

Sem ajustes ou baixas, mas com novas metas para 2015

A divulgação dos números não auditados do 3T14 não trouxe as baixas contábeis que eram esperadas pelo mercado. A administração da Petrobras optou por apresentar os demonstrativos financeiros para cumprimento de *covenants* sem proceder aos acertos contábeis, mesmo após recorrer à apuração do valor justo dos ativos como um dos possíveis métodos para cálculo das baixas.

Ajustes, impairment e outras correções não realizadas. De acordo com a companhia, nos últimos meses foram avaliadas algumas alternativas para ajustes nas demonstrações contábeis, seja pela quantificação de sobrepreços no imobilizado ou pela apuração da diferença entre o *fair value* dos ativos e o valor contábil. Dos R\$ 188 bilhões selecionados para avaliação, os estudos conduzidos internamente e por empresas independentes apontaram uma diferença líquida de R\$ 61 bilhões para baixa. Os ajustes não foram efetuados.

Números do 3T14. A companhia apresentou lucro bruto de R\$ 21 bilhões, crescimento de 11% T/T. A menor evolução dos custos (+6% T/T) em relação às receitas (+7% T/T) contribuiu para este aumento, bem como a menor participação de derivados importados. No trimestre, foi reconhecido o efeito negativo de R\$ 1 bilhão referente ao contrato de importação de gás natural boliviano, compensado parcialmente pelo benefício de menor depreciação advindo do alongamento da vida útil de parcela dos equipamentos, no valor de R\$ 802 milhões.

O resultado operacional (R\$ 4,7 bilhões), no entanto, apresentou uma queda de 48% em relação ao 2T14, em função de eventos não recorrentes como a baixa das refinarias *Premium I e II* no valor de R\$ 2,7 bilhões (projetos descontinuados) e despesas com acordos coletivos no valor de R\$ 1 bilhão. O patrimônio líquido, ao final de setembro, totalizou R\$ 350 bilhões, dos quais R\$ 144 a título de reserva de lucros.

Iniciativas de curto e médio prazos. Para não recorrer a novas dívidas no ano, a Petrobras reforçou que adotará as ações que havia declarado em dezembro: além da (a) redução do ritmo de investimentos, principalmente daqueles com baixo retorno de caixa – como novas refinarias e novas campanhas exploratórias com retorno de longo prazo – e da (b) possibilidade de antecipação de recebíveis, destacamos a (c) ratificação da manutenção da política de preços dos combustíveis no mercado interno, especialmente favorecida pela recente queda das cotações internacionais do petróleo, e a (d) oportunidade de geração de caixa via desinvestimentos.

Novas metas para 2015: geração de caixa, produção e capex. A companhia espera que a geração operacional de caixa fique entre US\$ 28 bilhões e US\$ 32 bilhões em 2015 – em linha com os últimos resultados –, partindo das premissas de *brent* médio entre US\$ 50 e US\$ 70 por barril e dólar entre R\$ 2,60 e R\$ 2,80, além de potencial garantia da União para os recebíveis do setor elétrico, o que permitiria sua antecipação pelos bancos. A meta de crescimento da produção no ano foi fixada 4,5%, com desvio de mais ou menos 1 p.p. Em relação aos investimentos, em decorrência da redução do ritmo de projetos menos rentáveis e de *payback* mais demorado, a Petrobras estima dispêndios de US\$ 31 bilhões a US\$ 33 bilhões (redução de aproximadamente 20%).

Considerações. Exceto pelos eventos não recorrentes, o resultado da Petrobras foi neutro, com E&P dando a maior contribuição positiva e a recente queda da cotação do petróleo beneficiando o resultado de curto prazo, mantida a política de preços. Ainda que os ajustes esperados pelo mercado não tenham sido efetivados, a companhia deu uma sinalização mais clara do possível montante envolvido, algo entre US\$ 20 bilhões e US\$ 25 bilhões, a esperar novos desdobramentos. Sob o ponto de vista operacional, acreditamos que, dos *guidances* divulgados, o de produção seja o mais factível, uma vez que o crescimento será suportado, predominantemente, pelo *ramp-up* de projetos existentes e pela interligação dos novos poços, o que reduz o risco atrelado a novas campanhas exploratórias.

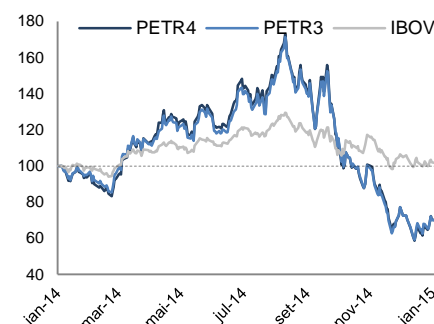
Petróleo e Gás

28 de janeiro de 2015

 Wesley Bernabé, CNPI
 wesley.bernabe@bb.com.br

 Mariana Peringer, CNPI
 marianaperinger@bb.com.br

Ticker	PETR3	PETR4
Preço em 27/01/2014 (R\$)	9,64	10,17
Preço para 12/2015 (R\$)	Em revisão	
Upside	-	-
Market Cap (R\$ milhões)	128.718	
Varição 1 mês	-2,1%	-1,3%
Varição 12 meses	-28,8%	-28,4%
Varição 2015	0,5%	1,5%
Mín. 52 sem.	7,78	8,04
Máx. 52 sem.	23,50	24,90



Fonte: Economática e BB Investimentos

R\$ milhões	3T14	T/T	A/A	9M14	A/A
Receita Líquida	88.377	7,4%	13,7%	252.220	12,7%
Lucro Bruto	21.065	10,8%	27,0%	59.534	9,9%
Margem Bruta (%)	23,8%	0,7 p.p.	2,5 p.p.	23,6%	- 0,6 p.p.
Ebitda	11.735	-27,8%	-10,4%	42.330	-10,7%
Margem Ebitda (%)	13,3%	- 6,5 p.p.	- 3,5 p.p.	16,8%	- 4,4 p.p.
Lucro Líquido	3.087	-37,7%	-9,1%	13.439	-22,3%
Margem Líquida	3,5%	- 2,5 p.p.	- 0,9 p.p.	5,3%	- 2,4 p.p.

Fonte: Petrobras e BB Investimentos

Desempenho operacional. A produção média da Petrobras em 2014, divulgada no início de janeiro, foi de 2.034 mboe/d, crescimento de 5,3% em relação a 2013, pouco abaixo do *guidance* revisado, que previa o intervalo de 5,5% a 6%. O volume de venda de derivados no mercado interno, conforme dados do 3T14, chegou a 3.080 mboe/d, crescimento de 3% T/T.

Exploração e Produção	4T13	1T14	2T14	3T14	T/T	A/A
Produção Nacional (mil boe/dia)						
Petróleo e LGN	1.960	1.922	1.972	2.090	6,0%	8,6%
Gás Natural	380	400	411	441	7,3%	13,1%
Total	2.340	2.322	2.383	2.531	6,2%	9,4%
Lifting Cost - País (US\$/barril)						
Sem Participação Governamental	14,3	14,2	14,6	15,3	5,2%	2,5%
Com Participação Governamental	33,1	33,0	32,6	31,4	-3,8%	-5,7%
Abastecimento (mil boe/dia)	4T13	1T14	2T14	3T14	T/T	A/A
Saldo Comercial						
Importação de petróleo	354	359	534	303	-43,3%	-9,3%
Importação de derivados	426	424	407	410	0,7%	-16,8%
Total de Importação	780	783	941	713	-24,2%	-13,8%
Exportação de Petróleo	242	195	138	323	134,1%	56,8%
Exportação de derivados	160	171	170	168	-1,2%	-14,3%
Total de Exportação	402	366	308	491	59,4%	22,1%
Saldo Importação/Exportação	-378	-417	-633	-222	-64,9%	-47,8%
Exportação de Outros	2	3	1	5	400,0%	-
Refino (mil boe/dia)						
Produção de derivados	2.105	2.124	2.180	2.204	1,1%	3,6%
Capacidade instalada de processamento primário	2.102	2.102	2.102	2.102	0,0%	0,0%
Utilização da capacidade nominal (%)	95	96	98	100	2,0%	4,2%
Carga Processada País	2.039	2.058	2.101	2.094	-0,3%	3,3%
Participação óleo nacional na carga processada (%)	83	83	82	80	-2,4%	-2,4%
Custo do refino país (US\$/barril)	2,9	2,8	2,9	3,2	7,8%	-2,8%
Gás e Energia	4T13	1T14	2T14	3T14	T/T	A/A
Vendas de energia elétrica (ACL) - MW médio	2.147	1.252	1.157	1.196	3,4%	-36,1%
Vendas de energia elétrica (ACR) - MW médio			2.453	2.671	8,9%	48,6%
Geração de energia elétrica - MW médio	2.866	4.117	4.690	4.789	2,1%	37,5%
Preço de liquidação das diferenças (PLD) - R\$/MWh	292	651	649	671	3,4%	272,8%
Importação de Gás Natural Liquefeito (mi l barris/dia)	88	119	150	116	-22,7%	38,1%
Importação de Gás (mi l barris/dia)	199	204	205	210	2,4%	6,6%
Internacional	4T13	1T14	2T14	3T14	T/T	A/A
Produção (mil boe/dia)						
Petróleo e LGN	73	87	91	86	-5,5%	4,9%
Gás Natural	89	91	95	96	1,1%	4,3%
Total	162	178	186	182	-2,2%	4,6%
Produção internacional não consolidada	32	31	31	33	6,5%	-2,9%
Produção total internacional	194	209	217	215	-0,9%	3,4%
Lifting Cost - Internacional (US\$/barril)	11,7	7,9	8,8	8,8	1,0%	-9,1%
Refino (mil boe/dia)						
Carga Processada	175	165	178	162	-9,0%	8,7%
Produção de derivados	196	175	193	175	-9,3%	8,7%
Capacidade instalada de processamento primário	231	230	230	230	0,0%	-0,4%
Utilização da capacidade nominal (%)	74	70	75	68	-9,3%	11,5%
Custo do refino internacional (US\$/barril)	4,4	3,7	3,8	4,0	6,9%	-5,6%

Fonte: Petrobras e BB Investimentos

Volume de Vendas (mil barris/dia)	4T13	1T14	2T14	3T14	T/T	A/A
Diesel	1.005	947	999	1.049	5,0%	1,7%
Gasolina	610	601	619	616	-0,5%	4,9%
Óleo combustível	99	110	114	126	10,5%	77,5%
Nafta	164	178	162	160	-1,2%	-7,0%
GLP	235	222	237	247	4,2%	1,6%
QAV	108	111	108	110	1,9%	1,9%
Outros	204	202	204	225	10,3%	7,1%
Total de derivados	2.425	2.371	2.443	2.533	3,7%	4,6%
Alcoóis, nitrogenados renováveis e outros	106	97	88	98	11,4%	3,2%
Gás Natural	392	427	451	449	-0,4%	14,5%
Total mercado interno	2.923	2.895	2.982	3.080	3,3%	5,9%
Exportação	404	369	309	496	60,5%	23,4%
Vendas internacionais	567	560	598	567	-5,2%	12,3%
Total mercado externo	971	929	907	1.063	17,2%	17,2%
Total Geral	3.894	3.824	3.889	4.143	6,5%	8,6%

Investimentos Consolidados (R\$ milhões)	4T13	1T14	1S14	9M14	A/A
Exploração e produção	59.993	13.243	26.926	40.866	6,8%
Abastecimento	30.740	4.985	9.486	13.801	-37,4%
Gás e Energia	5.919	1.147	2.590	4.136	4,5%
Internacional	5.127	711	1.472	2.249	-35,6%
Distribuição	1.120	218	429	708	4,4%
Biocombustível	322	2	19	24	-61,3%
Corporativo	1.195	278	577	759	0,8%
Total	104.416	20.584	41.499	62.543	-9,7%

Endividamento Consolidado (R\$ milhões)	4T13	1T14	2T14	3T14	T/T	A/A
Endividamento Curto Prazo	18.782	21.844	23.535	28.243	20,0%	55,3%
Endividamento Longo Prazo	249.038	286.303	284.117	303.461	6,8%	30,4%
Endividamento Total	267.820	308.147	307.712	331.704	7,8%	32,2%
Caixa	46.257	78.478	66.363	70.259	5,9%	21,4%
Endividamento Líquido	221.563	229.669	241.349	261.445	8,3%	35,5%
Dívida Líquida/Ebitda	3,5	4,0	3,9	4,6	0,7x	1,6x
Ebitda	15.553	14.349	16.246	11.735	-27,8%	-10,4%

Fonte: Petrobras e BB Investimentos

Informações Relevantes

Este relatório foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Entretanto, o BB-BI não declara nem garante, expressa ou tacitamente, que essas informações sejam imparciais, precisas, completas ou corretas. Todas as recomendações e estimativas apresentadas derivam do julgamento de nossos analistas e podem ser alternadas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa. Este material tem por finalidade apenas informar e servir com instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 18 da ICVM 483, o BB - Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

Informações Relevantes – Analistas

O(s) analista(s) de investimento, ou de valores mobiliários, envolvido(s) na elaboração deste relatório (“Analistas de investimento”), declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para o emissor objeto do relatório de análise ou pessoas a ele ligadas.

Analistas	Itens		
	3	4	5
Wesley Bernabé Mariana Peringer			

3 – O(s) analista(s) de investimentos, seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão das companhias objeto de sua análise.

4 – Os analistas de investimento, seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à companhia emissora dos valores mobiliários analisados neste relatório.

5 – O(s) analista(s) de investimento tem vínculo com pessoa natural que trabalha para o emissor objeto do relatório de análise.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.

Administração

Diretor
Sandro Kohler Marcondes

Gerente-Executivo
Eduardo César do Nascimento

Equipe de Pesquisa

Gerente - Nataniel Cezimbra nataniel.cezimbra@bb.com.br

Renda Variável

Demanda

Bancos e Serviços Financeiros

Carlos Daltozo
daltozo@bb.com.br
Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Consumo

Maria Paula Cantusio
paulacantusio@bb.com.br

Imobiliário

Wesley Bernabé
wesley.bernabe@bb.com.br
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Indústrias e Transportes

Mário Bernardes Junior
mariobj@bb.com.br

Small Caps

Gabriela Cortez
gabrielaecortez@bb.com.br

Renda Fixa e Estratégia de Mercado

Renda Fixa, Moedas e Commodities

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
Fabio Cardoso
fcardoso@bb.com.br

Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br

Equipe de Vendas

Atacado: bb.distribuicao@bb.com.br

Varejo: acoes@bb.com.br

Gerente - Antonio Emilio Ruiz

Bruno Finotello
Denise Rédua de Oliveira
Edger Euber Rodrigues
Henrique Reis
João Carlos Floriano
Marcela Andressa Pereira
Thiago Cogo Pires
Viviane Ferro Candelária

Gerente - Márcio Carvalho José

Mario D'Amico
Rodrigo Ataíde Roxo

BB Securities

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
London EC2N 1ER - UK
+44 207 7960836 (facsimile)

Managing Director

Vinicius Balbino Bouhid +44 (207) 3675801

Deputy Managing Director

Selma da Silva +44 (207) 3675802

Director of Sales Trading

Boris Skulczuk +44 (207) 3675831

Head of Sales

Nick Demopoulos +44 (207) 3675832

Institutional Sales

Annabela Garcia +44 (207) 3675853

Melton Plumber +44 (207) 3675843

Renata Kreuzig +44 (207) 3675833

Trading

Bruno Fantasia +44 (207) 3675852

Gianpaolo Rivas +44 (207) 3675842

Head of Research

Paul Hollingworth +44 (207) 3675851

Structured Products

Hernan Lobert +44 (207) 3675807

Banco do Brasil Securities LLC

535 Madison Avenue 34th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director

Daniel Alves Maria +1 (646) 845-3710

Deputy Managing Director

Carla Sarkis Teixeira +1 (646) 845-3710

Institutional Sales - Equity

Charles Langalis +1 (646) 845-3714

Institutional Sales - Fixed Income

Cassandra Voss +1 (646) 845-3713

DCM

Richard Dubbs +1 (646) 845-3719

Syndicate

Kristen Tredwell +1 (646) 845-3717

Sales

Michelle Malvezzi +1 (646) 845-3715

Myung Jin Baldini +1 (646) 845-3718

BB Securities Asia Pte Ltd

6 Battery Road #11-02
Singapore, 049909

Managing Director

Rodrigo Afonso +65 6420-6577

Director, Head of Sales

José Carlos Reis +65 6420-6570

Institutional Sales

Paco Zayco +65 6420-6571

Amelia Khoo +65 6420-6582

BB-Banco de Investimento S.A. • BB-BI

Rua Senador Dantas, 105 - 36º andar
Rio de Janeiro RJ – Brasil
Tel. (21) 38083625 Fax (21) 38083355