

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE
E CIÊNCIAS ATUARIAIS**

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Orientador: MANUEL ENRIQUEZ

Monografia – Entrega Final

**Tema: Análise da produtividade e eficiência empresarial da Petrobras a
partir de 2011 com o uso de indicadores financeiros**

RODRIGO CARNAZZA VECCHIA

São Paulo

Novembro / 2022

Resumo

A contabilidade é uma importante ferramenta para entender a situação econômico-financeira de uma instituição, a partir das demonstrações contábeis. Neste trabalho, será realizado um estudo da empresa Petrobras, mediante utilização de indicadores e valores financeiros divulgados publicamente pela Companhia, com uma análise de rentabilidade e eficiência de custos, endividamento, solvência e capacidade de geração de caixa da empresa. Com isso, buscar-se-á compreender, sobretudo, a trajetória e evolução da produtividade e eficiência do Grupo Petrobras, a partir do entendimento de quais medidas e mudanças, quais sejam, governança, políticas, gestão, operação e investimentos foram responsáveis pela transformação observada nos resultados da Petrobras de 2011 em diante. Portanto, o presente estudo tem a função de averiguar os principais fatores que direcionaram melhoras ou pioras no quesito produtividade e eficiência e entender a posição no mercado mundial da empresa, isto é, buscar compreender se a Petrobras possui vantagens competitivas sobre seus concorrentes globais.

Abstract

Accounting is an important tool for understanding the financial and economic situation of an institution, throughout financial statements. In the present study, Petrobras will be analyzed by using financial indicators and values publicly published by the company, in addition to an analysis of rentability and cost efficiency, debt and solvency evolution, as well as the capacity of cash generation by the company. Throughout this analysis, the focus will focus on drawing conclusions about the trajectory of productivity and efficiency in Petrobras, by learning the measures and transformations in governance, politics, management, operation and investments that lead to the changes observed since 2011. In a nutshell, this study pretends to evaluate the main factors responsible for better or worse performance by the company and to understand the insertion of Petrobras in the global Oil & Gas sector scenario, with the purpose of learning its position in global markets and if the company has competitive advantages over their global competitors.

Keywords: Accounting, Analysis, Petrobras, Productivity, Efficiency

Sumário

1.	INTRODUÇÃO	3
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	4
2.1.	Indicadores Financeiros.....	4
	2.1.1. Análise de Liquidez e Solvência	4
	2.1.2. Análise de Endividamento	4
	2.1.3. Análise de Rentabilidade	5
	2.2. Análise Horizontal (AH)	6
3.	METODOLOGIA	6
4.	ESTUDO DE CASO – ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA PETROBRAS	7
	4.1. Dados da Análise	7
	4.2. Panorama Geral da Petrobras	7
	4.3. Análise da Performance Empresarial da Petrobras.....	11
	4.3.1. 2011 - 2013.....	12
	4.3.2. 2014 - 2015.....	13
	4.3.3. 2016 – 2017.....	15
	4.3.4. 2018 - 2019.....	18
	4.3.5. 2020 - 2021.....	19
	4.3.6. A evolução da Petrobras nos últimos dez anos	21
	4.3.7. Análise Comparativa.....	25
	4.3.8. Perspectivas Futuras	26
5.	CONCLUSÃO	27
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	29

1. INTRODUÇÃO

Inserida na natureza conjuntural econômica, uma Companhia pode ser entendida como uma unidade tomadora de decisões econômicas, embasadas na extração de informações a partir das demonstrações contábeis, as quais fornecem um arcabouço de dados financeiros sobre a empresa. Desse modo, a análise dessas informações, organizada em índices ou indicadores, torna possível realizar comparações entre valores atuais e históricos, além da compreensão de inter-relacionamento entre tais variáveis, o que enriquece o entendimento acerca de uma empresa. Segundo Iudícibus (2008) a necessidade de avaliação do desempenho econômico por meio de demonstrações contábeis é antiga nas organizações. De acordo com Assaf Neto (2010) o objetivo dessa avaliação é “relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas a posição econômico-financeira atual, as causas que determinam a evolução apresentada e as tendências futuras”, isto é, entender a posição financeira passada de uma empresa mediante análise contábil, a fim de entender o histórico e prospectar sobre o futuro. Tendo em vista a relevância dos dados contábeis no âmago da análise financeira de organizações e seu desempenho, vários estudos já foram feitos, com o intuito de demonstrar a necessidade do uso destas informações para o processo de entendimento e tomada de decisão de empresas.

Macedo, Silva e Santos (2006) propõe avaliar a performance empresarial mediante utilização da análise de dados, no sentido de buscar um índice de performance relativa, de modo a conceber na análise de empresas, indicadores financeiros de lucratividade e de riscos. No mesmo contexto, Fagundes et al (2008), analisaram os impactos de variáveis externas sobre as demonstrações contábeis, quais sejam, fenômenos econômicos, sociais, políticos e climáticos, concluindo a existência de influência destes nos resultados auferidos por empresas. Considerando um arcabouço de estudos já realizados no passado relacionados ao entendimento de indicadores financeiros e econômicos de organizações, prova-se importante a análise destes dados para avaliar qualquer empresa. Em consonância a isso, o presente trabalho se torna relevante, visto que possui o objetivo de estudar econômica e financeiramente a Petrobras, de 2011 a 2021, uma Companhia de extrema importância no cenário econômico brasileiro, mediante a análise de indicadores selecionados a fim de avaliar a performance empresarial do conglomerado. A questão instigada neste artigo é: Qual foi a performance empresarial e como evoluiu a produtividade e eficiência da Petrobras, de 2011 a 2021, embasado na utilização de indicadores financeiros, extraídos das demonstrações contábeis divulgadas publicamente pela empresa?

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Indicadores Financeiros

Analisar uma empresa por meio de indicadores financeiros, fornece informações de forma mais clara do que o encontrado de forma direta nas demonstrações contábeis (Silva, 2010). Por conta da importância desses índices no universo de análise econômico-financeira, estes são separados em categorias, quais sejam, indicadores de liquidez, endividamento e lucratividade/rentabilidade (Gitman, 2002).

2.1.1. Análise de Liquidez e Solvência

Os indicadores de liquidez são aqueles que mensuram a capacidade de uma empresa em honrar com as suas obrigações, no curto prazo (dentro de um ano) e no longo prazo. Segundo Gitman, “uma empresa líquida é aquela que pode facilmente satisfazer suas obrigações de curto prazo, no vencimento”. Torna-se importante ressaltar que um diagnóstico mais assertivo acerca de liquidez de uma organização, passa tanto pelo uso de diferentes indicadores para a avaliação, quanto pela relação traçada com indicadores de outras categorias, que em conjunto explicam de forma mais completa a situação de uma empresa. Denota-se, então, que uma análise individual não fundamenta quaisquer inferências de performance empresarial, sendo necessário aplicar um conjunto de índices no intuito de avaliar a capacidade de liquidez e pagamentos de uma determinada companhia. Os indicadores de liquidez e solvência utilizados nessa análise, são apresentados no quadro:

Indicadores Financeiros	Fórmula Explicativa
Liquidez Corrente	Ativo Circulante / Passivo Circulante
Liquidez Imediata	Disponibilidades (Caixa) / Passivo Circulante
Alavancagem	(Passivo - Patrimônio Líquido) / Patrimônio Líquido

Fonte: Elaboração própria, baseada nos autores PEREZ JUNIOR e BEGALLI (2009), que apresentam os principais índices para análise corporativa.

2.1.2. Análise de Endividamento

Para Gitman (2002), “a situação de endividamento de uma empresa indica o montante de recursos de terceiros que está sendo usado, na tentativa de gerar lucros”. Existe, portanto, uma sensibilidade na compreensão do endividamento, dado que a empresa precisa honrar com os seus credores, antes de distribuir recursos aos seus acionistas. É importante lembrar da interrelação dos indicadores de diferentes categorias, ao considerar que uma empresa com indicadores problemáticos de liquidez pode apresentar dificuldades em pagar a sua dívida e vice-versa, um endividamento elevado pode sinalizar dificuldades de liquidez. Um problema

que encontraríamos ao analisar apenas indicadores de liquidez e endividamento, é que estes apresentam a limitação de mostrar uma posição estática destes valores em determinado dia, o que não considera o fluxo de caixa de uma empresa em movimento diariamente. Por este motivo, serão agregados a análise, o que veremos adiante, indicadores de rentabilidade e dados de geração de caixa, para que seja possível uma avaliação mais complexa, aprofundada e menos errônea de um organismo vivo que é uma organização. Os indicadores de endividamento utilizados nessa análise, serão:

Indicadores Financeiros	Fórmula Explicativa
Índice de endividamento	Dívida Financeira Líquida / Ebitda
Cobertura de Juros	Ebitda / Juros
Juros Médio	Taxa de juros média da dívida (custo da dívida)
Prazo Médio	Prazo médio para pagamento das dívidas

Fonte: Elaboração própria, baseada nos autores PEREZ JUNIOR e BEGALLI (2009), que apresentam os principais índices para análise corporativa.

2.1.3. Análise de Rentabilidade

A análise da rentabilidade de uma empresa irá dizer o retorno que a mesma tem em sua atividade e o quão eficiente é a sua operação. De acordo com Gitman (2002), “a lucratividade de uma empresa pode ser avaliada em relação as suas vendas, ativos, patrimônio líquido e o valor da ação”. Infere-se na leitura do autor, que uma eficiente administração econômico-financeira se faz extremamente relevante para se auferir uma boa lucratividade. Em adição, Silva (2010) assegura que “o lucro é o principal estímulo do empresário e uma das formas de avaliação do êxito de um empreendimento e de sua gestão”. A rentabilidade é traduzida na capacidade de geração de recursos de uma empresa, visto que quanto maior for a sua lucratividade, maior será a sua capacidade de geração de caixa, sendo componentes muito relacionados dentro das demonstrações contábeis. Segue abaixo o quadro de indicadores de rentabilidade e de geração de caixa utilizados neste estudo:

Indicadores Financeiros	Fórmula Explicativa
Cotação Brent	Cotação a mercado, em dólar por barril (USD/bbl)
Margem Bruta	Lucro Bruto / Receita Líquida
Margem Ebitda	Ebitda / Receita Líquida
Margem Líquida	Lucro Líquido / Receita Líquida
Lifting Cost	Custo de extração por barril de óleo equivalente (USD/boe)

Fonte: Elaboração própria, baseada nos autores PEREZ JUNIOR e BEGALLI (2009), que apresentam os principais índices para análise corporativa.

Indicadores Financeiros	Fórmula Explicativa
FCO	Fluxo de Caixa Operacional = Ebitda - IR +- Variação NCG
FCL	Fluxo de Caixa Livre = FCO - Despesas de Capital
Dividendos	Distribuição de Lucros aos Acionistas
Cobertura de Juros (FCL)	Fluxo de Caixa Livre / Juros

Fonte: Elaboração própria, baseada nos autores PEREZ JUNIOR e BEGALLI (2009), que apresentam os principais índices para análise corporativa.

2.2. Análise Horizontal (AH)

A análise horizontal é utilizada para evidenciar a evolução de uma empresa ao longo dos anos, ao comparar indicadores, valores e índices de um ano para o outro. Silva (2010) afirma: “o propósito da análise horizontal (AH) é permitir o exame da evolução histórica de cada uma das contas que compõem as demonstrações contábeis”. Conforme já evidenciado por Assaf Neto (2010), é importante entender sobre a posição econômico-financeiro de uma empresa, portanto, o seu histórico, para avaliar projeções futuras dela. Neste trabalho, por se tratar de análise de um período de uma década, se faz relevante entender a evolução dos indicadores analisados, além da posição anual de cada um deles.

3. METODOLOGIA

O foco dessa pesquisa é o estudo de caso da Petrobras, que compreende o levantamento das informações financeiras quantitativas e qualitativas da empresa. A coleta de dados utilizados da pesquisa foi realizada através de relatórios disponibilizados no site da Petrobras, sobretudo as demonstrações contábeis publicadas para os exercícios de 2011 a 2021. Analisou-se, por meio destes dados, a evolução de faturamento e lucratividade, liquidez e endividamento, estrutura de capital, eficiência de custos e geração de recursos pela organização na última década, principalmente com a coleta e uso comparativo dos indicadores financeiros. Assim sendo, se mostrará a realidade econômico-financeira da empresa durante o período de análise, considerando algumas nuances externas que causam impacto à companhia e, consequentemente, aos indicadores estudados. O observado através das análises, de forma breve, é uma empresa que conseguiu ser assertiva nas suas determinações de políticas e governança, a ponto de capacitar um melhor aproveitamento das suas vantagens competitivas frente a outras empresas do segmento, o que permitiu grande melhora na performance da empresa, após a superação de algumas crises, com notável prosperidade em termos de rentabilidade, controle da dívida, liquidez e geração de caixa.

4. ESTUDO DE CASO – ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DA PETROBRAS

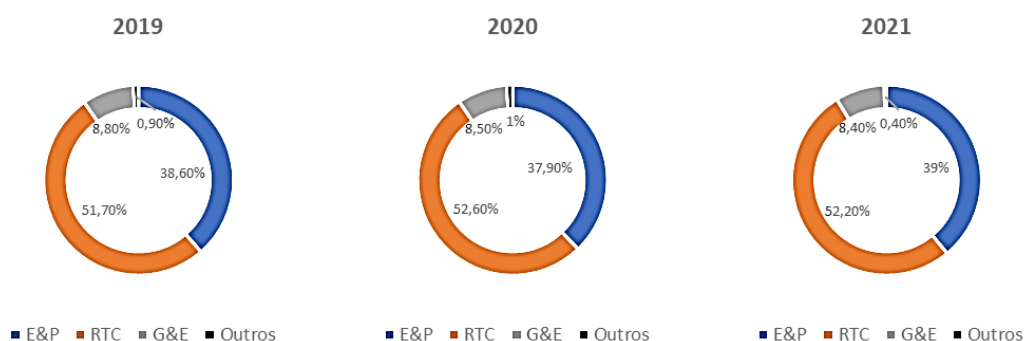
Nesse capítulo será mostrada a análise econômico-financeiro da Petrobras, que compreenderá o período de 2011 a 2021, com o objetivo de compreender a qualidade dos números divulgados nos últimos anos e a evolução da companhia, ao passar pelos principais pontos de análise, conforme explorado na revisão bibliográfica. Buscar-se-á a partir disso inferir sobre a eficiência, produtividade e qualidade de gestão da empresa, ao evidenciar os desafios e histórias do conglomerado ao longo da última década. Além disso, uma breve comparação com outras empresas que atuam no mesmo setor será feita, a fim de compreender o posicionamento da Petrobras quando inserida em um contexto de mercado global.

4.1. Dados da Análise

As informações utilizadas advêm do site da Petrobras, sendo balanços (Balanço Patrimonial, DRE, Fluxo de Caixa), divulgados publicamente de forma trimestral pelo conglomerado, entre outros documentos que auxiliam na análise do grupo, também divulgados na parte de “Relações com Investidores” da plataforma da empresa.

4.2. Panorama Geral da Petrobras

Constituída em 1953 como agente exclusivo para conduzir as atividades de hidrocarbonetos para o Governo Federal Brasileiro, atua na exploração e produção de petróleo, opera substancialmente toda a capacidade de refino no Brasil, produz petroquímicos, gás natural e participa do mercado nacional de energia e fertilizantes. Encerrou 2021 com reservas provadas de 9,9 bilhões de boe (barril de óleo equivalente - critério SEC), incremento de 12% em relação à 2020 e uma produção de 0,9 bilhões boe. O mix de faturamento é dividido entre 3 linhas de negócio, Exploração e Produção (E&P), Refino, Transporte e Comercialização (RTC) e Gás e Energia (G&E), cuja representatividade pode ser observada nos gráficos abaixo:



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

A representatividade das receitas acima inclui o faturamento intersegmentos, isto é, entre uma linha de negócio e outro, dentro da própria Petrobras. Como uma companhia integrada de energia, com foco em óleo e gás, a receita de vendas intersegmentos se refere, principalmente, às transferências de petróleo do segmento de E&P para o de RTC, as quais visam suprir as refinarias da companhia, em atendimento à demanda por derivados. Estas transações são mensuradas por preços internos de transferência, com base na cotação internacional do petróleo. Além disso, o segmento de E&P obtém receita de vendas pela transferência de gás natural para o segmento de G&E, a fim de realizar o processamento em suas unidades industriais.

Exploração e Produção (E&P)

O segmento de exploração e produção (E&P), é o componente mais expressivo dos ativos da companhia. Trata-se da pesquisa, localização, identificação, produção e incorporação de reservas de petróleo e de gás natural, em terra e no mar. O principal objetivo é descobrir acumulações de petróleo e de gás natural, desenvolver e explorar reservas, disponibilizando as matérias primas às áreas de Refino e Energia, que por sua vez processarão e comercializarão seus derivados. Nos últimos anos, a produção do segmento é marcada pelo crescimento do petróleo do pré-sal, o que contribui para a redução do custo de extração (*lifting cost*), além de possuir menor densidade e teor de enxofre, o que incrementa o seu valor comercial.

Produção Petrobras (mil boe)	2019	2020	2021
Brasil	2.687	2.787	2.731
Óleo	2.171	2.265	2.210
<i>Onshore</i>	124	105	89
<i>Águas Rasas</i>	66	32	9
<i>Águas Profundas e ultraprofundas</i>	704	582	496
<i>Pré-sal</i>	1.277	1.546	1.616
Gás Natural	516	522	521
Exterior	82	48	42
Total	2.769	2.835	2.773

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

Em termos regulatórios, existem os contratos de concessão, em que a ANP (Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis) concede direitos à operadores qualificados, por meio de leilões públicos abertos, para explorar e produzir petróleo e gás no Brasil. Estes contratos possuem um prazo de 27 anos após a declaração de comercialidade, com possibilidade de extensão pela ANP. Em 2016, o governo autorizou à ANP a prorrogação dos termos dos contratos de concessão da Rodada Zero (concessões outorgadas pela ANP sem leilão em 1998) da Petrobras em mais 27 anos.

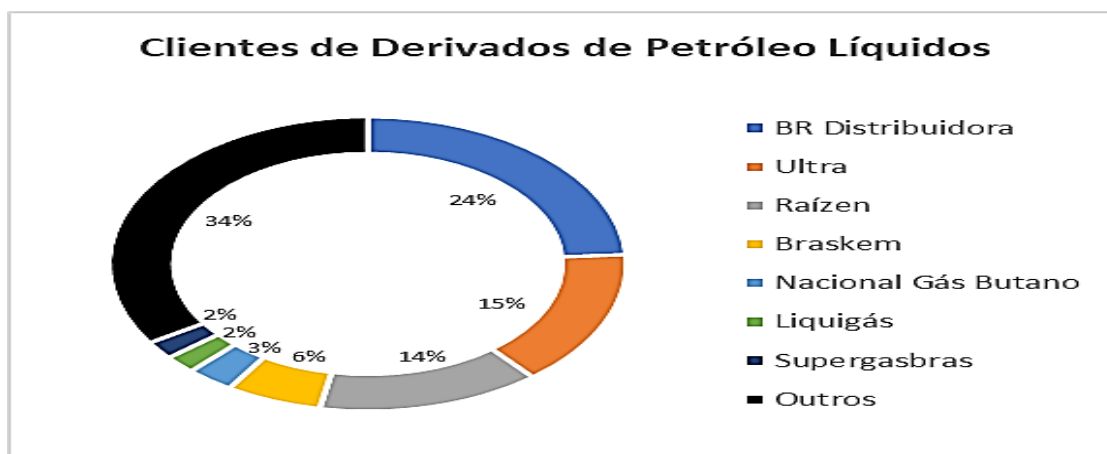
Em setembro de 2010, a Petrobras firmou um acordo com o Governo Federal, mediante o qual foram atribuídos os direitos de conduzir atividades de E&P de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluídos em áreas específicas no pré-sal. O acordo estaria sujeito a uma produção máxima de cinco bilhões de boe a um preço de 8,5 USD/boe ao longo de 40 anos, prorrogáveis por mais cinco. Em outubro de 2016, foram aprovadas eliminações na lei do Pré-sal, quais sejam, da obrigação da Petrobras em ser o operador exclusivo e da exigência de participação mínima de 30% nos leilões destes blocos. Assim, atualmente a empresa tem a preferência, mas não a obrigação de participar.

Refino, Transporte e Comercialização (RTC)

A linha de RTC contempla as atividades de refino, logística, transporte, aquisição e exportação de petróleo bruto, bem como a compra e venda de produtos derivados de petróleo e etanol, no Brasil e no Exterior. Adicionalmente, este segmento inclui a área petroquímica que compreende investimentos em sociedades do setor, a exploração e o processamento de xisto. Em 2021 processou 73% de toda a produção de petróleo em suas 12 refinarias no Brasil, com capacidade líquida total de destilação de 1.897 milhões de barris por dia, o que representa cerca de 87% da capacidade de refino no Brasil. No ano, operou com uma capacidade média de 83% (80% em 2020). O Diesel produzido pela Petrobrás possui baixo teor de enxofre, o que

potencializou suas vendas a partir do final de 2019, uma vez que a Organização Marítima Internacional (IMO) determinou um novo limite superior de enxofre no bunker oil, de 0,5% (3,5% anteriormente), vigente a partir do primeiro trimestre de 2020.

Além disso, atua no setor petroquímico com participações societárias, assim como na produção de biocombustíveis por meio da subsidiária integral Petrobras Biocombustível S/A. Também opera 44 terminais próprios por meio da subsidiária integral Petrobras Transporte S/A e possui contratos para uso de parte da capacidade de armazenamento de 17 terminais de terceiros. Muito embora concentrada, sua carteira de clientes é composta por empresas financeiramente saudáveis e que possuem elevada dependência da Petrobras, devido à relevância desta na produção de derivados de petróleo no país.



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

Gás e Energia (G&E)

Inclui o processamento, logística e comercialização de gás natural e energia elétrica, transporte e comercialização de gás natural liquefeito (GLN), geração e comercialização de energia elétrica através de usinas termelétricas (capacidade média 2021 de 4.248 MW projetadas para complementar a geração de UHEs), tal como a participação em sociedades transportadoras distribuidoras de gás natural no Brasil e exterior. Na operação de E&P, foram produzidos 87,8 milhões m³/d de gás em 2021, dos quais 57% foram usados nos processos produtivos e o restante destinados à venda. Além disso, importou 19,7 milhões m³/d de gás da Bolívia e 22,6 mm m³/d de GNL sujeito à regaseificação. O gás é processado através das Unidades de Processamento de Gás Natural (UPGNs) com capacidade de tratar 106,15 milhões de m³/d de gás natural, o qual é comercializado juntamente com gás importado da Bolívia e do LNG adquirido no mercado global. Com participação societária relativa ao transporte de gás, detém: 51% da Transportadora do Gasoduto Bolívia-Brasil (TBG), responsável pelo transporte

de gás natural nas regiões centro-oeste, parte do sudeste e sul e 25% da Transportadora Sul Brasileira de Gás S.A. (TSB), encarregada do projeto do gasoduto Uruguaiana-Porto Alegre.

Governança Corporativa

Controlada pelo Governo Federal Brasileiro, que detém 50,3% das ações ordinárias, é listada na B3, governança corporativa nível 2, na NYSE através de ADSs (American Depositary Share), evidenciadas por ADRs (American Depositary Receipts) na proporção 2:1 e na LATIBEX (Espanha), também através de ADRs. Apesar das regras de governança e das ações listadas, devido ao capital misto, com controle governamental, não é possível dissociar a Petrobras do risco político. As investigações da operação Lava Jato evidenciaram um esquema de pagamento indevido à esfera política por parte do alto escalão da empresa. Para atenuar estes riscos, foi criado um programa de prevenção da corrupção (PPPC), movido por ações contínuas de prevenção, detecção e correção de atos de fraude e de corrupção, destinado a todo o público de interesse (stakeholders internos e externos).

O risco político foi presente na história do grupo, por exemplo no atraso da liberação nos preços dos combustíveis praticados pelas refinarias (regulamentadas pela ANP), para atenuar o impacto da inflação entre os anos de 2012 e 2014, o que impactou negativamente o resultado e geração de caixa divulgados. Mais recentemente, entre 2021 e 2022, no cenário de aumento de preço do Brent, o Governo Federal pressiona a companhia pelo descolamento de preços em relação ao mercado. No período, houve quatro trocas de CEO, mas a política de preços segue aderente. Um mitigante para o risco político, atualmente, são os anúncios de desinvestimentos nas refinarias e consequente desverticalização, a qual engendraria uma cadeia que acabaria com o monopólio do preço pela Petrobras.

4.3. Análise da Performance Empresarial da Petrobras

A análise será feita a partir dos dados coletados abaixo, divulgados publicamente pela Petrobras, referentes aos anos de 2011 a 2021. Todos os valores estão expressos em milhões de dólares, exceto quando indicado (percentuais ou razões):

Endividamento	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DFB	82.927	96.067	114.325	132.158	126.216	118.370	109.275	84.360	87.121	75.538	58.743
DFL	54.922	72.335	94.579	106.201	100.379	96.381	84.871	69.378	78.861	63.168	47.626
DFL/Ebitda (x)	1,47x	2,62x	3,21x	4,25x	4,41x	3,76x	3,53x	2,2x	2,41x	2,22x	1,09x
Ebitda/Juros (x)	26,2x	13,7x	11x	6,36x	3,54x	3,68x	3,25x	5,55x	4,62x	4,73x	8,46x
Juros Médio (% a.a)	-	-	-	-	-	6,20%	6,10%	6,10%	5,90%	5,90%	6,20%
Prazo Médio (anos)	-	-	-	6,1	7,14	7,46	8,62	9,14	10,8	11,71	13,39

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

Rentabilidade	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Brent (USD/bbl)	111,27	111,58	108,66	98,99	52,46	43,69	54,27	71,04	64,3	41,67	70,73
Receita Líquida	145.915	144.103	141.462	143.657	97.314	81.405	88.827	84.638	76.589	53.683	83.966
Lucro Bruto	46.320	36.569	33.208	34.180	29.829	25.988	28.680	32.454	30.857	24.488	40.802
Margem Bruta (%)	32%	25%	23%	24%	31%	32%	32%	38%	40%	46%	49%
Lifting Cost (USD/boe)	12,59	13,79	14,76	11,95	14,57	10,64	11,27	10,9	7,8	5,23	5
Ebitda ajustado	37.322	27.632	29.426	24.966	22.760	25.630	24.039	31.502	32.707	28.391	43.555
Margem Ebitda (%)	26%	19%	21%	17%	23%	31%	27%	37%	43%	53%	52%
Lucro Líquido	20.121	11.034	11.094	-7.367	-8.450	-4.838	-91	7.173	10.151	1.141	19.875
Margem Líquida (%)	14%	8%	8%	-5%	-9%	-6%	0%	8%	13%	2%	24%

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

Geração de Caixa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FCO	33.698	27.888	26.289	26.632	25.913	26.114	27.112	26.353	25.600	28.890	43.555
Capex	-41.302	-40.706	-45.163	-34.750	-21.502	-13.737	-13.262	-12.607	-10.743	-6.557	-7.129
FCL	-7.604	-12.818	-18.874	-8.118	4.411	12.377	13.850	15.245	18.376	23.016	31.466
Dividendos	-6.422	-3.272	-2.656	-3.918	0	-72	-167	-728	-2.015	-1.451	-13.183
FCL/Juros (x)	-5,34x	-6,36x	-7,06x	-2,07x	0,69x	1,78x	1,87x	2,68x	2,59x	3,83x	6,1x

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

Solvência	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Liquidez Corrente (x)	1,78x	1,7x	1,49x	1,63x	1,52x	1,80x	1,89x	1,48x	0,97x	1,0x	1,25x
Liquidez Imediata (x)	0,52x	0,4x	0,45x	0,54x	0,88x	0,85x	0,9x	0,55x	0,26x	0,45x	0,43x
Alavancagem (x)	0,81x	1,02x	1,16x	1,55x	2,49x	2,18x	2,08x	2,03x	2,1x	2,17x	1,50x
DFL/(DFL+PL) (x)	0,24x	0,31x	0,39x	0,48x	0,6x	0,55x	0,51x	0,49x	0,52x	0,51x	0,4x

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

4.3.1. 2011 - 2013

Em 2012 e 2013, a Cia teve impactos negativos na sua margem operacional (bruta e Ebitda), por conta da ingerência da Petrobras sobre os preços do segmento de abastecimento (desnívelamento dos preços internos de petróleo em relação ao mercado internacional, bem como pela desvalorização cambial), cuja demanda superior à capacidade de oferta engendrou a necessidade de importação do produto e consequentemente, prejuízos para este braço operacional, que auferiu EBIT (earnings before interest and taxes) negativo. Por conta disso, nestes anos a Petrobras foi penalizada, em relação a anos prévios a 2011, em termos de margens operacionais e capacidade de geração de caixa operacional. A margem líquida acompanhou o movimento de queda nestes anos e em 2013 foi beneficiada pelo hedge (instrumento de proteção para oscilações no mercado financeiro) para proteção de exportações futuras, o que evitou

impactos cambiais decorrentes da depreciação do real frente ao dólar sobre a exposição de dívida em moeda estrangeira, de USD 92 bilhões.

Muito embora haja impactos na geração de caixa operacional da empresa, devido à queda nas margens operacionais, o conglomerado manteve sua trajetória de elevados volumes de investimentos (Capex – Capital Expenditure), que até então se aproximavam do dobro da geração de caixa operacional auferida e então, traduzia-se em geração de caixa livre negativa nesses anos. Em decorrência disso, nestes períodos o grupo realizava o equacionamento da necessidade de caixa pelo refinanciamento das amortizações de dívidas vincendas no curto prazo, fundamental na manutenção da sua liquidez, mas principalmente através de captações de dívidas, o que propiciou cenário de incremento do volume de dívida da Petrobras e maior alavancagem (USD 114 bilhões em 31/12/2013 e DFL/Ebitda de 3,2x). Quanto ao perfil dessa dívida, tinha um padrão de vencimento bastante alongado, o que reduzia a pressão sobre seu fluxo de caixa e um volume majoritário em dólar, com a exposição à variação cambial gerenciada por operações de swaps (tipo de derivativo) e proteções naturais (receitas correlacionadas ao dólar e alocação das aplicações do caixa).

4.3.2. 2014 - 2015

Em 2014, teve início a operação lava-jato, uma investigação sobre movimentação de recursos ilícitos através de rede de postos de combustíveis. O então diretor de abastecimento, Paulo Roberto Costa, é preso em março de 2014 e assina acordo de delação premiada. Com diversas investigações sendo feitas, descobre-se um esquema de lavagem e desvio de recursos por funcionários da Petrobras, grandes empreiteiras e partidos políticos. Em outubro de 2014, depoimentos de Paulo Costa e Youssef se tornam públicos e revelam empreiteiras as quais formaram uma espécie de cartel, entre 2004 e 2012, com imposição de gastos adicionais à Petrobras nas compras de ativos, isto é, um superfaturamento destinado ao financiamento indevido de partidos políticos, políticos, ex-empregados da empresa e funcionários das empreiteiras/fornecedores.

A partir disso, o grupo cria uma série de medidas preventivas, dentre elas a criação da Diretoria de Governança, Risco e Conformidade, a fim de evoluir em termos de controles internos, a constituição de Comissões Internas de Apuração, para fiscalizar ocorrências que desrespeitassem as normas definidas e a contratação de escritórios de advocacia, para conduzir investigação interna independente. Esse momento é marcante para a história da Petrobras e traz impactos negativos, sobretudo reputacionais e acerca dos riscos de gestão e políticos que

abarcavam o grupo, mas trouxe medidas de governança importantes para o futuro da empresa. Por conta da Lava Jato, o governo brasileiro alterou as indicações para as cadeiras do Conselho da companhia, historicamente composto por ministros ligados ao governo, que passaria a se voltar para nomes do mercado, por exemplo Murilo Ferreira, então CEO da Vale, indicado para assumir a presidência do Conselho após renúncia de Guido Mantega (ex-ministro da Fazenda) e breve período interino de Luciano Coutinho nas funções de presidente do órgão.

Em função das investigações acerca da Lava Jato, a Petrobras contabilizou um *impairment* de BRL 44,6 bilhões de ativos (cerca de USD 19 bilhões), referentes à postergação de projetos nas refinarias, em E&P pela queda do preço do petróleo e em petroquímica pela redução na demanda e nas margens, além de baixa de BRL 6,2 bilhões (cerca de USD 2,6 bilhões) por pagamento de propina de contratos com fornecedores (gastos adicionais capitalizados indevidamente), o que deteriorou os resultados da empresa, que auferiu prejuízo líquido no ano. Mesmo assim, a empresa teve aumento de receitas, por conta do reajuste de preços de venda de derivados no mercado interno e aumento de consumo deles, além da desvalorização do real, que impactou nos preços dos derivados atrelados ao mercado global. Empresa apresentou leve alta na margem bruta, mas relevante redução da margem Ebitda, com perdas atreladas ao mercado de abastecimento, dada a ingerência da Petrobras nos preços deste segmento, além de impacto por baixas relacionadas à construção das refinarias Premium I e II, provisões para PDIV e para abandono de áreas.

Novamente, há incremento do endividamento do grupo, pois a geração de caixa operacional não é suficiente para arcar com os investimentos feitos no ano, então capta-se novas dívidas a fim de equacionar a necessidade de caixa e manter sua liquidez equilibrada. Assim, no ano de 2014 a companhia segue se alavancando, com uma cobertura de juros frente ao seu Ebitda (Ebitda/Juros) bem menor, haja vista o aumento da taxa média ponderada dos encargos financeiros da empresa, que subiu de 4,5% a.a. em 2013 para 4,9% a.a. em 2014, dada a piora na qualidade de crédito do grupo, percebida pelo mercado a partir dos eventos ocorridos no ano.

Em 2015, a empresa reduziu o nível de investimento previsto para os anos seguintes, por conta da definição de novas premissas de retorno da alavancagem (DFL/Ebitda inferior a 3,0x previsto para 2018). Em consonância a isso, em 2015 não foram distribuídos dividendos e nos anos seguintes, a distribuição foi menor do que a apresentada até 2014. Além da revisão do volume de investimentos, foi divulgado um plano de desinvestimentos, com a ideia de vender ativos e concentrar com a Petrobras os ativos de maior interesse para o grupo. Em 2015 anunciaram duas vendas, quais sejam, de todos os ativos de exploração e produção da bacia

austral, na Argentina, para a “Cia General de Combustibles” S.A. por USD 101 MM em março e de 49% da Gaspetro em outubro para a Mitsui, por USD 540 MM. O plano também previa a adoção de medidas de otimização e ganhos de produtividade para reduzir custos e despesas. Outro importante pilar sinalizado pelo plano, seria o de intenção de utilizar a paridade de importação para os preços dos derivados no Brasil, ponto que historicamente penalizou o Ebitda da companhia e contribuiu para a elevação da alavancagem, devido as diferenças negativas entre os preços negociados localmente e os preços negociados no mercado internacional.

Neste ano, a empresa apresentou queda de receitas, por conta da queda no preço do petróleo (impacto em E&P) e da redução do consumo de derivados no mercado interno, com diminuição nas receitas de abastecimento, mesmo com o reajuste nos preços de diesel e gasolina ocorridos em setembro. Tal redução de demanda levou ao arrefecimento das importações, ou seja, menores custos, além de queda no *lifting cost*. Com isso, em adição aos prêmios frente aos preços internacionais praticados (de 2011 até boa parte de 2014 vendia combustíveis mais baratos no Brasil), houve recuperação das margens bruta e Ebitda, mas prejuízo líquido persistiu, por forte pressão de resultado financeiro negativo, devido a depreciação do real e aumento das despesas com juros da dívida (72% do endividamento em dólar), mas sobretudo via *impairment* negativo de BRL 47,7 bilhões no período (aproximadamente BRL 14,3 bilhões) pela revisão das perspectivas futuras da Cia, considerando a expectativa de queda nas receitas operacionais pelo declínio dos preços de petróleo e pela perda do grau de investimento, dadas as reduções de rating atuadas pelas três maiores agências de classificação de crédito à época.

Pela primeira vez, desde o período de análise deste trabalho, o fluxo de caixa operacional gerado pela Petrobras superou os investimentos realizados no ano, assim sendo, empresa foi capaz de gerar caixa livre positivo. Apesar disso, tal geração foi insuficiente para arcar com o pagamento de juros e parcelas da dívida, o que levou a novas captações de dívida com terceiros, mas considerando efeito positivo da variação cambial no ano de BRL 24 bilhões (USD 7,2 bilhões) e fluxo de caixa livre positivo, as necessidades de captação foram tais que o endividamento financeiro bruto e líquido da Petrobras reduziu, após crescente contínua desde 2011. O grupo, no entanto, apresentou piora de liquidez e alavancagem de balanço, com prejuízos redutores do PL, deteriorando a robustez patrimonial, apesar das melhorias em rentabilidade operacional.

4.3.3. 2016 – 2017

Em 30/05/2016 Pedro Parente assume a presidência da Petrobras, que exige autonomia de gestão para reconstruir a empresa, com foco em quatro pilares: redução de custos, diminuição da dívida, venda de ativos e investimentos em projetos com retorno adequado. Durante o ano, foram tomadas diversas medidas com o intuito de melhorar a governança da companhia, quais sejam, redução dos poderes de decisão dos diretores, novos comitês técnicos e novo canal terceirizado para denúncia anônima, além de nova política de preços dos derivados do petróleo, em linha com paridade internacional dos preços. A partir disso, começa-se a reduzir o grau de intervenção governamental na empresa, com esferas de decisão mais independentes dentro da companhia e mudanças de políticas que estimulam a competitividade no setor de óleo e gás, como as alterações na lei do pré-sal e do conteúdo local.

A empresa apresentou queda das receitas, sobretudo proveniente da recessão econômica do país, com queda de 3,6% do PIB, que impactou em redução de venda de derivados por baixa demanda por diesel, bem como preços médios mais baixos de combustível para aviões e nafta, em diminuição da receita de energia elétrica por conta de melhoria das condições hidrológicas e queda da receita de gás natural, vide menores preços e demanda termelétrica. Além disso, contribuíram: menor volume de operações no exterior em função da venda da Petrobras Argentina e dos menores preços do Brent (baixa receita de exportação). Por outro lado, houve redução de custos, devido a menores custos de importação, redução dos impostos sobre produção no Brasil (queda do Brent), diminuição dos custos de operações no exterior e de eletricidade, além da queda do *lifting cost*, pela maior participação do pré-sal na produção total, o qual apresenta menores custos operacionais. Também reduziram as despesas (PDD no setor elétrico, despesas tributárias pela adesão de programas de recuperação fiscal e despesas operacionais).

A Petrobras divulgou novamente um resultado financeiro negativo elevado, mas reduzindo na comparação anual (apreciação do real frente ao dólar), além de *impairment* negativo de BRL 20,3 bilhões (cerca de USD 5,8 bilhões), como consequência de recuperação mais gradual nos preços do petróleo, redução nos investimentos futuros e elevação das taxas de desconto. Assim sendo, o grupo teve prejuízo líquido pelo terceiro ano consecutivo, mas com ligeiro ganho de margem bruta e representativo aumento da margem Ebitda, por maior eficiência de custos. Dada a forte redução dos investimentos no ano, a Petrobras teve geração de caixa líquido elevada, mas ainda insuficiente para pagar os juros financeiros e amortizações das dívidas. Mesmo assim, a companhia conseguiu reduzir seu endividamento bruto e líquido, devido a apreciação do real frente ao dólar no período, que afetou positivamente a dívida em

dólar, além de amortização de dívida utilizando recursos próprios e dos desinvestimentos feitos, iniciando o processo de queda de alavancagem prevista, mas com uma redução relevante de caixa. Em termos de estrutura financeira, apresentou boa evolução, com maiores indicadores de liquidez e uma menor alavancagem de balanço e de dívida, além de manter uma robusta posição de caixa, devido a cortes de investimentos, venda de ativos e implementação da nova política de preços.

O ano de 2016 foi repleto de anúncios de desinvestimentos pela Petrobras, em linha com seu plano de desinvestimentos divulgado em 2015. Os desinvestimentos anunciados foram os seguintes:

Subsidiária	USD MM	Adquirente	Data da venda
Bacia Austral	101	CGG	mar/15
Gaspetro (49%)	540	Mitsui	out/15
Petrobras Chile	464	SCC	jul/16
BM-S-8 Carcará (66%)	2.500	Statoil	jul/16
Petrobras Argentina (66,7%)	897	Pampa Energia	jul/16
NTS (90%)	5.190	Brookfield	set/16
NSS	165	Taiyo OC	out/16
Guarani (45,97%)	202	Tereos	out/16
Liquigás	848	Ultrapar	nov/16
Parceria com a Total	2.200	-	dez/16
Nova Fronteira (49%)	133	São Martinho	dez/16
Suape e Citepe	385	Alpek	dez/16
Total	13.625		

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

Em dezembro de 2016, o TCU (Tribunal de Contas da União) emitiu medida provisória para suspender o plano de venda de ativos da Petrobras, permitindo apenas a conclusão de cinco negociações em fase avançada naquele período. A finalidade dessa medida, seria pela falta de conformidade com a lei dos processos de venda, visto que não estava ocorrendo licitação aberta (companhia estava escolhendo as empresas participantes do processo), baixo grau de divulgação das negociações e escolha dos assessores em cada venda de ativos, contrariando uma oferta pública. Em março de 2017 o TCU estabeleceu novo formato de venda, aceito pela Petrobras e então a empresa teria de reiniciar os demais processos em andamento (além dos cinco ativos já aprovados à época) para implementar os novos procedimentos definidos pelo TCU.

Em 2017 crescem as receitas ligeiramente, com aumento em exploração e produção pelo maior preço do Brent e uma elevação de custo para o segmento de abastecimento e do *lifting*

cost, auferindo margem bruta similar e leve queda de margem Ebitda. Desconsiderando a variação cambial, reduziram despesas financeiras, fruto da queda no endividamento bruto e de novas emissões a mercado no ano, com custos mais baixos e prazos maiores, que pré-pagaram dívidas com custo superior (aumento de prazo médio e redução do custo médio), reduzindo também o endividamento líquido. A empresa teve crescimento na geração de fluxo de caixa livre, por conta da redução dos investimentos e das vendas de ativos e participações, ambas previstas no PNG (Plano de Investimentos) e neste ano, tal geração foi suficiente para arcar com seu fluxo de financiamento (amortizações e juros).

4.3.4. 2018 - 2019

Apesar da elevação do Brent no ano, com maior volume de vendas de diesel a preços maiores, em 2018 houve queda nas vendas de derivados de petróleo no mercado interno e de exportações, dada a menor produção de petróleo. Com aumento do Brent, queda do *lifting cost* e redução nas despesas administrativas, a empresa foi capaz de auferir margens bruta e Ebitda representativamente maiores que a dos anos anteriores, em consonância as maiores margens nas vendas domésticas e em exportações. Graças ao maior lucro operacional e aos melhores resultados financeiros, com menores despesas com juros após o pré-pagamento de dívidas, com renegociação de dívidas no setor elétrico, a companhia atingiu lucro líquido positivo. Apesar de leve redução na geração de caixa operacional, a geração livre foi impactada positivamente pelas receitas advindas dos desinvestimentos.

2019 é um ano marcado por plano de desinvestimentos concluído, com venda da TAG, BR Distribuidora e outros ativos de E&P, um total de quase USD 15 bilhões apenas em 2019:

Subsidiária	USD MM	Adquirente	Data da venda
Distribuição no Paraguai	381	Copetrol	mar/19
Refinaria de Pasadena	562	Chevron	mai/19
TAG (90%)	8.722	Engie	jun/19
BR Distribuidora (30%)	2.553		jul/19
Campo de Maromba	90	BW Offshore	set/19
Polo Pargo	324	Perenco Petróleo	out/19
Belém Bioenergia Brasil	6	Galp Bioenergy	nov/19
Campo de Frade (30%)	100	PetroRio	nov/19
Campo Tartaruga Verde (50%)	1.294	Petronas	dez/19
Campos Terrestres - RN	384	Petroreconcavo	dez/19
Total	14.416		

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

No ano de 2019, há redução nas receitas pela queda no preço do brent, em adição a um menor volume de derivados vendidos, sobretudo nafta e gasolina. A empresa foi capaz de reduzir seus custos (CPV), devido a menores custos na produção de gás natural e derivados, com energia elétrica pela menor geração e preços reduzidos, além de corte de gastos em operações com o exterior. Assim sendo, a Petrobras atingiu margens bruta, Ebitda e líquida acima das auferidas em 2018, com grande redução de *lifting cost* no período, com o aumento da produção do pré-sal nos resultados do conglomerado. Mesmo com o reporte de despesas financeiras mais elevadas que no ano anterior, empresa foi beneficiada por ganhos de capital sobre os desinvestimentos feitos (TAG, BR Distribuidora e ativos de exploração e produção), com impactos positivos no Lucro Líquido.

Com a boa rentabilidade atingida, a companhia teve boa geração de caixa operacional. Muito embora, tenho feito investimentos maiores em 2019, por conta das rodadas de licitações no ano, graças aos recursos oriundos da venda dos ativos, encerrou com um investimento líquido mais baixo, portanto, seguiu na trajetória de crescimento da geração de caixa livre, cuja destinação fora principalmente para pagamento de dívida. No período, a empresa seguiu a evolução no perfil da dívida, tornando-a mais alongada e reduzindo seu custo. Vale ressaltar que apesar de impacto no indicador de liquidez, a companhia se manteve com boa solvência, com uma posição de caixa ao fim de 2019 capaz de cobrir os dois próximos anos de endividamento vincendo da empresa, sem nenhuma geração de caixa.

4.3.5. 2020 - 2021

Em 2020 foi declarada pela OMS o início da pandemia do Covid-19, que para a Petrobras gerou dois impactos principais, quais sejam, a queda do Brent e o incremento do câmbio médio no ano. Em decorrência deste cenário e pensando na saúde financeira do grupo, foram adotadas algumas medidas ao longo de 2020, dentre elas: postergação de dividendos, redução dos investimentos previstos, diminuição do fator de utilização das refinarias, de gastos operacionais (com hibernação de algumas plataformas de águas rasas) e de compra de gás natural do Campo de Manati. No ano a empresa seguiu com o plano de desinvestimentos, apesar de menor expressividade em relação a anos anteriores.

Subsidiária	USD MM	Adquirente	Data da venda
PO&GBV	1.530	Petrovida	jan/20
Polo Macau	191	3R Petroleum	mai/20
Polo Pampo e Enchova	451	Trident Energy	jul/20
TAG (10% remanescente)	205	Engie	jul/20
Ponta do Mel e Redonda	7	Central Resources	jul/20
Polo Lagoa Parda	9	Imetame Energia	set/20
Campo de Baúna	380	Karoon	nov/20
Liquigás	879	Copagaz/Itaúsa/Nacional	dez/20
Total	3.652		

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

O ano de 2020 foi marcado pela oscilação do Brent, com elevada redução, por conta de conflitos políticos e do pessimismo no mercado em decorrência da pandemia do Covid-19. Então, apesar de ligeiro aumento no volume de vendas no ano, graças ao incremento das exportações, devido à forte retração do Brent, a empresa registrou queda de receitas. Mesmo assim, a partir de grande redução de custos, atingindo um *lifting-cost* de USD 5,2/boe pela maior participação de ativos de pré-sal na produção total. Além dos menores custos, a redução nas despesas administrativas, em decorrência da depreciação do real frente ao dólar, foi a maior responsável pelos bons resultados da companhia, que teve incremento nas margens Bruta e Ebitda.

O principal detrator dos resultados no ano foi o reconhecimento de um *impairment* de USD 7,3 bilhões (157% maior que em 2019), pela revisão das premissas de retorno esperado dos campos em exploração e em desenvolvimento, o que inclusive levou a hibernação de 37 plataformas de águas rasas da Petrobras. Muito embora tenha auferido um Ebitda nominal menor do que o do ano anterior, pela queda de receitas, a qual engendrou uma variação de capital de giro positiva, o que elevou o patamar de geração de caixa operacional e com um menor valor de investimentos no ano, revisado ao longo do ano para descartar projetos que deixaram de ser viáveis dado o novo patamar do Brent, a Petrobras atingiu geração de caixa livre mais elevada na comparação anual, frente a 2019. Dessa maneira, foi possível realizar uma redução da dívida bruta, além de reforçar a posição de caixa em 2020, tornando-se menos alavancada em termos de endividamento, com manutenção de uma liquidez equilibrada e de alongamento da dívida.

Em 2021 há grande incremento de faturamento, direcionado pela recuperação do preço do Brent, que havia retraído no ano anterior. Novamente, há leve melhora da margem bruta, com ligeira queda do *lifting cost* graças a representatividade do pré-sal. Com o aumento das

receitas e manutenção do patamar de margem Ebitda, a companhia auferiu os maiores Ebitda e Lucro Líquido nominais do período de análise deste trabalho. Assim, foi capaz de gerar caixa operacional e livre nos patamares mais elevados dos últimos anos, o que propiciou um elevado pagamento de dividendos e grande redução do endividamento da empresa, com novo aumento de prazo médio da dívida. A estrutura patrimonial da Petrobras foi fortalecida no período, com redução relevante no DFL/Ebitda (1,1x) e de alavancagem (1,5x), além de melhoria na liquidez (1,25x).

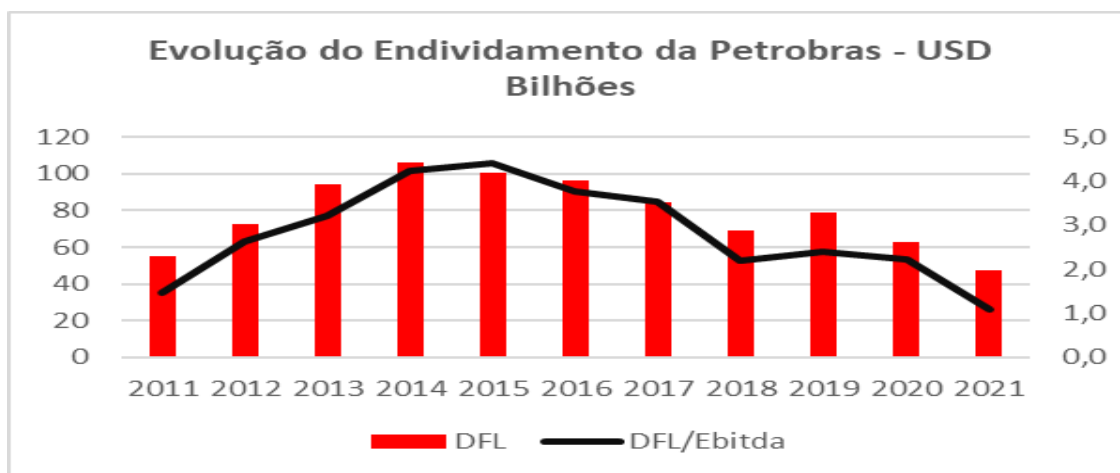
Subsidiária	USD MM	Adquirente	Data da venda
Petrobras Uruguai Dist.	62	Grupo DISA	fev/21
NTS (10%)	333	NIG Participações	abr/21
Concessão Frade	100	Petrório	mai/21
Mangue Seco 1, 2, 3 e 4	30	V2I Energia	mai/21
BR Distribuidora (23,7%)	2.238		jul/21
Polo Rio Ventura	94	3R Petroleum	jul/21
BM-S-9 Campo Lapa (10%)	49	Total Energies	ago/21
RLAM	1.650	MC Brazil	nov/21
Breitener	58	Breitener Holding	nov/21
TEP e CEM	32	GPE	nov/21
Complexo Miranga	220	PetroRecôncavo	dez/21
Complexo Remanso	30	PetroRecôncavo	dez/21
UTES - BA	18	GPE	dez/21
Complexo Cricaré	155	Karavan SPE	dez/21
Complexo Alagoas	300	Origem Energia	abr/22
Total	5.369		

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

4.3.6. A evolução da Petrobras nos últimos dez anos

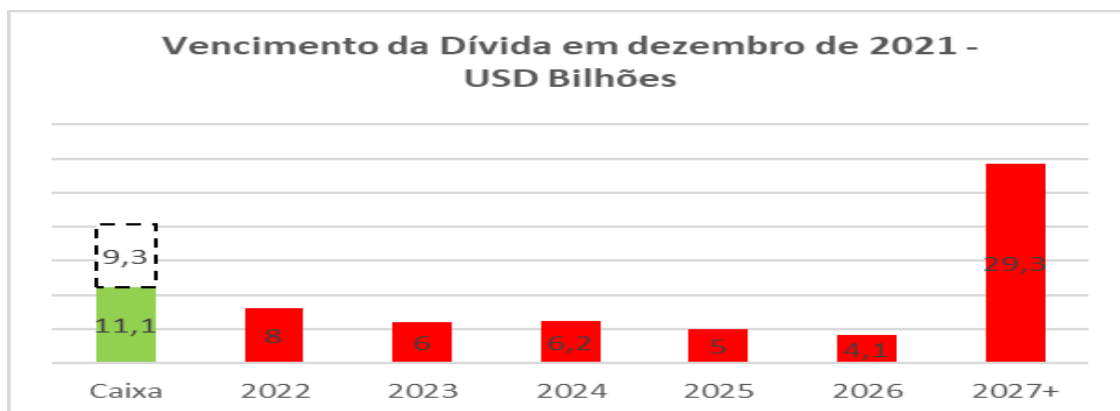
A dívida da Petrobras é crescente de 2011 a 2014, em linha com uma geração de caixa livre negativa nesses anos, dada a baixa eficiência dos investimentos, muito volumosos, além de distribuições de dividendos elevadas nestes anos, o que drenava ainda mais recursos. O ano de 2014 marca o ponto de inflexão da companhia, visto que com a Lava-Jato, há mudanças em gestão e governança do conglomerado, que se traduzem em melhores resultados dali em diante. A partir de melhora na eficiência da operação, com cortes de custos e despesas, a renegociação da dívida ao longo dos anos, com alongamento dos prazos, além de um plano de investimentos mais contido, com foco em investir apenas em projetos economicamente viáveis, a empresa passou a gerar caixa livre recorrentemente e a níveis elevados, que aliada a uma tímida distribuição de recursos até 2020, em linha com os planos de redução do endividamento da

Petrobras, foi de extrema importância para realizar as amortizações e até pré-pagar algumas dívidas durante estes anos, o que propiciou desalavancagem de 2015 em diante.



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

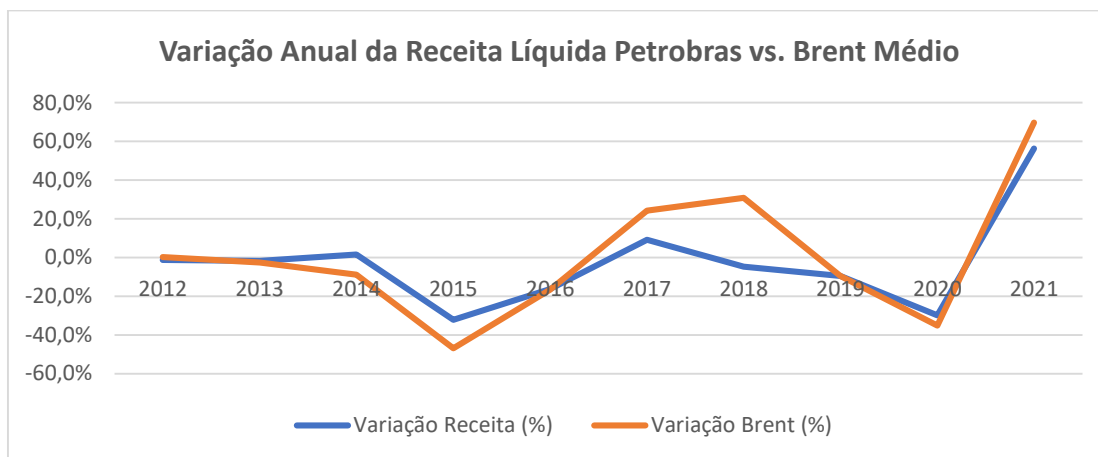
Encerrou o exercício de 2021 com uma posição de caixa de USD 11,1 bilhões, ao passo que o caixa mínimo definido é de USD 5,5 bilhões, além de possuir saldo de USD 9,3 bilhões em RCFs contratadas e não utilizadas (linha de crédito compromissada), com vencimentos em 2024 e 2025. Encerrou o ano com um prazo médio da dívida de 13,39 anos, a uma taxa média de 6,20% e o padrão de amortização deste endividamento é evidenciado no gráfico abaixo:



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

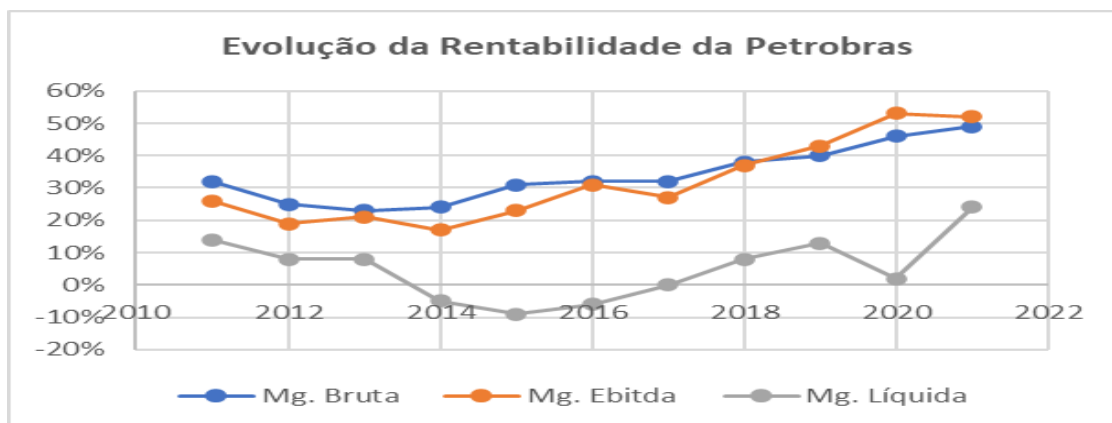
Como mencionado acima, um dos fatores contribuintes à redução do endividamento foi a melhora da rentabilidade, a qual contribui para maior geração de caixa livre, que por sua vez é utilizada para realizar os pagamentos necessários. Por se tratar de uma commodity, as receitas da Petrobras estão muito atreladas ao comportamento dos preços internacionais do petróleo no mercado e no período analisado, a correlação entre a variação dos preços médios do Brent e das

receitas da Petrobras atinge o valor de 92,23%. É possível enxergar essa correlação no gráfico abaixo:



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

O grande diferencial da companhia ao longo dos últimos dez anos, que engendrou alterações na qualidade dos números da empresa, foi a evolução da sua rentabilidade, isto é, nos ganhos em eficiência operacional (mensurado neste trabalho pela evolução das margens Bruta e Ebitda) nas atividades empregadas pelo conglomerado:

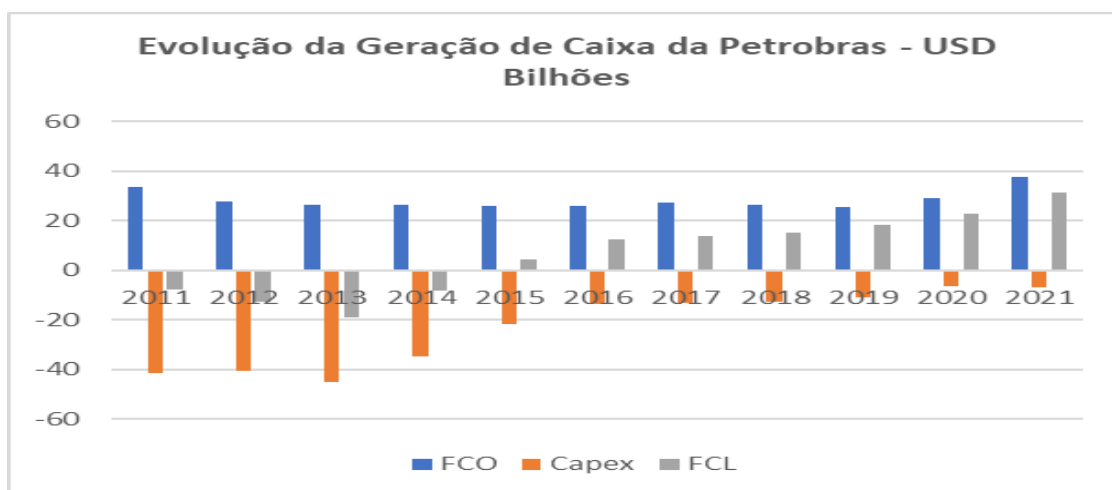


Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

Em termos de eficiência operacional, a Petrobras praticamente não apresentou melhora entre 2011 e 2014, tendo ligeira piora no período, o que alinhado aos investimentos elevados realizados anualmente, impactava fortemente o potencial de geração de caixa livre da empresa, corroborando para uma destruição de geração de recursos, a qual contribuiu para o aumento do endividamento. Além disso, entre 2014 e 2016, a empresa teve seu Lucro Líquido extremamente impactado, haja vista os ajustes negativos via *impairment* em 2014 e 2015, referentes à postergação de projetos, à queda nos preços do petróleo, com revisão das perspectivas futuras da companhia, consequência dos menores preços no mercado, mas também

da perda de grau de investimento no grupo, dada a conjuntura da Lava-Jato, que reduziu a percepção de qualidade de crédito da Petrobras mundialmente. Outro fator responsável para a conjuntura de menores lucros auferidos, foi a pressão das despesas financeiras, tendo em vista o crescimento da dívida nestes anos, além da depreciação do real frente ao dólar, considerando que mais de 70% da dívida era dolarizada.

A partir de 2016, no entanto, a empresa passou a empregar menores níveis de investimentos, em consonância à estratégia de redução da alavancagem, o que alinhado a transformações na governança e gestão do grupo após a Lava-Jato, com fortes tendências de melhora de eficiência na operação e nos investimentos (em conjunto ao plano de desinvestimentos), propiciou ao grupo um cenário de grande crescente em suas margens operacionais e líquida. Isso foi possível graças aos cortes de custos (visto de forma clara pela grande redução do *lifting cost* nos anos seguintes) e redução do endividamento, com menor pressão de resultado financeiro negativo. Todo este novo arcabouço estratégico do conglomerado foi, naturalmente, extremamente benéfico para a geração de caixa da empresa, que já a partir de 2015 começa a atingir geração de caixa livre excedente, crescente desde então, o que por sua vez influência na melhor estrutura de capital apresentada, com redução drástica do endividamento até 2021. A evolução na geração de caixa livre mostra perfeitamente o sucesso da estratégia traçada de ganhos de eficiência operacional e nos investimentos.



Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

É evidente, a partir da análise dos indicadores financeiros da Petrobras, a melhora apresentada nos últimos anos. Muito embora a maior qualidade dos números da empresa seja inquestionável, é importante entender a posição da empresa no contexto global, comparando-a com outras empresas atuantes no mesmo segmento, a fim de definir se os indicadores apresentados atualmente são de fato positivos, ou se apenas estão em linha com o mercado em

que a companhia atua. Nesse sentido, far-se-á uma análise comparativa entre os números da Petrobras e de duas empresas globais, atuantes no mesmo segmento, para entender quão competitiva é a Petrobras no contexto internacional do setor de óleo e gás, quais sejam, a Shell e a BP.

4.3.7. Análise Comparativa

Comparáveis	Petrobras			Shell			BP PLC		
Market Cap (11/2022)	USD 62,32 Bilhões			USD 199,5 Bilhões			USD 107,65 Bilhões		
Ano	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Receita Líquida	76.589	53.683	83.966	344.877	184.543	261.504	159.307	105.944	157.739
Lucro Bruto	30.857	24.488	40.802	65.456	43.449	62.770	46.910	25.768	41.314
Margem Bruta (%)	40%	46%	49%	19%	24%	24%	29%	24%	26%
Ebitda ajustado	32.707	28.391	43.555	56.644	36.533	55.004	8.934	5.214	12.035
Margem Ebitda (%)	43%	53%	52%	16%	20%	21%	6%	5%	8%
Lucro Líquido	10.151	1.141	19.875	16.432	-21.534	20.630	4.190	-20.729	8.487
FCO	25.600	28.890	37.791	42.179	34.105	45.104	25.770	12.162	23.612
FCL	18.376	23.016	31.466	25.489	20.828	40.343	10.352	-144	12.725
DFB	87.121	75.538	58.743	96.424	108.014	89.086	67.724	72.664	61.176
DFL	78.861	63.168	47.626	78.370	76.184	52.086	45.252	41.553	30.495
DFL/Ebitda (x)	2,41x	2,22x	1,09x	1,38x	2,09x	0,95x	5,07x	7,97x	2,53x
Alavancagem (x)	2,1x	2,17x	1,50x	1,12x	1,39x	1,31x	1,93x	2,13x	2,18x
Liquidez Corrente (x)	0,97x	1,0x	1,25x	1,16x	1,25x	1,35x	1,12x	1,2x	1,13x
ROE (%) - LL/PL	14%	2%	28%	9%	-14%	12%	4%	-24%	9%

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras, Shell e BP. Dados expressos em milhões de dólares (exceto quando indicado).

Quando comparada a outros players do setor petrolífero, observa-se que a Petrobras apresenta boa competitividade, diante de adequados drivers operacionais, o que lhe garante margens operacionais acima dos demais. No caso da Petrobras, destaca-se o baixo lifting cost das atividades do pré-sal, divisão que tem aumentado a representatividade à medida que majoritariamente o Capex da companhia é voltado para sua exploração, com desinvestimentos em águas rasas e onshore. Graças a essa eficiência de custos, é capaz de atingir níveis mais elevados de margens Bruta e Ebitda, o que denota certa vantagem competitiva em relação as demais. A partir disso, nota-se que a companhia tem conseguido gerar maiores quantidades de caixa livre em relação as outras, proporcional ao seu porte, o que tem contribuído para uma maior evolução da sua estrutura de capital frente as demais, com evolução mais representativa de sua liquidez e seu nível de endividamento nos últimos anos.

A Petrobras reinveste em média 11% da sua receita em Capex, ao passo que as empresas comparáveis, em média 6%. Mesmo assim, dada a intensa geração de caixa, alinhada a um plano de desinvestimentos e de redução de dívida bruta, a Petrobras reportou um DFL/Ebitda mais baixo e próximo ao dos principais players do setor. Vale destacar que as demais empresas possuem capital social bastante difundo e que, caso comparada com players que possuem participação governamental, como a Pemex, a Petrobras mantém resultados melhores e situação

financeira mais salubre. Os principais detratores da companhia em relação aos seus comparáveis, portanto, são a concentração de faturamento em bacias e campos de produção específicos, mas principalmente o elevado “risco país”, devido à concentração de receitas no Brasil e ao controle estatal exercido sobre a empresa.

4.3.8. Perspectivas Futuras

Em 2022, no contexto do conflito da Ucrânia e sanções comerciais impostas à Rússia (responsável por 11% da produção de óleo global), o Brent continuou sua trajetória de incremento. A perspectiva é de que as commodities energéticas permaneçam em patamares elevados em 2022 e 2023. As operações de upstream se beneficiarão dos preços excepcionalmente altos do petróleo e do gás e preocupações com as exportações russas em meio as sanções, são cruciais para as margens de refino, especialmente na Europa, onde influenciará a disponibilidade de matéria-prima e o fornecimento de combustível da Rússia. Em relação aos próximos anos, a Petrobras divulgou seu plano estratégico de 2022 a 2026, que será abordado adiante, para tentar inferir a direção que deve seguir financeiramente.

Plano Estratégico 2022-2026

Com o processo de redução de dívida concluído em 2021, o plano estratégico de cinco anos da Petrobras passou a ter como foco maximizar o valor do portfólio, com um enfoque na operação em águas profundas e ultra-profundas, com foco econômico e ambiental, com intenção de redução da emissão de carbono no processo produtivo. No plano estão previstos desinvestimentos entre USD 15 bilhões e USD 25 bilhões, na busca de maior eficiência do negócio, ao passo que o Capex é de USD 68 bilhões (24% superior ao divulgado no plano estratégico de 2021 a 2025), sendo 84% em E&P. Os principais impulsionadores desse aumento de CAPEX são: a estratégia de compras das plataformas de Búzios, a priorização de novos projetos, a revisão do desinvestimento de Marlim (manter no portfólio) e os impactos da pandemia de Covid-19. Em contrapartida, também houve fatores que reduziram os investimentos, que incluem a aquisição pela CNOOC de uma participação adicional de 5% no Contrato de Partilha de Produção da Cessão de Direitos do Excedente de Búzios e a desvalorização do real frente ao dólar.

Dentro do CAPEX previsto para E&P, 67% (USD 23 bilhões) estão voltados a projetos do Pré-Sal, sendo a bacia de Campos a que receberá os investimentos mais expressivos, com potencial de incremento de 0,2 milhões de boed até 2026. No campo de ESG, há USD 1,8 bilhões de Capex previstos para iniciativas de descarbonização das operações já existentes,

quais sejam, a separação de CO₂, implementação de sistemas de detecção de CH₄, comissionamento de “flares” fechados e projetos de redução de CO₂ em refinarias. No segmento de Refino, a estratégia está focada em ativos próximos à maior oferta de petróleo e ao maior mercado consumidor brasileiro, aproveitando a sinergia e integração com os ativos de E&P. Consistente em manter o plano de desinvestimentos em relação a algumas unidades de refino e, em contrapartida, aumentar o investimento em atualizações das refinarias restantes para aumentar a produção de diesel S-10, capacidade de biorefino e eficiência operacional, enquanto se reduzem as emissões. Atualmente, possui 12 refinarias localizadas em diferentes regiões do Brasil e o objetivo estratégico é manter apenas cinco refinarias na região Sudeste.

Em relação aos desinvestimentos, a expectativa é de entrada de caixa entre USD 15 e 25 bilhões (inclui a venda de 5% de Búzios para a CNOOC, já efetuada em 2022) entre os exercícios de 2022 e 2026, com ênfase nos ativos abaixo:

E&P	Refino, Gás e Energia
Ativos em águas rasas	Refinarias distantes de SP-RJ
Ativos internacionais	Gasodutos
Albacora e Albacora Leste	Gaspetro
Golfinho/Canapu	Braskem
Papa-Terra	UTES a óleo
Uruguá/Tambaú	Usinas de fertilizantes
Camarupim	

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados publicamente divulgados pela Petrobras.

5. CONCLUSÃO

Com o estudo aqui realizado, algumas conclusões podem ser tiradas acerca da evolução da Petrobras ao longo da década que compreende o período de 2011 a 2021. Primeiramente, é notória a influência do meio político nos resultados auferidos e estratégias adotadas pela companhia, dada a participação governamental na empresa, mais de uma vez em sua história foi possível observar medidas de gestão controversas, voltadas a tentativa de angariar apoio político e aprovação da população, mesmo que em detrimento das regras mercadológicas, por exemplo, com o não seguimento da paridade internacional dos preços do petróleo. Sendo assim, aponta-se como o principal risco para o conglomerado, o risco político, considerando que a instabilidade nesse cenário pode acarretar mudanças drásticas de gestão e governança, que corroborem para a realização de medidas que não possuam um planejamento de longo prazo, apenas focadas em ganhos de curto prazo por parte dos governantes, sobretudo em aceitação pública.

Muito embora haja desconforto quanto a possível instabilidade política que existe no âmago desse grupo empresarial, é importante destacar que ao longo dos últimos anos houve,

sem dúvidas, melhora nos indicadores financeiros apresentados pela companhia, a qual se tornou mais saudável financeiramente e robusta ou resistente a possíveis períodos de crise futuros. Nessa década, a partir de mudanças de gestão, que priorizaram resultados de longo prazo, com um planejamento lógico, foi possível apresentar ganhos relevantes em rentabilidade e geração de recursos a partir de sua atividade fim, o que por sua vez influenciou em grande medida em uma melhora na estrutura de balanço apresentada pela empresa, principalmente no que se refere à redução de endividamento, um dos principais pontos de problema apontados em análises passadas da empresa, sobretudo durante o período conhecido como Operação Lava Jato, em que a dívida da empresa atingiu valores exorbitantes.

Para tirar conclusões sobre a trajetória econômico-financeira da Petrobras, mostrou-se extremamente relevante o uso de determinados índices e indicadores financeiros, retirados dos balanços publicamente divulgados pela empresa. Em decorrência da análise destes valores, foi possível traçar diagnósticos acerca dos principais pontos de performance empresarial, quais sejam, lucratividade, endividamento e liquidez. Reforça-se, então, por meio da melhora de grande parte dos indicadores estudados, uma boa evolução da performance empresarial do conglomerado e destaca-se os resultados atingidos nos anos mais recentes, quando comparados a algumas das principais companhias do planeta no segmento, em que se nota a vantagem competitiva que se tem no Brasil, sobretudo referente a eficiência nos custos, o que garante maiores margens à Petrobras frente aos seus concorrentes globais evidenciados neste trabalho.

Apesar dos evidentes ganhos de eficiência, a instabilidade política mostrou novamente grande força em 2022, dado que desde a eleição do presidente eleito Luiz Inácio, a Petrobras perdeu considerável valor de mercado (cerca de 30%). Isso aconteceu por conta de falas do presidente eleito que indicaram uma provável maior intervenção do Estado, tendo ocorrido críticas aos valores de dividendos distribuídos pela estatal, com a defesa de realização de maiores investimentos, um posicionamento que vai de encontro à estratégia implementada pela empresa desde o impeachment de Dilma Rousseff, sobretudo ao que se refere a investimentos em refinarias, as quais a companhia vinha se desfazendo, tendo realizado inclusive um acordo com o CADE nesse sentido, para aumentar a concorrência no segmento de refino de combustíveis. Luiz Inácio também já defendeu o fim da paridade dos preços, um dos pilares adotados pela Petrobras durante a gestão de Pedro Parente, outro ponto que realça a possibilidade de grande instabilidade na empresa nos próximos anos e que pode transformar os resultados que a empresa tem atingido nos períodos mais recentes.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, Cesar. Augusto. Tiburcio. Administração de capital de giro. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- BRAGA, Roberto. Fundamentos e técnicas de administração financeira. São Paulo: Atlas, 1995.
- GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 7 ed. São Paulo: Harbra, 2002.
- MATARAZZO, Carmine D. Análise financeira de balanços. 6 ed. São Paulo, 2007.
- ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. Projetos de estágio e de pesquisa em Administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- SILVA, José Pereira da. Análise financeira das empresas. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSAF NETO, Alexandre. Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. Análise de balanços. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- MACEDO, M. A. S.; SILVA, F.F.; SANTOS, R. M. Análise do mercado de seguros no Brasil: uma visão do desempenho organizacional das seguradoras no ano de 2003. Revista de Contabilidade e Finanças, USP, Edição Especial, 2006.
- FAGUNDES, J. A. et al. Análise das demonstrações contábeis: reflexos da conjuntura econômico-social no patrimônio de uma cooperativa de crédito – Sicredi Ouro Verde. Revista ConTexto, Porto Alegre, v.8, n 13, 1º semestre. 2008.
- PEREZ JUNIOR, José Hernandez; BEGALLI, Glaucos Antônio. Elaboração e análise das demonstrações contábeis. 4. Ed. São Paulo, Atlas, 2009.