



cbie

centro brasileiro
de infra estrutura

Petrobras e o Setor de Petróleo

Situação Financeira, Futuro e Soluções

COINFRA/FIESP

Adriano Pires
Junho de 2016

- **Mercado Internacional de Petróleo**
 - **A Crise da Petrobras**
 - **Agenda Positiva para o Setor Petrolífero Nacional**
- 
- A large, light gray decorative graphic on the right side of the slide. It consists of several overlapping, curved lines that form a shape reminiscent of a stylized arrow or a large, open parenthesis, pointing towards the left. The lines are thin and create a sense of depth and movement.

Mercado Internacional de Petróleo

A large, light gray decorative graphic on the right side of the slide. It consists of two overlapping, curved shapes that resemble a stylized 'C' or a partial circle, with a vertical line extending downwards from the right side of the inner curve.

Os preços do Petróleo Brent devem ficar entre US\$ 45-55/bbl por um longo tempo:

- O Irã junto à produção americana de *shale* e ao Iraque terão recursos que devem atender a demanda marginal pela próxima década.
- A questão ambiental e a eficiência energética precisam ser levadas em conta na precificação do petróleo.

Os preços do Petróleo Brent devem ficar entre US\$ 45-55/bbl por um longo tempo:

- O custo marginal do *Shale Oil* está em torno de US\$ 55/bbl pós *cost deflation*.
- 2/3 dos recursos petrolíferos mundiais ocorrem hoje em jazidas não-convencionais.
- O *Shale Oil* pode ser produzido em 22 dias após sinal de preço adequado.

A Crise da Petrobras

Levando-se em consideração a geração de caixa, necessidade de rolagem e investimentos, a conta não fecha:

- A dívida da Petrobras em dezembro de 2015 era de R\$ 502 bilhões, com R\$ 280 bilhões vencendo entre abril 2016 e 2020.
- Para manutenção da produção atual, no patamar de 2,0 milhões de barris/dia, a Petrobras precisa investir outros R\$ 365 bilhões no período de 2016/2020 (dos quais R\$ 275 bilhões somente em E&P).
- A geração de caixa esperada para esse período é de R\$ 150-200 bilhões, assumindo que a empresa manterá o atual preço implícito de venda no mercado doméstico de US\$ 60-62/barril. A empresa ainda possuía R\$ 81 bilhões em caixa em março de 2016.

Levando-se em consideração a geração de caixa, necessidade de rolagem e investimentos, a conta não fecha:

- Quando somamos os vencimentos de dívidas programados a necessidade de investimentos de manutenção, temos R\$ 650-700 bilhões de necessidade de caixa no período, que estão cobertos por R\$ 230-280 bilhões de geração de caixa mais a posição de caixa em marco de 2016, sugerindo um *funding gap* de R\$ 400-450 bilhões entre 2016-20.
- **A CONTA NÃO ESTÁ APERTADA, ELA SIMPLEMENTE NÃO FECHA POR UMA LARGA DIFERENÇA. E O CÂMBIO É GRANDE INCÓGNITA.**

O atual plano de investimentos da Petrobras 2016-20, estima investimentos de US\$ 20 bilhões por ano e uma produção de petróleo de 2,7 milhões de barris/dia em 2020, um aumento 35% em relação à atual produção atual de 2,0 milhões de barris/dia.

- Tais números pressupõem um *capital intensity* (medida de comparação sobre custo de reposição de produção) de US\$ 12/bbl. Histórico de *capital intensity*:
 - ✓ Petrobras 2010-15: US\$ 28/bbl, quando a empresa desembolsou cerca de US\$ 38 bilhões por ano, para a manutenção da produção em 2,0 milhões de barris/dia;
 - ✓ Pares globais 2010-2015: US\$ 23/bbl;
 - ✓ Pares globais 2016-20E: US\$ 17/bbl.

- Os investimentos nos últimos 5 anos foram em média vinculados a projetos com demanda de 35-40% de conteúdo local.
- A exigência de conteúdo local no próximo quinquênio será de 50%, num momento de desmobilização da cadeia de fornecedores, por conta da Lava Jato e da situação financeira.
- Com um ciclo de investimentos de 3-5 anos, congelamento de contratações em 2014/15 já compromete crescimento para período pós 2018. Ou seja, há o risco da produção em 2020 ser menor que a atual.

Embora o endividamento da empresa tenha se elevado de R\$ 106 bilhões, em 2009, para R\$ 502 bilhões, em março de 2016, a maior parte dos recursos não foram aplicados em investimentos com contrapartida em receita:

- Sem considerar a inflação, custo de oportunidade na taxa real de juros ou as variações cambiais:
 - ✓ R\$ 160 bilhões (R\$ 220 bilhões se corrigidos por Selic e câmbio) foram desembolsados em subsídios de gasolina e diesel entre 2010 e 2016;
 - ✓ R\$ 80 bilhões foram desembolsados em custos extraordinários nos investimentos nas refinarias RNEST, COMPERJ e Premium Maranhão e Ceará (quando comparados a refinarias similares no mundo);
 - ✓ R\$ 20 bilhões foram desembolsados em custos extraordinários nos investimentos em outros ativos de *midstream* e *downstream*.
- Além disso, a empresa contabilizou outros R\$ 75 bilhões em variações cambiais da dívida sem *hedge* pela geração de caixa da empresa, já que apenas 20-25% da receita é diretamente vinculada ao câmbio.

A Petrobras é a maior importadora de divisas do país, com participações relevante do câmbio em sua dívida, investimentos e custos e com limitada contrapartida na receita.

- Cerca de 80% da dívida, de R\$ 502 bilhões, é denominada em moeda estrangeira;
- Cerca de 65-70% das despesas operacionais são denominadas em USD, sendo que apenas 30-40% são vinculadas aos preços mais baixos de petróleo;
- Cerca de 70-75% dos investimentos são vinculados direta ou indiretamente ao câmbio;
- Cerca de 20-25% da receita, apenas, estão vinculados ao câmbio, sendo que 100% dessa parcela da receita estão vinculados aos preços mais baixos de petróleo;
- A cada 10% de desvalorização cambial, a necessidade anual de caixa (operação, capex, amortização e juros de dívida) aumentaria em outros R\$ 25-30 bilhões/ano.

- **A Petrobras, hoje, produz 2,0 milhões de barris/dia, dos quais exporta cerca de 307 mil barris/dia.**
- **Em contrapartida, a empresa importa cerca de 200 mil barris/dia de óleo leve e outros 290 mil barris/dia de derivados, o que a transforma numa importadora líquida de cerca de 30-40 mil barris/dia.**
- **Vale ressaltar que no período de 2010-14, anterior à recessão econômica, a Petrobras foi importadora líquida de 410 mil barris/dia de petróleo e derivados, ou 20-25% de sua produção.**

A venda de ativos não reduz a alavancagem, mas pode ajudar em liquidez de curto prazo – ativos similares no mundo estão sendo negociados entre 5.0x e 7.0x EV/EBITDA, versus uma dívida líquida/EBITDA da Petrobras de 5.3x (março de 2015).

Mas o que é vendável no atual contexto?

- Sem regulamentações definidas em margem de refino, transporte de gás, infraestrutura de transporte, entre outros, seria difícil acreditar em valores alinhados com os mencionados acima.
- Ativos da indústria do petróleo têm sido negociados em outros países tendo como referência preços de Brent na casa de US\$ 40-50/bbl.
- São negociáveis, ainda que com descontos para os pares internacionais, ativos de distribuição de combustíveis, termoelétricas, ativos internacionais como a Petrobras Energia na Argentina e o *lease back* de plataformas somando cerca de US\$ 10 a 15 bilhões, aquém do ambicioso plano de US\$ 52 bilhões.
- Nesse caso, a redução do EBITDA ficaria em cerca de 10-15% e a redução na geração de caixa da empresa ficaria em cerca de 20-25%.

Com a necessidade de caixa para manutenção da produção, mais a geração esperada de caixa, a Petrobras deveria operar com no máximo com 1.5x dívida-líquida/EBITDA e com um “duration” de, no mínimo, 5-6 anos. Mesmo esse nível de alavancagem já seria de 50% a 200% acima do nível de suas pares internacionais, porém sustentável.

1) DO PONTO DE VISTA ECONÔMICO, A CONTA DEVERIA SER COMPARTILHADA ENTRE TODOS OS *STAKEHOLDERS*, COMO NO SETOR ELÉTRICO EM 2001:

- O consumidor devolveria o subsídio de R\$ 160 bilhões (R\$ 220 bilhões, se corrigidos) por meio da criação de uma conta gráfica (recebível), a ser recuperada através de uma fórmula de preços que contemple um prêmio em relação aos preços internacionais, por um determinado período de tempo.

- Os custos extraordinários de investimentos (ineficiência de gestão/corrupção) de R\$ 100 bilhões, deveriam ser devolvidos pelo governo:
 - ✓ Capitalização pelo Tesouro? Potencialmente acompanhada por acionistas minoritários? Nesse caso, desde que criadas condições (estratégicas e de preço) para que os minoritários acompanhem a capitalização, o aporte do Tesouro se limitaria a R\$ 30 bilhões para manutenção do controle.
 - ✓ Conversão de R\$ 91 bilhões de dívidas do BNDES/BB/CEF?
 - ✓ *Spin-off* de um *liability company* com ativos *non-core* a serem vendidos (para cobertura de dívida) com garantia mínima pelo Tesouro?
 - ✓ Uma combinação de todos?

2) CREDORES OU TESOURO COMPENSARIAM OS R\$ 150-200 BILHÕES PARA SE ATINGIR 1.5X DÍVIDA-LÍQUIDA SOBRE EBITDA?

- Conceitualmente, os credores, ao disponibilizar recursos à Petrobras, consideraram preços de Petróleo na casa de US\$ 100/bbl e que a empresa conseguiria atingir entre 4,0 e 5,0 milhões de barris/dia de produção em 2020 (a realidade sugere 2,0 milhões de barris/dia ou menos).

- Embora, conceitualmente, esse risco pudesse ser considerado risco do negócio (diversos exemplos como OGX, BG, Cheasepeake, Valero Energy, Pacific Rubiales, etc.), qual seria o risco sistêmico de se renegociar essa parcela da dívida da Petrobras?
 - ✓ *Tender offer* da dívida com *haircut*? A dívida da Petrobras negocia hoje com 400-500bps de prêmio para a dívida soberana brasileira.
 - ✓ Swap por dívida longa com mesmo NPV? Swap por dívida longa em R\$ com prêmio?
 - ✓ Renegociação de termos com bancos locais? Capitalização adicional pelo Tesouro? Caixa ou swap por dívida com a União?
 - ✓ 70% dos bonds da Petrobras estão com fundos de Emerging Markets, que possuem cláusulas estatutárias que forçariam a venda de títulos soberanos brasileiros num evento de default/*haircut* da Petrobras.

O porte da Petrobras e seu impacto na economia brasileira exigem a sua refundação. Sob a ótica de gestão da empresa, os três pontos urgentes são:

- 1) Melhorar sua governança corporativa:** a empresa precisa de blindagem contra ingerência política, de um Conselho de Administração eficaz, da firme liderança de sua diretoria, da recuperação da meritocracia na empresa, de assegurar o cumprimento de seus processos e controles, disseminar a ética como grande pilar dos negócios e introduzir grande disciplina de capital.
- 2) Plano Estratégico de qualidade e realista:** cabe ao Conselho de Administração decidir sobre o direcionamento estratégico da empresa. A Petrobras precisa reduzir as suas áreas de atuação, focando nas mais atrativas. O Programa de Desinvestimento deve priorizar área de *downstream*.
- 3) Melhorar sua estrutura de capital:** as negociações com investidores tendem a ocorrer em termos mais favoráveis e serem mais efetivas, caso estes percebam melhoras expressivas na sua governança e tenham confiança na qualidade e robustez do plano de negócios da empresa. A experiência da capitalização em 2010 foi muito traumática para os investidores.

Agenda Positiva para o Setor Petrolífero Nacional

Diante desse quadro, apresenta-se uma proposta de agenda para o setor de petróleo e gás alicerçada nos seguintes objetivos:

- Redefinir o papel da Petrobras e do governo no desenvolvimento do setor.
- Estabelecer um mecanismo transparente para alinhamento de preços de combustíveis e redefinir o modelo de investimento para expansão do parque de refino e da malha de gasodutos no país.
- Promover a indústria de etanol e a retomada de investimentos de usinas de biomassa.
- Melhorar práticas de governança corporativa na Petrobras, para proteção contra interferência governamental e política em sua política de preços, de investimentos, estrutura organizacional e gestão operacional.
- Aprimorar a governança dos reguladores do setor e aumentar a responsabilidade e transparência de decisões.

- Aprovar a exclusão (já em curso no Congresso) da obrigatoriedade da Petrobras de participar com no mínimo 30% dos consórcios e ser a operadora única para exploração e produção de petróleo e gás natural na área do pré-sal;
- Retomar um calendário de leilões de petróleo a ser definido pelo Conselho Nacional de Política Energética (CNPE).
 - ✓ *Licitações anuais de novas áreas de E&P de petróleo e gás natural, tanto para hidrocarbonetos convencionais e não convencionais em terra, quanto para águas rasas, profundas e ultraprofundas.*
- Rediscutir o papel da PPSA no setor (para ativos de partilha já leiloados) e promover revisão de sua governança, buscando eliminar ingerência do governo no cálculo da conta petróleo e o poder de veto para questões estratégicas, como o desenvolvimento de produção marginal no país (com a participação da Petrobras e da Petrosal, o governo permanece como controlador excessivo de questões estratégicas).

- Autorização para *farm-out* em:
 - ✓ Participações da Petrobras em ativos da cessão onerosa e do excedente da cessão onerosa;
 - ✓ Excedente de 10% em relação ao mínimo exigido por lei de 30% para o desenvolvimento da área denominada como Libra.
 - ✓ Com a finalidade de compartilhamento de investimentos, tecnologia, riscos e recursos, desde que mantida participação mínima de 50% + 1 cota, bem como a titularidade de operador da Petrobras nestas áreas.
- Autorização para contratos de *joint-venture* entre a Petrobras e agentes privados, pautados no modelo Argentino para o desenvolvimento de reservas, onde agentes privados carregariam os “investimentos” necessários para a produção de petróleo de ativos de titularidade da Petrobras.

- Definir, em reforma estatutária, a fórmula de ajustes de preços e sua periodicidade, com uma média móvel de preços de 3 a 6 meses mais um prêmio para a recuperação de subsídios estendidos durante o período de 2009 a 2016. O Estatuto traria proteções como poder de veto aos minoritários sobre alterações na fórmula, sujeitos a direito de recesso;
- O governo federal, através do MME e do Ministério da Fazenda, emitiria um decreto autorizando a reforma estatutária, nos termos descritos, no que diz respeito à fórmula de preços;
- Eliminar arbitragem de preços por distribuidoras na importação de combustíveis, através da CIDE importação, durante o período de recuperação de subsídios dados no passado, com prêmio em relação aos preços internacionais.



cbie

centro brasileiro
de infra estrutura

Praça Floriano, 55 sala 601 Centro
Rio de Janeiro RJ Brasil 20031 050
Tel (21) 2531 0010 Fax (21) 2534 3511
www.cbie.com.br