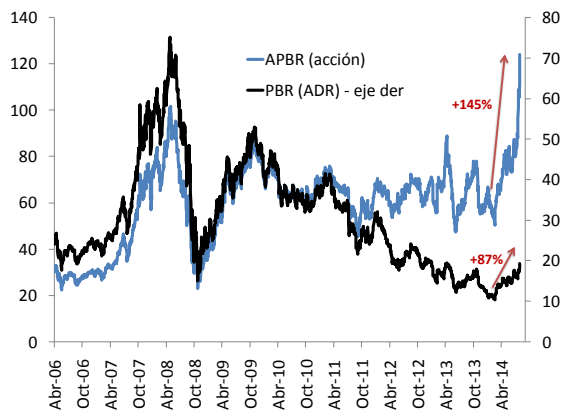


29 de Agosto de 2014

Petróleo Brasileiro S.A.

La acción no detiene su marcha. El rally desde marzo a la fecha es formidable, el precio de Petróleo Brasileiro S.A. (en adelante Petrobras) subió nada menos que un 145% en la Bolsa porteña y un 87% el ADR en Nueva York. Luego de varios años de intenso castigo, los inversores le dieron finalmente una pequeña cuota de confianza a la compañía. ¿Por qué este brusco cambio de tendencia? En el *Resumen Económico* de hoy intentaremos describir las razones de la reciente suba y los principales desafíos hacia delante.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Las causas del desplome

La compañía tocó sus máximos por encima de los U\$70 (ADR) en el 2008 antes de la crisis internacional. Estallada la crisis y en sintonía con el resto del mercado, el ADR se desplomó a U\$15 para luego rebotar y alcanzar nuevamente los U\$53 a finales de 2009. A partir de entonces, el escepticismo de los inversores se incrementó y los precios comenzaron una marcada trayectoria descendente. Varias razones fundamentaron el pesimismo de los inversores.

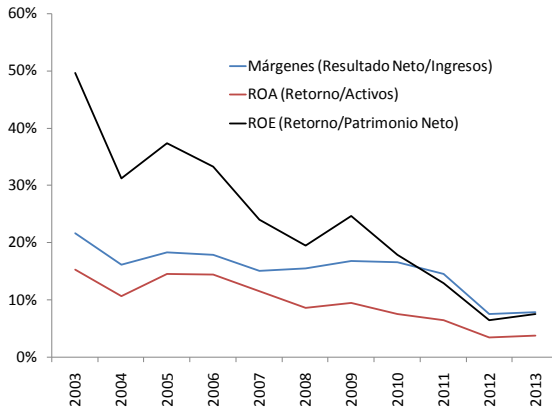
En primer lugar, la compañía se vio castigada por el mal desempeño macroeconómico de Brasil. De ser uno de los niños mimados emergentes por parte de los inversores

durante gran parte de la década pasada, pasó a estar en el ojo de la tormenta a partir del 2010. Las dificultades del gigante latinoamericano para crecer, el bajo nivel de inversión en relación al PBI, el pesado tamaño de su sector público, la apreciación de su tipo de cambio real, la alta tasa de interés en términos reales y su dependencia de los flujos de cartera externos se tradujeron en un pobre crecimiento en los últimos años. Como suele suceder, el entorno económico afectó el precio de la principal petrolera brasilera.

En segundo lugar, el ensanchamiento de la empresa no trajo los resultados esperados. Si bien el mercado tomó de buena forma la mayor emisión de acciones de la historia por cerca de U\$70.000 millones, con el tiempo el optimismo comenzó a desaparecer. Para financiar sus imponentes planes de inversiones, fundamentalmente por la entrada en producción de nuevos campos del Pre-Sal, la empresa también aumentó su deuda de forma considerable. El ratio deuda neta/EBITDA creció fuertemente los últimos años y se ubica en 4,2, nivel por encima de sus pares. La deuda neta ya supera los U\$109.574 millones. Como veremos a continuación, el mayor endeudamiento no se plasmó en mejores resultados, alimentando de esta forma la desconfianza de los inversores.

Un punto clave en el desplome de la acción fue la contracción de los márgenes de rentabilidad durante los últimos años. A su vez, esto se explicó por la política de control de precios a los combustibles aplicada por el Gobierno. Para contener las presiones inflacionarias, el ejecutivo fijó los precios de venta en el mercado interno dañando de lleno los resultados de Petrobras. La empresa se ve obligada a importar a precios internacionales parte del crudo que refina, para luego vender localmente productos derivados a un precio menor, incurriendo en pérdidas. De esta manera, el subsidio

implícito del Gobierno se ve reflejado en la hoja de balance de la compañía. En el gráfico a continuación están los márgenes y ratios de rentabilidad de los últimos años:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de ycharts y Morningstar.

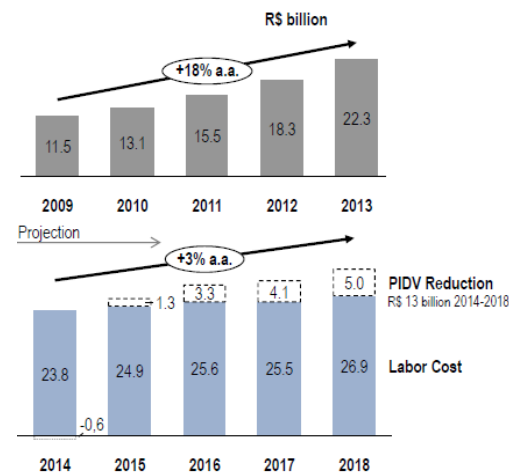
Por último, la depreciación del real frente al dólar también castiga al precio del ADR en Nueva York. A partir del 2011, la debilidad del real influyó en la baja del ADR. En sentido contrario, en lo que va del año, el real se fortaleció impulsando el precio de cotización en dólares. La inmensa mayoría de sus ingresos y gastos son en reales, con la cual la volatilidad de la moneda brasilera afecta la cotización en Nueva York.

Del pesimismo al optimismo

Como mencionamos, en los últimos meses se revirtió la tendencia bajista. En primer lugar, la acción se vio favorecida por la menor intención de voto que las encuestadoras le dan a Dilma Rousseff. Lo que hasta hace algunos meses parecía un triunfo cantado, los últimos sondeos indican un final mucho más cerrado en un eventual ballotage.

Por otro lado, la compañía emprendió una reestructuración con el objetivo de aumentar la eficiencia y reducir los costos. Estos programas de optimización de costos vienen mostrando buenos resultados (PROCOP, PRODESIN y PROEF). En la primera parte del año el ahorro total alcanzó los U\$2.100

millones, cerca del objetivo anual fijado por la empresa en U\$3.200. En la misma dirección y con el objetivo de reducir sus costos laborales, en enero de este año la empresa implementó un plan de retiro voluntario para todos sus empleados mayores a 55 años. El plan incluye a 8.300 empleados (12% del total), tiene un costo por previsiones de R\$2.400 millones y, según los cálculos de la compañía, la potencial reducción de costos alcanzaría los R\$13.000 millones hacia 2018. El programa fue bien recibido por el mercado, dado que los costos laborales venían creciendo al 18% interanual.



Fuente: Presentación institucional 1er trimestre de 2014.

El balance del segundo trimestre presentado hace unos días ratificó la racha alcista. Las noticias esperanzadoras no llegaron de la mano de los resultados. De hecho, los resultados operativos, los resultados netos y el EBITDA continúan empeorando en términos interanuales. El impulso llegó gracias a los datos de producción.

En términos interanuales, la producción creció un 1,6%, gracias a la puesta en marcha de nuevos pozos. La noticia para destacar es la muy buena performance en la explotación del Pre-Salt. El último dato del mes de julio muestra una producción record de 546 mil barriles por día, un 16% por encima del máximo anterior de mayo. La producción total alcanzó también un nuevo record en julio de 2.049 mil barriles por día. Esta

noticia fue más que bienvenida por el mercado, ya que el incremento en la producción en el Pre-Salt viene acompañado de una reducción considerable en los costos de extracción.

	2do Trim 2014	1er Trim 2014	Var. t/t	2do Trim 2013	Var. a/a
Ingresos	82.298	81.545	0,9%	73.626	11,8%
Costos	(63.283)	(62.091)	1,9%	(54.919)	15,2%
Resultado Bruto	19.015	19.454	-2,3%	18.707	1,6%
Gastos de Adm y Vtas	(5.665)	(5.612)	0,9%	(5.391)	5,1%
Resultado Operativo	8.848	7.577	16,8%	11.341	-22,0%
Intereses Netos	(669)	348	-292,2%	(3.161)	-78,8%
Rdo antes de impuestos	7.867	7.589	3,7%	7.945	-1,0%
Resultado Neto	5.191	5.786	-10,3%	5.679	-8,6%

millones de reales

Fuente: Elaboración propia en base a datos de último balance.

Perspectivas

En resumen, varios motivos explican el despegue de la acción. La probable derrota de Dilma y que cada vez más los ejecutivos de Petrobras reclamen una convergencia del precio local al internacional son noticias bienvenidas por parte de los inversores. Por otra parte, los programas de optimización de costos vienen mostrando buenos resultados, fundamental para mejorar los resultados operativos.

Sin lugar a dudas la noticia más importante viene por las buenas expectativas en cuanto al aumento de la producción. Esto permitiría reducir las importaciones a precios superiores a los precios de venta locales, lo que aumentaría los resultados operativos. A su vez, esto favorecería un mayor flujo de caja lo que reduciría las necesidades de financiamiento, otra cuestión clave a seguir de cerca dado los altos ratios de endeudamiento que exhibe la empresa.

Juan Battaglia
Economista Jefe