestatização. Na primeira fase, foram privatizadas, as empresas que haviam sido absorvidas, pelo governo, por estarem em uma situação complicada financeiramente e por isso, não era do interesse estatal a manutenção dessas participações. Nesse processo de desestatização, entre vendas nesses casos citados e outras vendas mais polêmicas, 33 empresas foram privatizadas entre 1981 e 1994, gerando uma arrecadação de 8,6 bilhões de dólares.

Após essa fase, o processo de privatizações continuou. Até 2002, foram privatizadas empresas dos setores elétrico e financeiro. Além disso, entraram em cena as agências reguladoras para fiscalizar, as recém assinadas, concessões nos setores de saneamento, transporte e telecomunicações. Para exemplificar, empresas como a Companhia Vale do Rio Doce, Light, Telebrás, Eletropaulo e Usiminas foram vendidas nesse período.

Em maio de 1997, a Companhia Vale do Rio Doce foi privatizada em um leilão vencido pelo consórcio Brasil ou, posteriormente, Valepar, liderado pela Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), como já apontado, adquirindo 41,73% das ações ordinárias por 3,19 bilhões de reais. Isso representou um ágio (diferença entre o valor pago e o patrimônio líquido) de 20%, um recorde na época.

Algumas características foram marcantes nesse leilão, como a interrupção do pregão de um oficial de justiça por uma liminar que suspendia uma parte das vendas. Com a liminar caçada, o leilão se voltou para a disputa entre os dois principais consórcios no mesmo dia, um liderado pela Votorantim e outro pela CSN, como relatado por Vinícius Pinheiro, jornalista da época. O grupo vencedor contava com os fundos de pensão do Banco do Brasil, Petrobrás, Caixa Econômica e Cesp, além dos bancos Opportunity e Nations.

III.3 – Métricas Antes e Depois da Privatização

Como já mencionado anteriormente, a Vale apresentou retornos impressionantes nos últimos 10 anos. Fato que coincide com a privatização levando a especulações sobre o quanto a privatização contribuiu para esse retorno ao acionista.

Em documento feito pela própria Vale em março de 2008, a empresa faz uma análise do período entre 1942 e 2007. Nos próximos parágrafos, apresentarei os principais pontos do estudo feito, e posteriormente atualizarei os dados para uma análise por outro foco.

“Nascimento de um gigante”. É assim que a empresa vê o resultado do acordo de Washington assinado em 3 de março de 1942 entre os governos do Brasil, Inglaterra e Estados Unidos. Após o governo inglês transferir os depósitos de minério de ferro de Itabira, pertencentes à British Itabira Company. Enquanto isso, o governo americano abriu uma linha de crédito do Eximbank para financiar a compra de equipamentos e materiais nos Estados Unidos.

No dia primeiro de Junho de 1942, pelo decreto-lei 4352 foi criada a Companhia Vale do Rio doce. Nessa análise, a empresa buscou compilar dados relativos ao seu desempenho ao longo desses quase 70 anos de história. Os dados foram convertidos para o dólar americano de 2006 usando o Índice de Preços ao Produtor (PPI) dos Estados Unidos, computado pelo Bureau of Labor Statistics.

A primeira métrica é a performance ao longo do tempo da quantidade produzida. Em 2007 foi produzido 296 milhões de toneladas de minério de ferro, aproximadamente 4.543 vezes o total produzido em 1943 (65.000 toneladas), primeiro ano integral de operação da Vale. A produção média anual entre 1943 e 1997 foi de 35 milhões de toneladas, 17% da média entre 2001 e 2007 (211 milhões de toneladas).

Quanto ao lucro, o primeiro ano lucrativo foi em 1948, de US\$ 1,3 milhões. Depois disso, a Vale só voltou a ter prejuízo em 1987. O lucro líquido médio anual foi de apenas US\$ 176 milhões entre 1943 e 1997, enquanto entre os anos 2001 e 2007 foi de US\$ 4,2 bilhões.

Quando a empresa é lucrativa, ela distribui mais dividendos. A primeira distribuição de dividendos foi em 1951. Nos anos entre 2001 e 2007 a Vale distribuiu US\$ 7,9 bilhões aos seus acionistas, valor maior que o dobro do valor pago entre 1943 e 1997 (US\$ 3,0 bilhões).

As séries históricas mostram que na fase 2001-2007 foi investido quase duas vezes o valor investido em 54 anos: US\$ 42,5 bilhões contra US\$ 24,2 bilhões. O estudo apresenta como uma possível explicação para o desempenho recente da Companhia comparada aos cinquenta e quatro anos. O desempenho do preço do minério de ferro determinado pelo forte crescimento econômico da China. Porém, o contra exemplo é encontrado na história da própria Vale. A reconstrução da Europa e a arrancada do crescimento econômico japonês também elevaram o preço do minério de ferro nas décadas de cinquenta e sessenta e perdurou até os anos setenta. Em termos reais, o aumento do preço médio foi US\$ 0,4864 por unidade de ferro, sendo

praticamente igual ao verificado ao período atual, que registrou um aumento de US\$ 0,4858.

Os dados apresentados pelo estudo feito pela empresa mostram a disparidade dos números entre o início de operação da Vale e os dados mais recentes. Para que a análise comparativa fique mais justa, janelas menores serão analisadas a partir de dados do site da empresa e a atualização do estudo apresentado.

As empresas que serão comparadas nesse ponto pertencem ao grupo das produtoras de matéria prima. Ao analisar o retorno do ativo em um período de tempo obtemos um valor comparável entre as empresas, apesar de seus fatores microeconômicos que afetam a rentabilidade. Utilizando essa métrica que será o retorno total ao acionista relativo à média das ações no mercado local no período entre 1999 e 2008. A Vale fica afrente de empresas como a Reliance Industries, BHP Billiton, ArcelorMittal, Rio Tinto e Basf. Todas elas produtoras de matéria prima, marcando a Vale como o melhor retorno entre suas empresas comparáveis no período de tempo selecionado. Ao olharmos a mesma métrica, porém com as maiores empresas ao redor do mundo, a Vale aparece como o quarto melhor retorno entre elas, sendo superada apenas por Gilead Sciences (farmacêutica), Apple (computação) e British American Tobacco (comercialização de cigarros) segundo dados do Boston Consulting Group.

O que mais chama atenção é: Quais são os fatores que levaram a Vale, a ter retornos tão impressionantes após 1999?

Para começar a análise dos possíveis motivos do alto retorno da empresa brasileira é necessário olhar como suas concorrentes desempenharam suas atividades nesse tempo (entre 1999 e 2008). Enquanto a Vale teve um retorno de aproximadamente 17%, a BHP Billiton teve um retorno próximo a 14% e a Rio Tinto de 10%. Essa métrica é fornecida pela apresentação da empresa em que é usada a média do retorno total ao acionista relativo à média das ações no mercado local no período de tempo especificado.

O bom desempenho pode ser atribuído em parte pelo expressivo aumento do preço do minério de ferro CIF na China, que subiu cerca de 750% entre 2003 (primeiro ano da série de dados) e 2010. Além desse fator, podemos analisar o processo de estabilização brasileiro que após começar em 1994 com o plano real, continuou em 1999 com a adoção do câmbio flutuante, caminhando para uma maior segurança ao investidor no mercado brasileiro, seja ele via mercado financeiro, ou pela própria empresa Vale para programar um plano de investimentos de longo prazo. Esse é um fator difícil de mensurar o quanto realmente impactou, porém é algo que nem a australiana BHP Billiton, nem a britânica tiveram que lidar nas proporções que a Vale enfrentou no período selecionado para análise.

O melhor exemplo para mostrar o impacto dessa década nos investimentos da Vale é olhando as séries de dados para ver o nível de investimentos feito pela empresa. Entre 1998 e 2008 foi investido em média 3,2 bilhões de dólares por ano sem levar em conta aquisições, enquanto entre 1942 e 1997 foi investido em média 577 milhões de dólares por ano. Se levarmos em conta as aquisições, temos um acréscimo de 2,1 bilhões de dólares na média anual, enquanto antes de 1998 a Vale não havia adquirido nenhuma empresa.

A mais relevante foi a aquisição da Inco como mostram as tabelas seguintes com as aquisições dentro do Brasil e no exterior respectivamente. Olhando o número absoluto, a Vale investiu 34,2 bilhões de dólares entre a fundação e o ano de 1997, enquanto nos 11 anos posteriores a empresa investiu 36,6 bilhões de dólares. Se considerarmos as aquisições, chegamos ao expressivo número de 60,5 bilhões de dólares investidos.

INVESTIMENTOS			
Ativo	Segmento	US\$ milhões	Ano
Samitri / Samarco	Minério de Ferro/Pelotas	710	2000
Ferteco	Minério de Ferro/Pelotas	566	2001
Sossego	Cobre	43	2001
Salobo	Cobre	51	2002

Canico	Níquel	800	2005
EBM / MBR	Minério de Ferro	231	2007

Fonte: Vale S.A.

FIGURA III.1**INVESTIMENTOS**

Ativo	Segmento	US\$ milhões	Ano
GIIC	Pelotas	91	2000
Rana	Ferroligas	18	2003
Inco	Níquel	17.744	2006 / 2007
AMCI HA	Carvão	656	2007
Sparrows Point	Siderurgia	270	2007

Fonte: Vale S.A.

FIGURA III.2

Procurando outras métricas que expliquem o retorno elevado da empresa podemos olhar os níveis de produção da Vale, que em 1943, seu primeiro ano de produção integral, produziu 65 mil toneladas. Em 2008, esse número atingiu 296 milhões de toneladas. Se olharmos a produção média entre 1998 e 2010 foi de 202 milhões de toneladas, enquanto entre 1985 e 1997 foi de 86 milhões de toneladas. Isso significa um aumento de 134% em quantidade produzida nesse período de tempo, que também coincidiu com o período da privatização e o aumento do preço.

US\$ milhões ⁽¹⁾	Médias anuais		
	Pré-privatização	Pós-privatização	Variação
	1985-1997	1998-2010	%
Produção de minério de ferro (Mt)	86	202	134%
Dividendos	162	1.460	802%
Investimentos			
sem aquisições	673	4.452	562%
com aquisições	673	7.098	955%
Receita	3.819	17.551	360%
Lucro líquido	357	5.547	1453%
LL/PL ⁽²⁾	0,04	0,26	638%
Exportações	3.430	9.355	173%

(1) Em US\$ de 2009, deflacionado pelo PPI dos EUA

(2) LL = lucro líquido / PL = patrimônio líquido

Fonte: Vale S.A.

FIGURA III.3

Olhando pela ótica contábil, o primeiro lucro foi em 1948 de cerca de 1,3 milhões de dólares após sucessivos prejuízos entre 1943 e 1947. Após isso, o lucro foi negativo apenas em 1987. Outra métrica que interessa ao investidor é a distribuição de dividendos pela empresa. Entre 1985 e 1997 foram distribuídos 2,1 bilhões de dólares enquanto entre 1998 e 2010 foram distribuídos 18,9 bilhões de dólares.

US\$ milhões ⁽¹⁾	Dados acumulados		
	Pré-privatização	Pós-privatização	Variação
	1943-1997	1998-2010	%
Produção de minério de ferro (Mt)	1.122	2.629	134%
Dividendos	2.105	18.977	802%
Investimentos			
sem aquisições	8.746	57.877	562%
com aquisições	8.746	92.276	955%
Receita	49.642	228.167	360%
Lucro líquido	4.643	72.108	1453%
Exportações	44.593	121.613	173%

(1) Em US\$ de 2009, deflacionado pelo PPI dos EUA

Fonte: Vale S.A.

FIGURA III.4

Esses dados colocam em dúvida a disparidade dos números apresentados antes e depois da privatização. Fatos como a reconstrução da Europa no pós guerra, a arrancada do crescimento japonês nas décadas de 50 e 60 também pressionaram a demanda por minério de ferro gerando uma alta nos preços no mundo e não causaram tamanho impacto na empresa como mostra o gráfico abaixo.

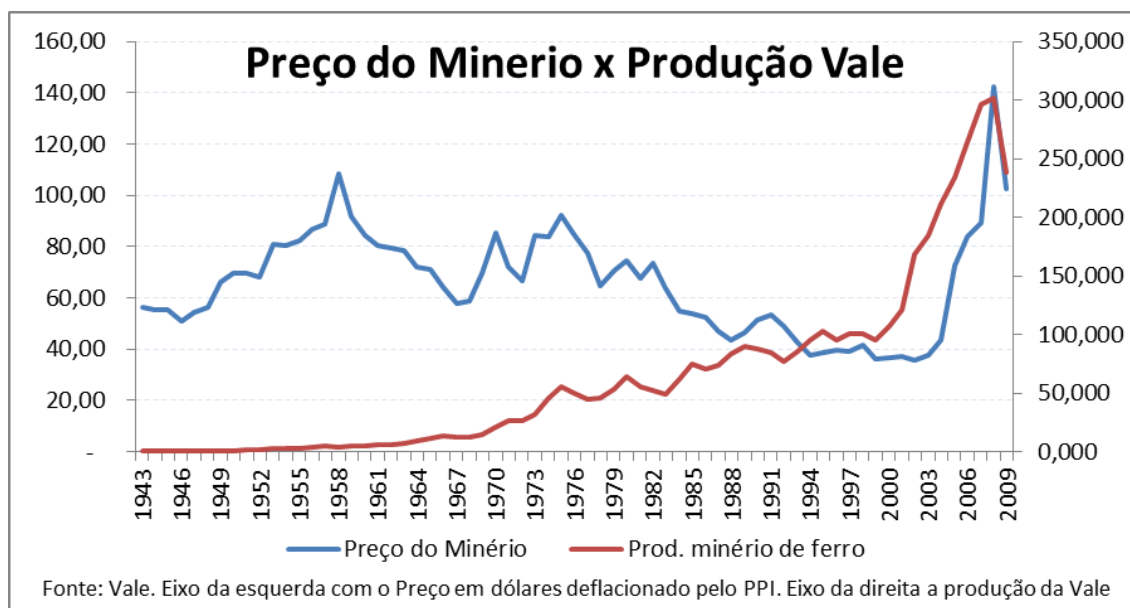
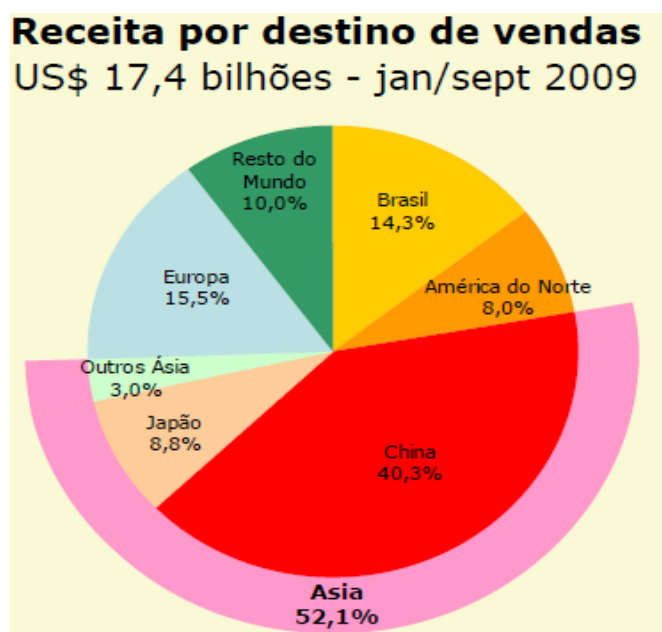


FIGURA III.5

A possível mudança mais clara parece ser a melhora institucional em diversos países que impactaram de forma positiva o desempenho das mineradoras garantindo um investimento mais seguro. Uma firma também faz a análise “risco x retorno” ao tomar decisões de investimento, quanto menor o risco, menor também será o retorno exigido para o investimento ser feito possibilitando muitos negócios que colocaram a Vale no topo do mundo.

A questão da melhora institucional pode ser mostrada pelo grau de internacionalização da operação da Vale ou por importantes fatores como o grau de investimento adquirido pelo Brasil. A empresa está presente em locais como Canadá, Estados Unidos, Noruega, França, Reino Unido, Suíça, Austrália e Nova Caledônia. Barbados, Colômbia, Peru, Paraguai, Argentina e Chile na América do Sul. E locais afastados como Guiné, Libéria, África do Sul, Moçambique, Malauí, Zâmbia, Angola, Congo, Gabão na África. Alguns desses locais marcados por instabilidade política, ainda mais se olharmos o passado não tão recente. Indonésia, Cingapura, Malásia, Tailândia, Filipinas, Taiwan, Índia, Omã, Emirados Árabes, Cazaquistão, Mongólia, Coréia do Sul, Japão e a importante China segundo o site oficial da empresa.

A importância da China se justifica pelo crescimento acelerado e a contínua demanda por minério tornou a maior cliente da Vale, sendo responsável por mais de 40% da receita da Vale no período especificado como mostra o gráfico a seguir. Assim como o Japão foi o maior cliente na época do crescimento elevado, hoje a China ocupa esse lugar, porém com um mundo bem diferente economicamente, principalmente em termos de integração.



Fonte: Vale S.A.

FIGURA III.6



FIGURA III.7

Ao combinarmos um momento mais maduro da economia brasileira, um mundo com as distâncias diminuídas pela integração econômica, um ciclo de aumento de preços do minério de ferro, uma governança mais voltada para o retorno ao acionista da Vale, podemos concluir que a empresa tinha tudo para trazer um retorno elevado. Como mostra o gráfico a seguir, as séries recentes mostram a correlação entre o minério e o valor de mercado da empresa.

Fatos recentes fizeram essa quebra da correlação apresentada e novamente pairam os boatos sobre a interferência do governo afetando o desempenho da empresa pela saída do presidente Roger Agnelli e da troca da diretoria. Além desse fato, existem fatos como questões judiciais fora do país e internamente uma cobrança de royalties sobre a exploração que podem impactar a empresa.

A implementação dos planos de investimentos, ancorados nos valores da empresa e extensa vantagem competitiva, gera valor significativo para os acionistas ao longo dos ciclos econômicos e múltiplas oportunidades para mobilidade econômica e

social para as comunidades onde desenvolve as operações. Pautado nisso, vimos a verdadeira revolução da Vale.

III.4 – Análise dos Múltiplos dos ativos VALE3 e VALE5

Para verificarmos se ocorreu alguma mudança em relação a percepção do mercado sobre a Vale, os principais múltiplos apresentados no segundo capítulo serão apresentados nesse momento. O exercício é válido para testar a hipótese de ocorrer alguma evolução dos múltiplos no período após a privatização. As grandes limitações desse estudo são a base de dados incompleta da consultoria Econômica e as frequentes mudanças contábeis ocorridas no Brasil. Isso não invalida o estudo, pois o objetivo é observar uma tendência.

A primeira análise será pelo múltiplo preço / valor patrimonial. Essa relação, como já explicado anteriormente, explicita se um ativo está sobrevalorizado ou subvalorizado. A aplicação em relação aos ativos VALE3 e VALE5 será analisada ao longo do tempo, ou seja, se ocorreu de fato uma evolução do múltiplo ou qualquer outro tipo de comportamento. Os dados foram obtidos exclusivamente da consultoria Econômica.

O período entre 1994 e 1995 pode ser extraído da amostra pelas dificuldades contábeis no que tange a implementação do plano real. A privatização está marcada em verde para que fique mais clara a análise. Após 1999, o múltiplo começa a apresentar um aumento, provavelmente pela adoção do câmbio flutuante e a consequente desvalorização da moeda beneficiam a empresa que possui boa parte de sua receita em dólar. Porém os aumentos no múltiplo continuam crescendo fortemente, mostrando uma tendência de crescimento até a crise de 2008. Lembrando que o Preço (que significa valor de mercado) é a expectativa dos futuros lucros pelos participantes do mercado, enquanto o valor contábil é a diferença entre o valor do ativo o valor do passivo, ou seja, o preço está sendo mais afetado ao longo do tempo que o patrimônio líquido. Este último que tem como fator de impacto positivo o lucro.

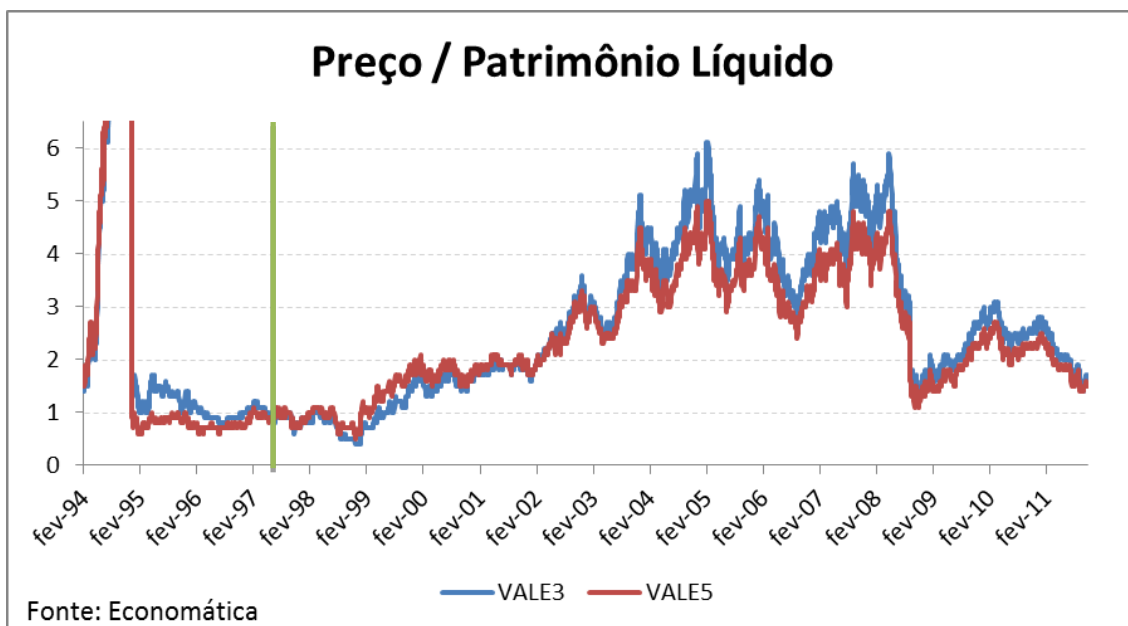


FIGURA III.8

Razão entre preço e lucro. Como explicado anteriormente, esse múltiplo reflete a relação entre o valor de mercado e quanto a empresa está lucrando em determinado ano. Ele fica comprometido pelas normas contábeis, porém como a análise é feita sobre uma só empresa, esse problema é diminuído. O índice Preço-lucro representa uma relação direta que indica quanto mais alto, menos a empresa é descontada em relação ao seu resultado recente. Ao analisar os números da Vale, esse indicador nos mostra uma tendência de crescimento entre 2001 e 2004 e entre 2009 e 2010. O múltiplo fica comprometido pela volatilidade do lucro nesse período. Apesar de apresentar uma tendência de forte alta nos lucros em certas janelas de tempo, o que pressiona o múltiplo para um número menor, entre 2008 e 2009 ocorreu uma queda no lucro de cerca de 60%, o que explica a mudança de patamar do número. Entre 2000 e 2001 com uma queda de 48% também ocorreu esse movimento. Fica muito complicado a análise desse múltiplo dado essas dificuldades. No período entre 2005 e 2006 não há dados disponíveis.

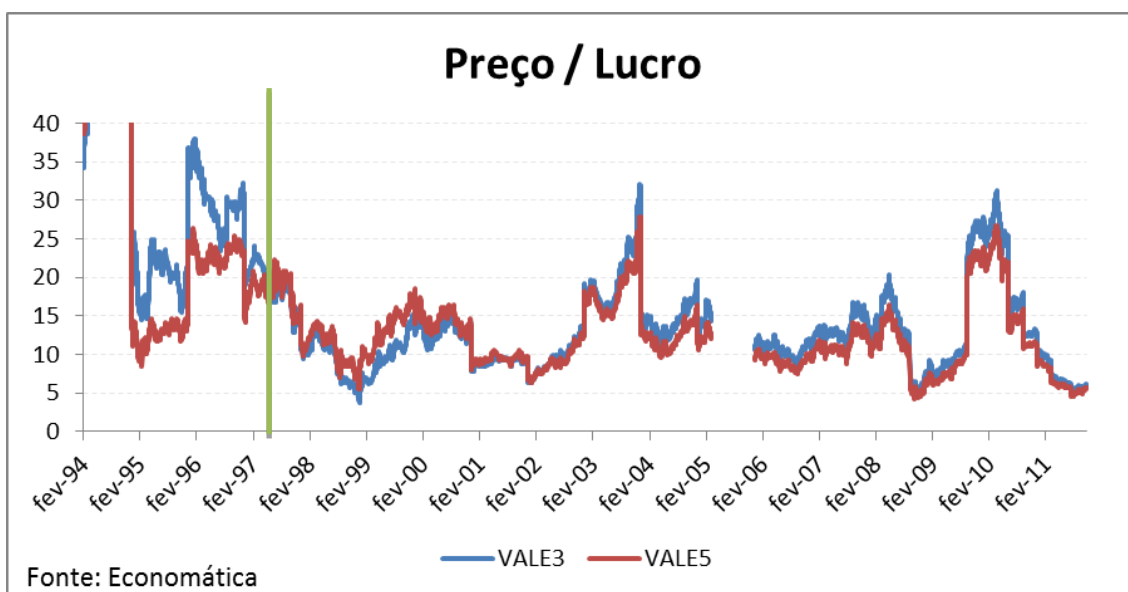


FIGURA III.9

Relação entre o EV e o Ebitda. É uma relação que sofre uma manipulação para tentar obter a razão entre a o valor da firma (incluindo a dívida) e a geração de caixa (Ebitda). O índice apresenta uma relação muito próxima com a relação anterior. Os movimentos de crescimento se concentram entre 1999 e 2000 (adoção do câmbio flutuante), 2002 e 2005 e entre 2009 e 2010 (movimento de forte alta da bolsa brasileira). A base de dados falha no período entre 2005 e 2006, e a partir de um momento, só possuem dados do ativo VALE3.

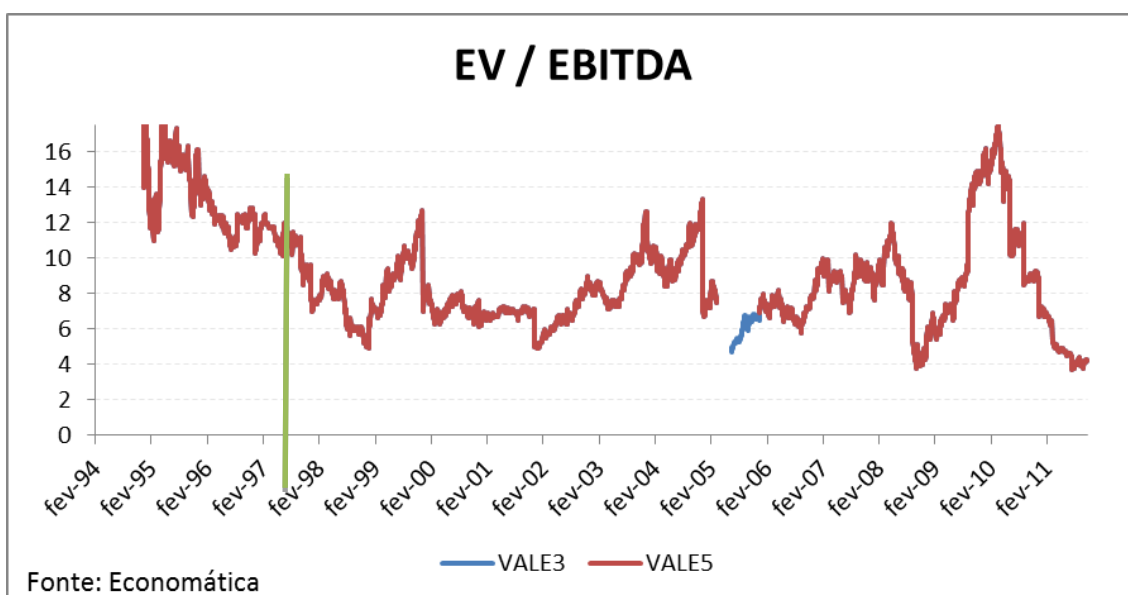


FIGURA III.10

Até a crise de 2008 existiam fortes indícios que o mercado estava comprando os ativos da Vale a um preço mais caro em relação a sua geração de caixa ou ao seu lucro que antigamente, porém essa relação foi desfeita a partir de 2010. Dois possíveis motivos para isso seriam o agravamento da crise mundial ou a intervenção do governo na saída do antigo presidente Roger Agnelli.

CAPÍTULO IV – A RELAÇÃO ENTRE A VALE E SUAS CONCORRENTES

IV.I – Setor de Minério de Ferro

Para seguir com o estudo feito até o momento, outra abordagem será feita. Para testar a hipótese da Vale ser comparável as suas competidoras será feito um estudo no âmbito dos múltiplos testando se a empresa é transacionada com desconto ou com prêmio em relação as suas concorrentes. Esse teste visa obter maior clareza se a Vale tem alguma característica, como um problema no país ou algum problema de

governança que faça com que seu desempenho em valor de mercado não dependa apenas de seus resultados.

O setor de minério de ferro abastece, principalmente, a indústria siderúrgica além de outros usos. Apesar disso, praticamente toda produção de minério é consumida na produção de aço. O resultado disso é a relação direta entre a demanda por minério de ferro, o setor siderúrgico e, conseqüentemente, o crescimento econômico mundial.

Contudo, existem casos em que distorções nos preços podem ser facilmente verificadas. Entre 1995 e 2005 o crescimento do consumo mundial de aço foi de aproximadamente 2,3% ao ano. Porém, a China, grande consumidora, apresentou um crescimento de 13,2% causando um acréscimo na demanda praticamente explicado por um só país segundo o site oficial da mineradora Vale. Esse efeito foi amplificado pelo aumento simultâneo nos custos com frete, levando os preços do minério de ferro e do aço ao pico dos últimos anos.

A China é um importante fator no setor de minério de ferro. O forte aumento da demanda causado pelo país pode ser explicado pelo seu elevado nível de crescimento recente, repercutindo em uma maior necessidade de aço nos últimos anos. Apesar do crescimento da capacidade de produção de minério de ferro da china (entre 1990 e 2005 mais de 410% de crescimento) a expansão não conseguiu lidar com a demanda crescente.

Outro fator importante que impacta a China é o fato do minério de ferro extraído do país não conter o mesmo nível de pureza que o minério brasileiro ou australiano, causando uma maior dependência do fornecimento externo. Isso implica na conclusão que a demanda chinesa favoreceu o setor de produção de minério de ferro na elevação dos preços internacionais desde 2000, que resultou na expansão da capacidade produtiva dos maiores exportadores de minério de ferro do mundo (Austrália, Índia, Brasil, África do Sul e Suécia).

O mercado internacional de minério de ferro é dominado basicamente por três grandes produtores. Os principais fatores que afetam a concorrência entre essas empresas são preço, qualidade, a gama de produtos oferecidos, a confiabilidade e os custos de transporte.

Os maiores concorrentes da Vale no mercado asiático encontram-se na Austrália, destacando as empresas BHP Billiton e Rio Tinto Corporation. Apesar dos custos de transporte para entrega de minério de ferro da Austrália à clientes na Ásia serem, geralmente, mais baixos em razão da proximidade geográfica desse país, a Vale consegue competir no mercado asiático pela busca de um tipo de minério de ferro de baixo teor de impurezas (que gera menores custos de transformação). Essa característica está presente, principalmente, nos minérios da Austrália e Brasil.

Os principais produtores mundiais como já citados, são Vale, BHP Billiton e Rio Tinto. Cada uma delas tem uma especificidade. A BHP é a mais diversificada entre as produtoras, enquanto Vale e Rio Tinto possuem boa parte de seu resultado explicada pelo minério de ferro. Porém, ainda assim, as são muito semelhantes como o gráfico apresentará posteriormente, sendo razoável considerarmos que o desempenho de suas ações seja comparável e sigam padrões semelhantes de comportamento.

Existe ainda a questão do frete. A distância entre o Brasil e a China é três vezes maior que a distância entre Austrália e a China. Isso implica no fato do frete ser duas vezes mais caro para a exportação brasileira. Esses fatores fazem cada uma ter uma vantagem diferente, mas na visão mais geral, não há fatores que expliquem uma grande diferença entre elas.

Ao analisarmos a história das principais concorrentes para entender a formação das principais produtoras encontramos a BHP. De acordo com dados extraídos do site, a BHP Billiton é uma fusão entre as empresas BHP e Billiton em junho de 2001, se tornando uma das maiores e mais diversificadas empresas de exploração de recursos naturais. BHP é também uma das empresas líderes na produção de minério de ferro e

opera na Austrália e no Brasil. Basicamente as duas principais operações são na Austrália com o minério tipo granulado e pelotas, e em Samarco no Brasil também o minério do tipo pelotas. Na Austrália, a operação compreende um complexo sistema integrado de sete minas operando, além de mais de 1000 km de ferrovias e dois portos localizados em Port Hedland. Os dados foram obtidos no site oficial.

A Rio Tinto surgiu nas minas conhecidas como Rio Tinto e são operadas desde o ano 750. Em fevereiro de 1873, foi registrada como Rio Tinto Company na Espanha. A empresa hoje opera nos setores de alumínio, cobre, diamantes e minerais, energia e minério de ferro. Além dessas linhas de negócio, a empresa apresenta dois grupos de suporte: Tecnologia e inovação, e exploração. Atualmente a empresa é a segunda maior fornecedora de minério de ferro do mundo. As operações se concentram na Austrália e na América do Norte. Desses locais, a empresa fornece a demanda dos países desenvolvidos com eficiência, além da proximidade com os países em desenvolvimento da Ásia. Os novos projetos de expansão se concentram na África e Ásia, em países como a Guiné e Índia. Os dados foram obtidos no site oficial.

A Anglo American, de acordo com seu site oficial, é a quarta maior produtora de minério de ferro, segundo seu próprio site oficial, com sua operação de minério baseada na África do Sul e Brasil. Criada no ano de 1917, é uma das maiores empresas de exploração de recursos minerais de todo o mundo, e fortemente relacionada com a África do Sul, país que foi a principal base de exploração desde a criação da Anglo American.

O gráfico a seguir apresenta a exposição de cada empresa concorrente nas principais linhas de negócio. A BHP é mais diversificada, porém sua atividade de maior rentabilidade é o minério de ferro. A Rio Tinto é mais próxima da Vale por sua maior exposição ao minério com mais de 60% de seu resultado explicado pelo mesmo.

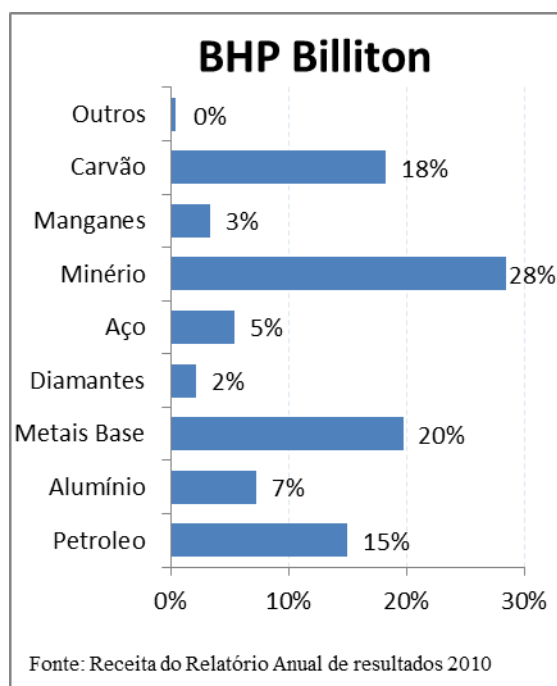


FIGURA IV.1

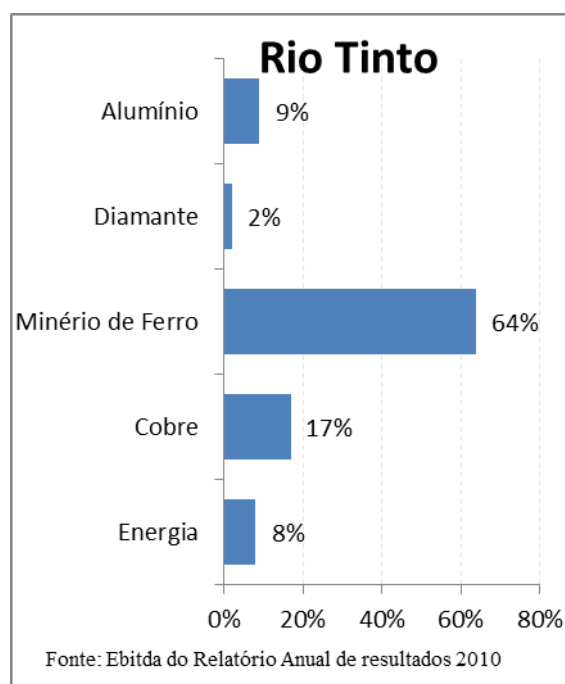


FIGURA IV.2

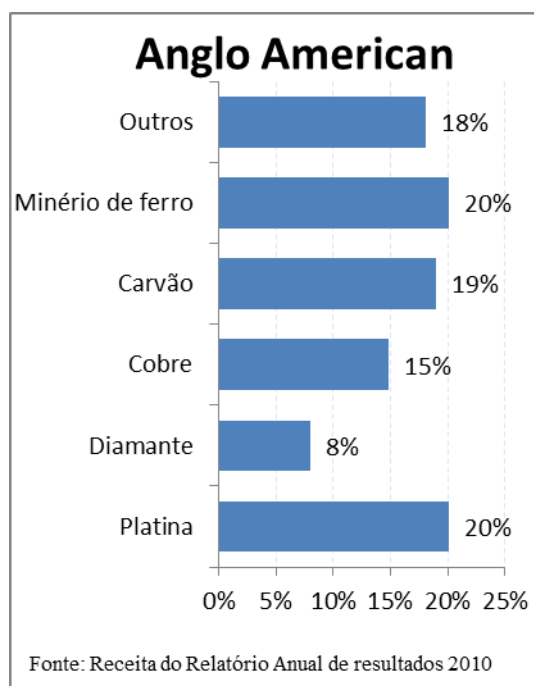


FIGURA IV.3

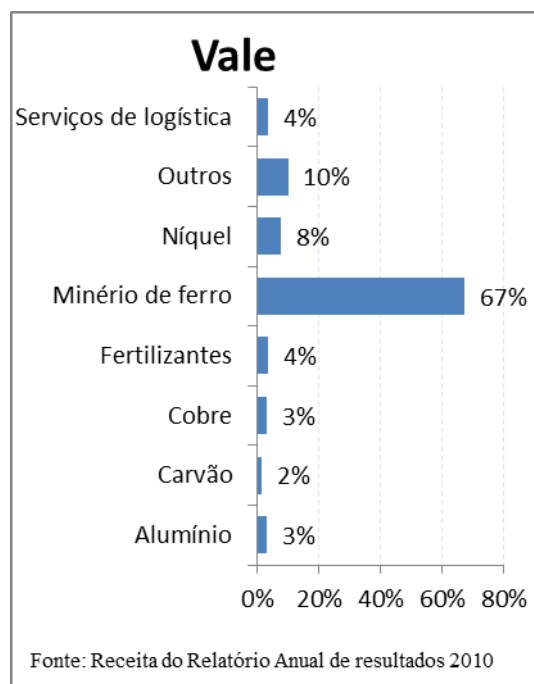


FIGURA IV.4

IV.2 - Análise dos Múltiplos das Concorrentes

Como apresentado anteriormente, pela composição da receita ou da geração de caixa, esse grupo de empresas é comparável quando olhamos o desempenho de suas

ações. Isso, de fato, é percebido quando o próximo gráfico é feito. Isso porque ao utilizar a base 100 no dia 24 de junho de 2006 analisamos apenas o retorno das mesmas em relação ao dia anterior. A correlação com o minério e com as outras empresas é impressionante, e só que sofre uma diminuição a partir do final de dezembro de 2008, o ano da crise.

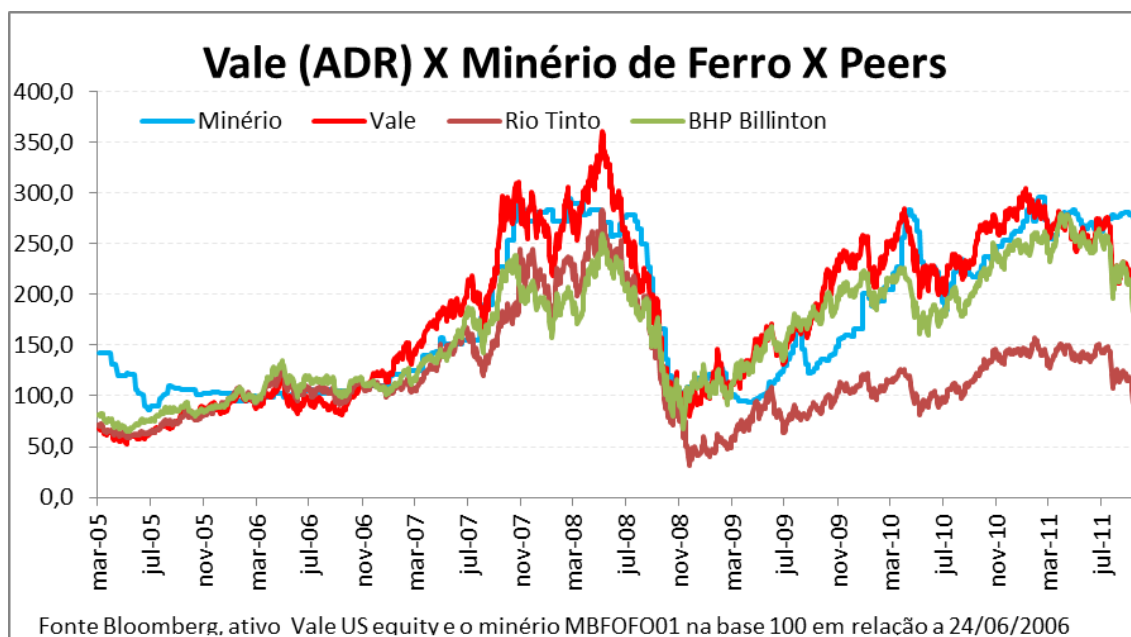


FIGURA IV.5

Quando olhamos novamente o múltiplo Preço / Patrimônio Líquido, novamente há uma forte correlação entre os números da Vale e suas concorrentes. Isso mostra que, aparentemente, não há fatores que expliquem um desconto em relação às ações da Vale. Isso reforça a visão que a Vale está no mesmo patamar de suas concorrentes, ou não há fatores que expliquem alguma diferença relevante, seja em governança ou qualquer outro fator. Lembrando que o preço representa a expectativa de lucros futuros, logo não há dúvida do mercado em relação à capacidade da administração da Vale de entregar resultados esperados na mesma proporção que suas concorrentes. A ressalva é em relação à BHP, que apresenta um pequeno prêmio, provavelmente pela sua diversificação.

Quando olhamos o múltiplo Preço/lucro, também não nenhum tipo de prêmio ou desconto em relação as ações da Vale. Além disso, a correlação do movimento é impressionante, mostrando que os investidores analisam o setor como um todo, e não uma empresa específica. Reiterando a visão que não há fatores que expliquem um desconto ou um prêmio em relação as ações da Vale.

A relação entre o valor da firma e a geração de caixa da mesma, também apresenta a mesma correlação entre as concorrentes e a Vale. Esses fatores mostram que o principal fator que explica o desempenho da ação da Vale é o desempenho da mesma, ou seja, apresente uma maior geração de caixa ou lucro.

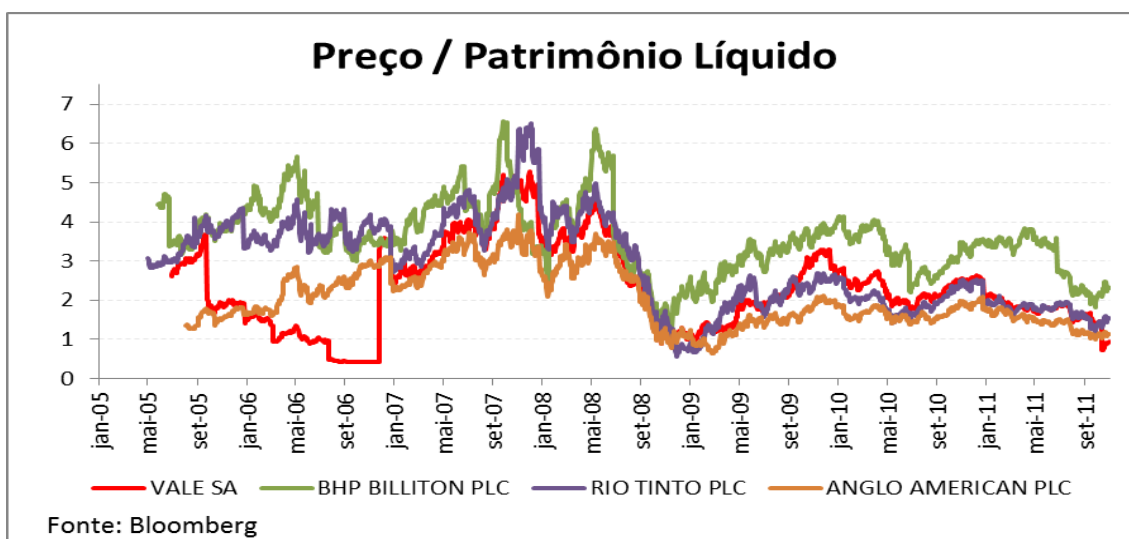


FIGURA IV.6

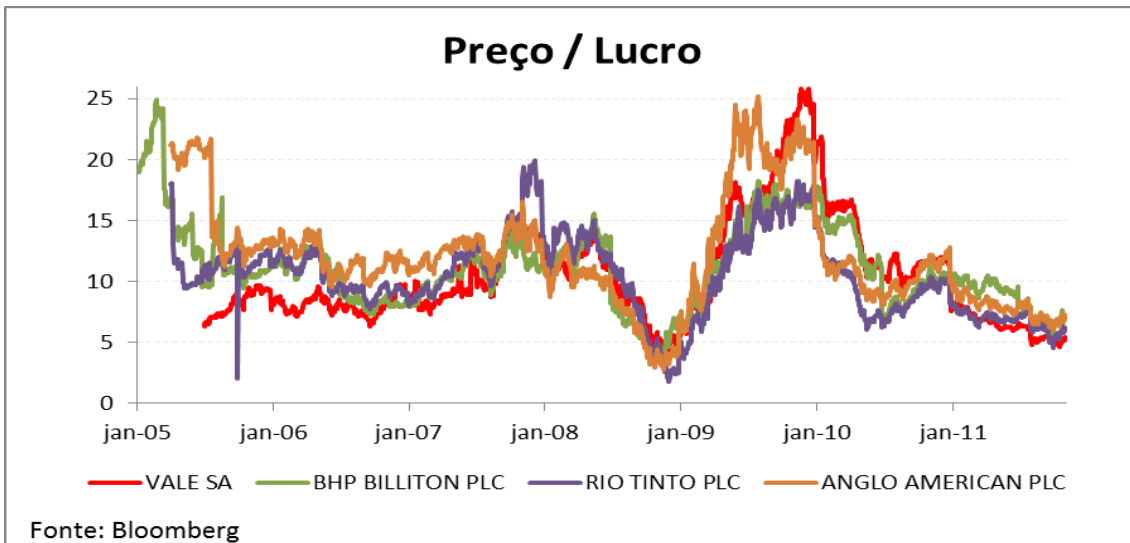


FIGURA IV.7

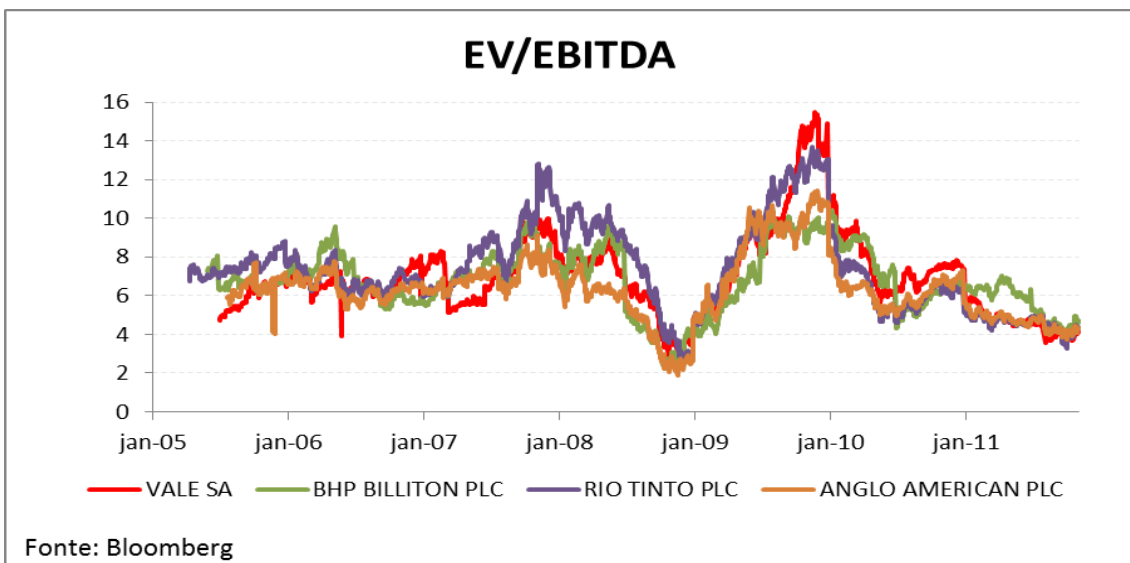


FIGURA IV.8

CAPÍTULO V – PETROBRÁS COMO CONTRA EXEMPLO

V.1 – Comparação

Neste capítulo, apresentarei um contra exemplo para caminharmos por possíveis caminhos que indicarão se a privatização realmente gera valor para o acionista. Seja pelo setor privado procurar oportunidades em empresas “mal aproveitadas”, ou pelo setor privado ser de fato mais eficiente, encontramos várias explicações que estão sendo testadas nesse estudo. A principal motivação para a escolha da Petrobrás consiste no fato da empresa não ter sido privatizada.

V.2 - Petrobrás e sua História

Assim como a já citada Vale, o Brasil é berço de mais uma empresa que é parte do grupo das “grandes campeãs”. Quarta maior empresa petrolífera em valor de mercado, quarta em reservas provadas, quinta em produção de óleo e gás e sexta em capacidade de refino. Os números impressionam para uma empresa que, ao contrário da Vale, não foi privatizada e se tornou uma das maiores do setor.

De acordo com dados obtidos no site oficial, a Petrobrás é uma sociedade anônima controlada pelo governo brasileiro que detém cerca de 64% das ações votantes. Analisando o capital social como um todo, o governo representa 48%, seguido pelos investidores estrangeiros com 32% e pelos investidores brasileiros com 20%.

A empresa que hoje possui tecnologia de ponta na exploração, hoje é uma sociedade de economia mista controlada pelo governo, atuando há 57 anos no setor de energia e presente em mais de 25 países, incluindo o Brasil, ao longo dos cinco continentes. O centro de seus negócios está organizado de maneira integrada e compreende a pesquisa, exploração, produção, refino, logística, comercialização e transporte de petróleo e seus derivados e de gás natural além de energia elétrica, biocombustíveis e outras fontes renováveis de energia.

V.3 - Métricas de Evolução da Empresa

Além de todas essas atividades, alguns fatos marcam a história da Petrobrás segundo seu site oficial. Em 2005 a empresa bateu o recorde de perfuração em águas profundas com um poço na Bacia de Santos a 6915 metros abaixo do mar. A partir de 1980, a empresa foi pioneira no desenvolvimento da tecnologia que hoje propicia a exploração em águas profundas. A primeira grande descoberta nesta área foi em 1974 na Bacia de Campos. Em 1999, ocorreu o primeiro leilão de áreas exploratórias no Brasil. Em agosto de 2000 ocorreu o fato que mostra que a Petrobrás é a empresa que mais se encaixa como comparável da Vale, pois ela foi listada na bolsa de Nova York.

A análise por ADR é a mais simples, pois muitas de suas comparáveis também são transacionadas por meio desses recibos na bolsa mais importante do mundo. Em outubro de 2005 a empresa conquistou o grau de investimento, seguindo a linha do tempo, em 2006 seu valor de mercado ultrapassou os 100 bilhões de dólares. Em 2007 foi descoberto o pré sal, que foi regulamentado em 2009.

O pré-sal é um dos assuntos mais importantes relativos à história recente da Petrobrás. Isso porque nos últimos cinco anos, um terço das reservas encontradas no mundo está no Brasil. Para termos uma ideia do tamanho desse projeto, em 2008 a produção no Brasil representou cerca de 2,1 milhões de barris por dia de petróleo e gás. A projeção para 2020 é que esse número chegue a 3,1 milhões, apresentando um crescimento de 43% em relação à produção atual.

A recente autossuficiência e o aumento da produção de petróleo também tiveram impacto positivo no consumo brasileiro. Hoje o Brasil ocupa a sétima posição global no consumo de petróleo, atrás dos EUA, China, Japão, Índia, Rússia e Arábia Saudita.

Ao olharmos outra métrica, a quantidade de reservas provadas a Petrobrás teve um avanço expressivo. Em 1953 saindo de bem próximo de zero e atingindo em 1988 mais de 5 bilhões de barris de petróleo graças ao volume encontrado em águas rasas. A

partir desse ponto encontramos uma crescente importância do petróleo em águas profundas garantindo em 2002 mais de 10 bilhões de barris chegando em 2011 a mais de 15 bilhões de barris em reservas com um crescimento potencial de mais 15 bilhões graças ao pré-sal.

A Petrobrás foi inovadora na exploração em águas profundas. Ao olhar a métrica de produção, em 1980 foram 187 mil barris por dia, em 1990 653 mil barris por dia foram produzidos. Em 2000, a quantidade praticamente dobrou chegando a 1271 mil barris por dia, no final de 2010 a produção foi 2 milhões barris por dia, configurando cerca de 8,2% de crescimento anual nos últimos 30 anos sendo 80% da produção em águas profundas.

Olhando área de eficiência, as refinarias entre 50 e 60 anos de idade tem um custo sobre o retorno do barril de cerca de 146% a mais que as refinarias mais novas (entre 30 e 40 anos), também tem módulos cerca de 3 vezes maior capacidade de refino. Isso indica que a produção de petróleo pode ser considerada uma economia de escala ou que a empresa está em contínuo avanço nessa área de tecnologia.

Todos esses fatores colocaram a Petrobrás como uma das maiores do mundo, possibilitando a maior oferta de ações da história levantando cerca de 70 bilhões de dólares em 2010. De acordo com um estudo divulgado pelo site oficial da Petrobrás, a segunda maior tinha sido em 2008 com o Royal Bank of Scotland levantando 24,4 bilhões de dólares. Se olharmos o mercado de dívida, também encontramos grandes feitos ao olharmos que também em 2011 a empresa brasileira levantou cerca de 6 bilhões de dólares ao emitir debêntures sendo esta a sexta maior emissão nos mercados financeiros. Ao analisar esses 6 bilhões, vemos uma maturidade dos títulos alta, sendo 2,5 bilhões com vencimento em 2016 e taxa de 3,95%, 2,5 bilhões com vencimento em 2021 e taxa de 5,4% e 1 bilhão com vencimento em 2041 e taxa de 6,8%. Mostrando que, além de conseguir captar a taxas mais baixas que no mercado brasileiro, o perfil da dívida é longo, fato que é extremamente favorável a empresa.

Utilizando os dados de preço apresentado no gráfico a seguir, há evidência que mostre que a Petrobrás tem menos correlação com sua commodity que a Vale. Até 2010 apresenta um prêmio para a empresa em relação ao petróleo do tipo WTI e também do Brent. Desde a capitalização sem precedentes feita pela empresa, vemos esse prêmio sendo descontado da empresa. Isso mostra que a imposição política em relação ao plano de investimentos pode não ter sido uma boa escolha para o acionista, principalmente pela forma com que a exploração dos poços será feita no pré-sal.

Porém, nessa série infere-se que nas linhas gerais a empresa, assim como a Vale, é mais correlacionada com as variações do preço da sua respectiva commodity que com outros fatores não explicados.

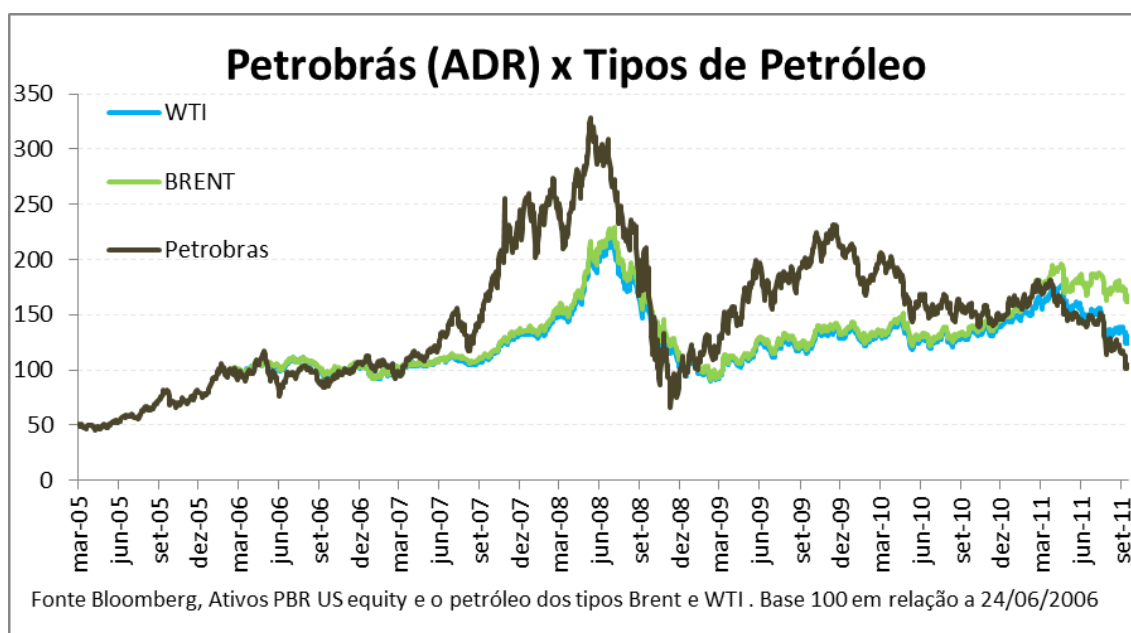


FIGURA V.1

V.4 – Análise dos Múltiplos dos Ativos da Petrobrás

Analogamente ao exercício feito em relação a Vale, agora será feito uma análise aos múltiplos dos ativos da Petrobras negociados na bolsa brasileira (PETR3 e PETR4 respectivamente ordinária e preferencial).

O múltiplo que relaciona o preço (Valor de Mercado) e o valor de livro, ou seja, o valor do patrimônio líquido, apresenta múltiplos bem estáveis entre 2000 e 2007. Ao contrário do apresentado pela Vale, os múltiplos não apresentam uma tendência de alta crescente. Um dos possíveis motivos poderia estar relacionado a quantidade de dividendos paga no período entre 2000 e 2006. Contudo, a média do dividend yield (que significa o valor do dividendo sobre o preço da ação) calculada pela consultoria Economática entre o primeiro dia de 2000 e o último dia de 2006 apresentam valores bem próximos. Em média, os dados da Petrobrás apresentam 4,19 e 4,56 para PETR3 e PETR4 respectivamente. Enquanto os dados da Vale apresentam 4,39 e 4,57 para VALE3 e VALE5 respectivamente. Isso mostra que o que aumentou, foi o numerador da conta, ou seja, o valor de mercado, que significa a expectativa dos lucros futuros da empresa trazidos a valor presente.

Olhando a relação entre preço e lucro, novamente a Petrobrás, assim como a Vale, apresenta uma volatilidade bem grande antes da adoção do câmbio flutuante pelo Brasil. Após isso, nota-se que o múltiplo caminha entre 5 e 10 até romper esse patamar no ano pré crise: 2007. Esse comportamento é menos volátil, porém apresenta vários pontos em que há um prêmio sobre os ativos da Vale em relação aos da Petrobrás (principalmente entre 2000 e 2007 e no ano de 2010). Novamente, como os lucros da Vale cresceram de forma intensa, o múltiplo deveria ser pressionado para baixo, a não ser que realmente ocorresse um prêmio por governança ou pelo setor.

O último múltiplo a ser analisado é o mais complicado. Principalmente pela falta de dados da consultoria Economática em alguns períodos de tempo. Com os dados que estão disponíveis, nota-se que o movimento é semelhante ao múltiplo anterior, indicando um prêmio entre 2000 e 2007 e no ano de 2010. Isso indica que, de fato, o mercado esperava um melhor desempenho da Vale em relação a Petrobrás, principalmente pela questão da curva muito ascendente dos preços de minério de ferro.

Isso não invalida o estudo, é válida a análise da evolução dos múltiplos da empresa estatal. Isso porque o comportamento do mercado em relação a Petrobrás se

mostrou constante, apesar das sequentes evoluções já mencionadas nesse capítulo. A análise de indicadores financeiros da empresa em relação ao seu passado pode ser um caminho para aprofundar o estudo.

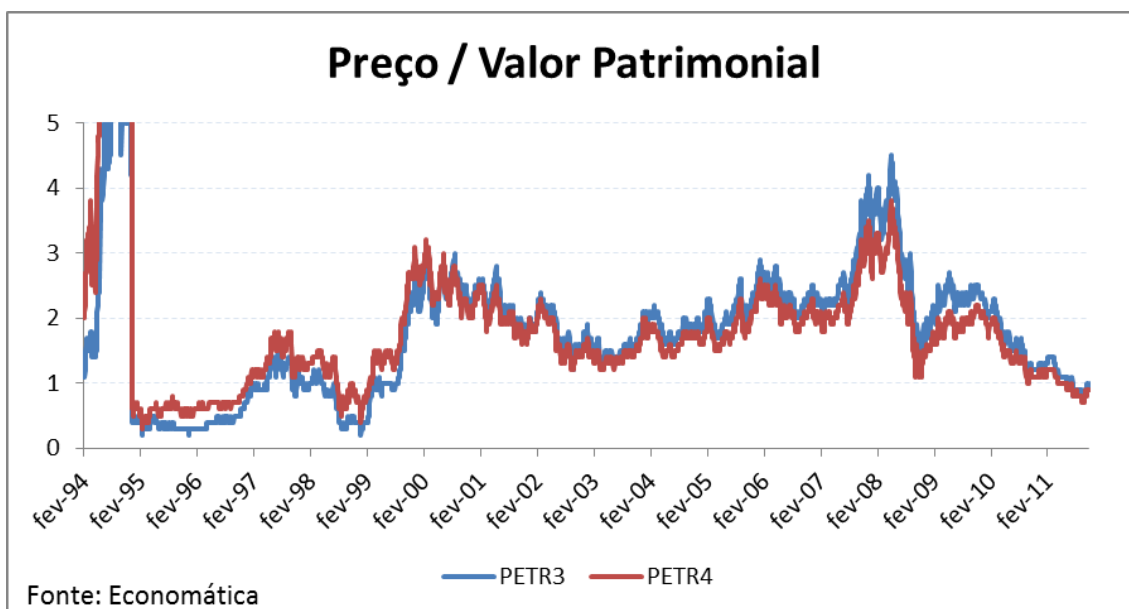


FIGURA V.2

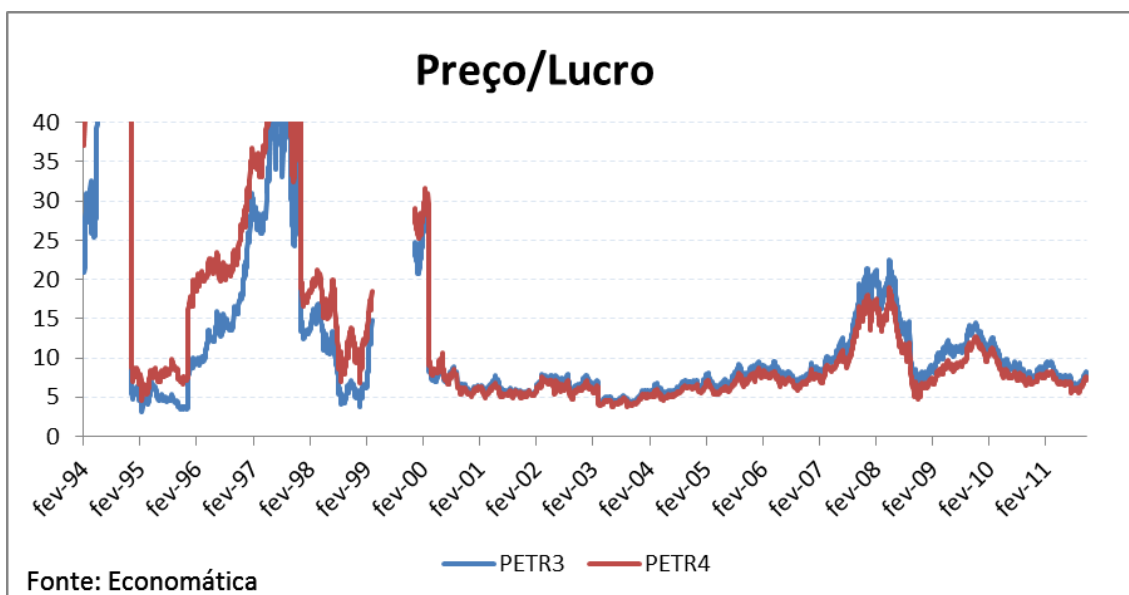


FIGURA V.3

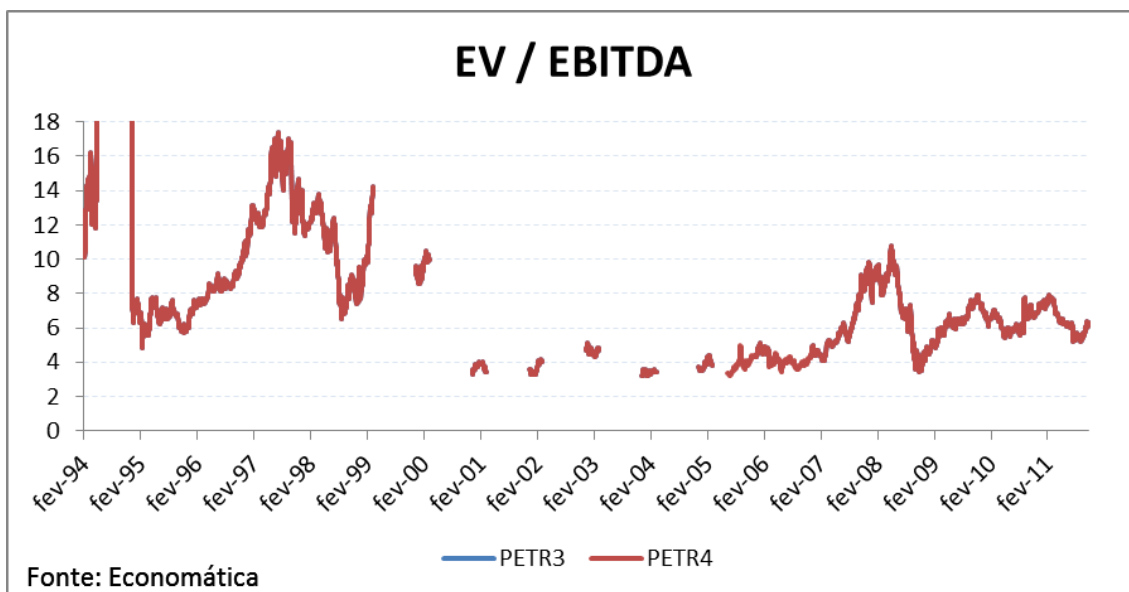


FIGURA V.4

V.5 – Análise dos Múltiplos da Petrobrás em Relação a seus Concorrentes

Para completar a análise feita em relação a Petrobrás, o exercício anterior será aplicado em relação as empresas concorrentes: Exxon Mobil, Chevron e British Petroleum. Esse exercício tem como objetivo verificar se a Petrobrás, uma empresa estatal, tem algum tipo de desconto em relação as empresas concorrentes em seu setor. Como vimos na Vale, a empresa brasileira não tinha nenhum desconto em relação as concorrentes, ou seja, o desempenho da ação foi diretamente relacionado com seu resultado em termos de lucro ou geração de caixa. Esse efeito torna tais variáveis, as mais importantes para um bom desempenho para o acionista, se a empresa é lucrativa ou não, desconsiderando fatores políticos ou pelo fato de ser, ou não uma estatal.

Olhando os retornos em relação a base 100 em meados de 2006, como mostra o gráfico abaixo, os retornos da Petrobrás tiveram uma correlação maior com o preço do petróleo que em relação as suas competidoras. Destaque negativo foi a British Petroleum pela questão ambiental envolvendo vazamentos de petróleo.

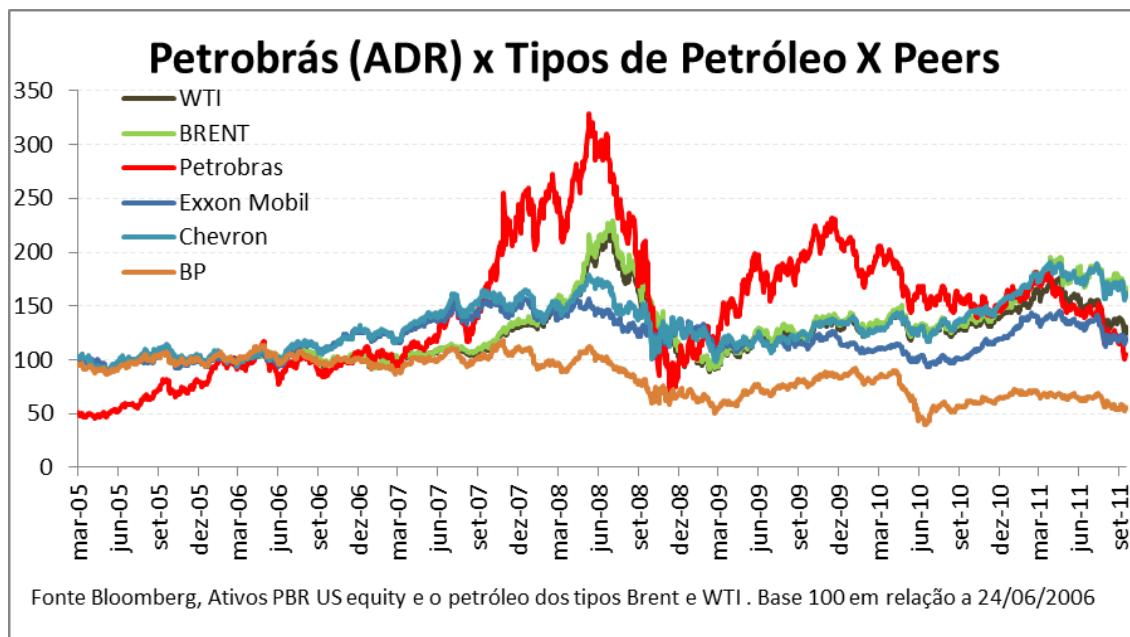


FIGURA V.5

Ao analisar a primeira relação: entre preço (valor de mercado) e o patrimônio líquido, a Petrobrás altera momentos entre a empresa com mais prêmio e a empresa com menos prêmio. O principal fator para essa mudança de patamar é explicado por uma decisão de seu principal acionista: o governo brasileiro. Isso porque a empresa fará um investimento sem precedentes, como já explicado anteriormente, perseguindo um produto que lhe trará uma taxa interna de retorno de zero (informação da empresa). Esse fato é mal visto pelo mercado, que desde a capitalização no início de 2010 trabalha com múltiplos menores que seus concorrentes.

Seguindo com a análise dos números do Bloomberg sobre os múltiplos da Petrobrás e suas concorrentes, a relação entre preço e lucro tem forte relação com seus concorrentes. Já a relação entre o valor da firma (enterprise value) e o Ebitda, nota-se que a Petrobrás opera com múltiplos altos. É importante frisar os componentes do “EV”: um é o valor de mercado da firma, o outro é o endividamento líquido. Como a Petrobrás se endividou para capitalizar seus investimentos, é natural que o múltiplo seja pressionado para cima. Essa relação mostra que a empresa está “cara” em comparação com suas concorrentes.

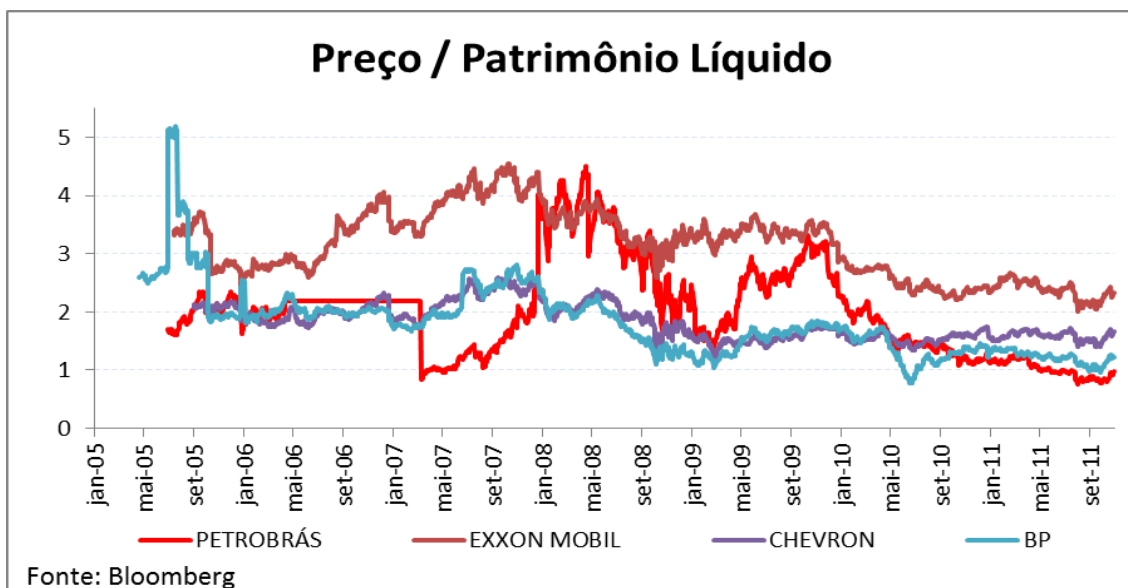


FIGURA V.5

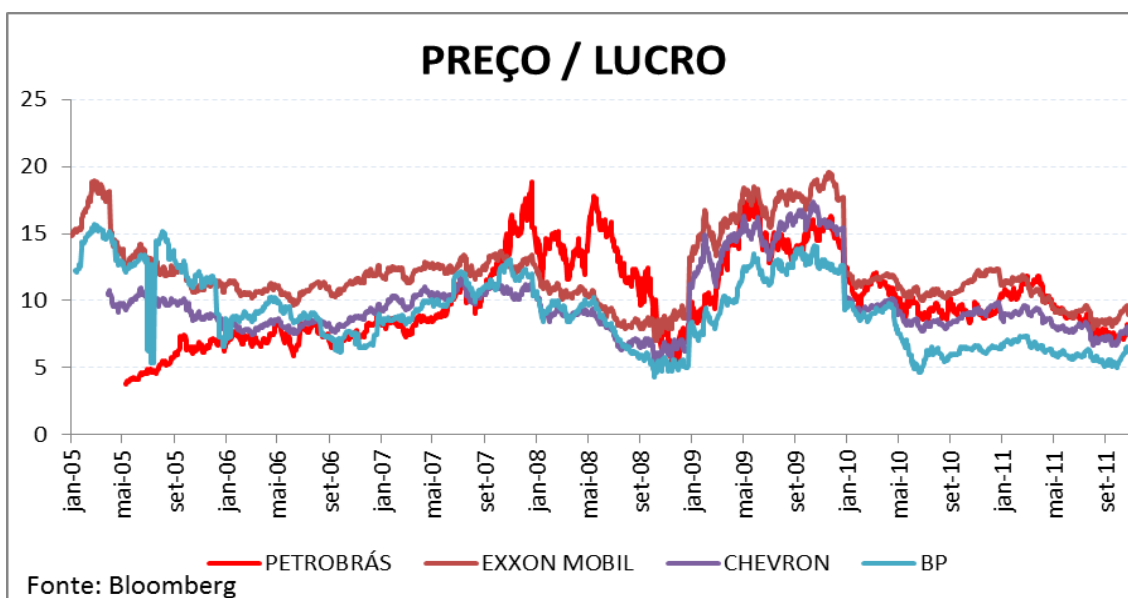
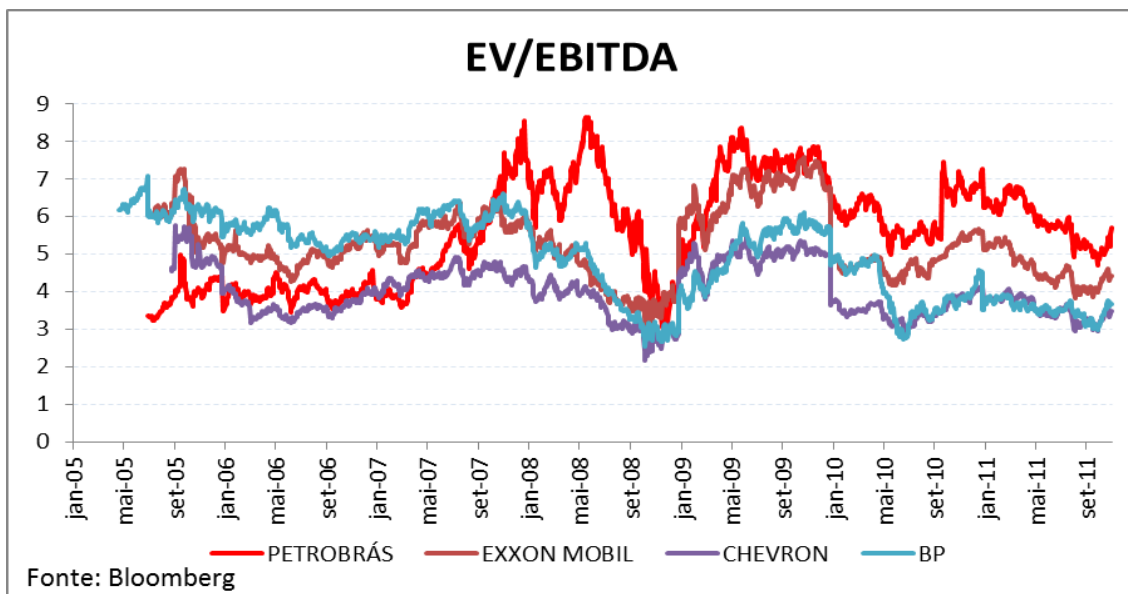


FIGURA V.6

**FIGURA V.7**

CAPÍTULO VI – CONCLUSÃO

O foco do trabalho foi buscar argumentos para o questionamento: se a privatização teria, de fato, agregado valor para o acionista da Vale. Apesar de ambicioso, o projeto nunca buscou uma resposta absoluta para o tema, principalmente, pela complexidade do mesmo. Vários fatores podem corroborar ou, simplesmente, ir de encontro com os resultados pretendidos. Para uma empresa do porte e do nível de internacionalização da Vale, até a situação política em países longínquos como a Moçambique podem afetar o desempenho de suas ações, dificultando bastante o estudo.

Ao analisar várias métricas para testar a hipótese de a privatização ter agregado valor para a empresa chegamos a algumas conclusões. Desde 2006, não há nenhum desconto ou prêmio nas ações da Vale em relação aos seus concorrentes em nenhum dos múltiplos apresentados. Isso implica que o desempenho da ação da Vale dependerá mais de seus resultados, e da expectativa em relação aos futuros lucros, ou seja, a Vale dependerá mais de fatores específicos da empresa, como ganhos de produtividade e geração de caixa, do que de alguma desconfiança do mercado quanto ao seu objetivo operação, que é vender minério.

A importância de frisar isso é para rebater afirmações que as empresas estatais teriam um viés social, evitando cortar custos com pessoal ou com salários por exemplo. Porém, ao analisarmos os números de produtividade e alguns indicadores da Vale ao longo do tempo no estudo publicado pela mesma, a empresa evoluiu de forma impressionante no período pós-privatização. Alguns fatores poderiam ser citados como a melhora do Brasil no contexto global, a maior integração financeira, ou até mesmo a estabilização. Porém, na segunda grande alta do preço do minério, a Vale definitivamente aproveitou essa oportunidade, indicando que a gestão privada ajudou nisso. O estudo indicou que a privatização teve sua participação no fator que mais interfere no valor da empresa, a otimização do resultado.

Quando o estudo se voltou para a análise da Petrobrás, foi verificado que a empresa tem menos correlação com sua commodity que a Vale. Isso pode significar a

desconfiança do mercado com relação as decisões da empresa futuras em relação a operação. Porém, os retornos da Petrobrás tiveram uma correlação maior com o preço do petróleo que suas competidoras, indicando que isso pode ser uma característica do setor uma maior variação em torno da commodity. A principal motivação para a escolha da Petrobrás consistiu no fato da empresa não ter sido privatizada. A conclusão que se tira é que ambas as empresas foram muito bem durante a última década, principalmente, pelo aumento de preço da sua atividade principal. Como o valor do minério subiu mais que o petróleo, esse pode ser um fator para a Vale possuir uma expectativa maior quanto aos seus lucros resultando em valor de mercado.

Dessa maneira, a importância do trabalho está nos pontos abordados, e não na possível conclusão da melhora ou piora com a privatização, principalmente por, tanto a Vale quanto a Petrobrás, não terem desconto em relação ao mercado. Futuros estudos sobre o mesmo tema enfrentarão dificuldades com a base de dados e com as instabilidades, típicas de um país emergente. Lembrando que este estudo refere-se a Vale S.A. e pode não ser aplicável imediatamente a todas as empresas estatais ou privatizadas.

CAPÍTULO VII - Referências Bibliográficas

Anglo American. Site Oficial

< <http://www.angloamerican.com/business/ironore>>. Acesso em: 29 de novembro de 2011

BHP. Site Oficial.

<<http://www.bhpbilliton.com/home/aboutus/ourcompany/Pages/ourHistory.aspx>>

Acesso em: 05 de novembro de 2011

Bloomberg

Bovespa. Prospecto de Distribuição Pública – Bovespa 03 de setembro de 2010

CARRASCO, Vinicius ; MELLO, João Manoel. Efeitos da privatização: o caso da VALE

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos: Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006

Economática

FGV, CPDOC. <<http://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/FatosImagens/Petrobras50anos>>

Acesso em: 04 de outubro de 2011

PÓVOA, Alexandre. Valuation: Como precificar ações. São Paulo: Globo, 2007

Vale – Relações com Investidores. < [http://www.vale.com/pt-](http://www.vale.com/pt-br/investidores/Paginas/default.aspx)

[br/investidores/Paginas/default.aspx](http://www.vale.com/pt-br/investidores/Paginas/default.aspx) />. Acesso em: 04 de outubro de 2011

Relações com Investidores - Relatório “Evolução de Desempenho da Vale 1942-2008”

Relações com Investidores. Relatório “Visão Geral da Petrobrás” de setembro de 2011

Relações com Investidores. Relatório “Fact Sheet 1S2011”

Revista Veja. Está na hora de fazer dinheiro.

<http://veja.abril.com.br/011299/p_182.html>. Acesso em: 04 de outubro de 2011

RIO TINTO. Site Oficial.

<http://www.riotinto.com/documents/ReportsPublications/corpPub_IronOre.pdf>

Acesso em: 05 de novembro de 2011