



Reportes Financieros
Burkenroad Reports Colombia
Primer Semestre 2012

PETROLEO BRASILEIRO S.A
PETROBRAS



PETROBRAS

Analista:
Sebastián Zapata Calderón

Tutor:
Julián Benavides Franco

CONTENIDO

RESUMEN	4
1. RESUMEN EJECUTIVO	5
1.1 Descripción de la Compañía.....	5
1.2 Misión, Visión y Política	5
2. RESUMEN EMPRESARIAL.....	6
2.1 Actividades	6
2.1.1 Exploración y Producción de Petróleo y Gas	6
2.1.2 Refino de Petróleo y Gas.....	6
2.1.3 Petroquímica.....	7
2.1.4 Distribución	7
2.1.5 Producción de Biocombustible	7
2.1.6 Generación de Energía Eléctrica	7
2.2 Estructura y Tipo de Propiedad.....	7
2.3 Historia de la Compañía	8
2.4 Productos y Servicios	9
3. RESUMEN ADMINISTRATIVO	10
4. ANALISIS DE MERCADO.....	12
5. PLAN DE NEGOCIOS	13
6. ANÁLISIS FINANCIERO.....	14
6.1 Suposiciones Generales	14
6.2 Indicadores Financieras	15
6.2.1 Históricos	16
6.2.2 Proyectados	17
6.3 Balance General	18
6.3.1 Histórico.....	18
6.3.2 Proyectado	19
6.4 Estado de Resultados.....	19
6.4.1 Histórico.....	20
6.4.2 Proyectado	20



PETROBRAS

6.5 Flujo de Efectivo.....	21
6.5.1 Histórico.....	21
6.5.2 Proyectado.....	22
6.6 Valoración de la Compañía.....	22
6.7 Proyección Precio de la Acción.....	24
7. ANÁLISIS DE RIESGO.....	24
8. RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN.....	25



RESUMEN

Este trabajo tiene como objetivo brindar la información suficiente sobre la compañía Petróleos Brasileiros Petrobras S.A, de acuerdo al modelo de reporte financiero Burkenroad Report. En la estructura del reporte y para generar una visión general y de fácil lectura sobre la compañía, se presenta diferentes elementos como la descripción general de la compañía, su historia, un análisis del mercado y el respectivo análisis financiero con sus proyecciones.

Palabras Clave: Burkenroad Report, Petroleos Brasileiros Petrobras S.A, Equity Research, Simulación de Montecarlo, Proyecciones Financieras, Indicadores Financieros, Valoración Financiera.

1. RESUMEN EJECUTIVO

1.1 Descripción de la Compañía

Petróleo Brasileiro es una empresa de energía brasileña de naturaleza semi-pública con participación nacional y extranjera privada. Es movida por el desafío de promover energía capaz de impulsar el desarrollo y garantizar el futuro de la sociedad con competencia, ética, cordialidad y respeto a la diversidad.

Petrobras es una sociedad anónima de capital abierto, cuyo accionista mayoritario es el gobierno de Brasil, actuando como una empresa de energía en los sectores de exploración y producción, refinamiento, comercialización y transporte de oleo y gas natural, petroquímica, distribución de derivados, energía eléctrica, biocombustible y otras fuentes renovables de energía.

Líder del sector petrolífero brasileiro, Petrobras expandió sus operaciones para estar entre las mayores cinco empresas integradas de energía en el mundo hasta el 2020. La empresa esta presente en 28 países previendo inversiones totales entre el 2011-2015 de US\$224.7 billones.

La empresa conduce sus actividades con responsabilidad socio-ambiental y por ello esta entre las empresas más sostenibles del mundo. Desde 2006, forma parte del Índice Dow Jones de Sostenibilidad, con destaque para el perfeccionamiento continuo de las prácticas de gobernanza corporativa y la adopción de estándares internacionales de transparencia.

1.2 Misión, Visión y Política

La Visión y Misión de la empresa expresados en sus propias palabras son:

Misión

“Actuar de forma segura y rentable, con responsabilidad social y ambiental, en el mercado nacional e internacional, ofreciendo productos y servicios adecuados a las necesidades de los clientes y contribuyendo para el desenvolvimiento de Brasil y de los países donde actúa”

Visión a 2020

“Ser una de las mayores cinco empresas integradas de energía del mundo y la preferida por nuestros grupos de interés”

Políticas de salud, seguridad, medio ambiente y salud



PETROBRAS

- Educar, capacitar y comprometer a los trabajadores respecto a las cuestiones de SMS, involucrando proveedores, comunidades, órganos competentes, entidades representativas de los trabajadores y demás partes interesadas;
- Estimular el registro y el tratamiento de las cuestiones de SMS, además de considerar, en los sistemas de consecuencia y de reconocimiento, la actuación en SMS;
- Actuar en la promoción de la salud y en la protección del ser humano y del medio ambiente, mediante identificación, control y monitoreo de riesgos, adecuando la seguridad de los procesos a las mejores prácticas mundiales y manteniéndose preparada para emergencias;
- Asegurar la sostenibilidad de proyectos, emprendimientos y productos a lo largo de su ciclo de vida, considerando los impactos y beneficios en las dimensiones económica, ambiental y social;
- Considerar la eco-eficiencia de las operaciones y de los productos, minimizando los impactos locales adversos inherentes a las actividades de la industria

2. RUSUMEN EMPRESARIAL

2.1 Actividades

2.1.1 Exploración y Producción de Petróleo y Gas

La empresa buscar ir cada vez más profundo y vencer el desafío de producir petróleo en campos marítimos (offshore). Así se transforma en una empresa reconocida internacionalmente por la excelencia mundial en el desenvolvimiento y aplicación de tecnología de exploración y producción en aguas profundas y ultra profundas, siendo la única empresa petrolera en llegar a una profundidad de 7000 mil metros.

2.1.2 Refino de Petróleo y Gas

El refinamiento es una de las actividades de downstream (proceso de exploración, extracción, refino, transporte y mercadotecnia de productos de petróleo), en donde se transforma el oleo bruto en productos esenciales para el día a día. Petrobras trabaja con el objetivo de aumentar su capacidad de producción de las refinerías para atender la creciente demanda por derivados, pero no solo eso, la empresa quiere producir más, buscando productos nuevos.

2.1.3 Petroquímica

Con petroquímica, la empresa busca diversificación de su portafolio de productos, como son nuevas parafinas y otros derivados para la creación de productos como plástico, tintas y goma de mascar (productos que utilizan derivados del petróleo). Con esto, busca además, la valorización del petróleo y el gas natural.

2.1.4 Distribución

La empresa se encuentra presente en todo el proceso de llevar los mejores productos hasta sus consumidores finales. Con Petrobras distribuidora, cuenta con más de siete mil puestos y servicios esparcidos por vías y ciudades de todas las regiones de Brasil.

2.1.5 Producción de Biocombustible

Petrobras se encuentra en un proceso continuo de búsqueda de energías alternativas, la cual los llevo al desarrollo del Biodiesel y del proceso de Hbio, además de ampliarse a la comercialización y la producción de etanol.

2.1.6 Generación de Energía Eléctrica

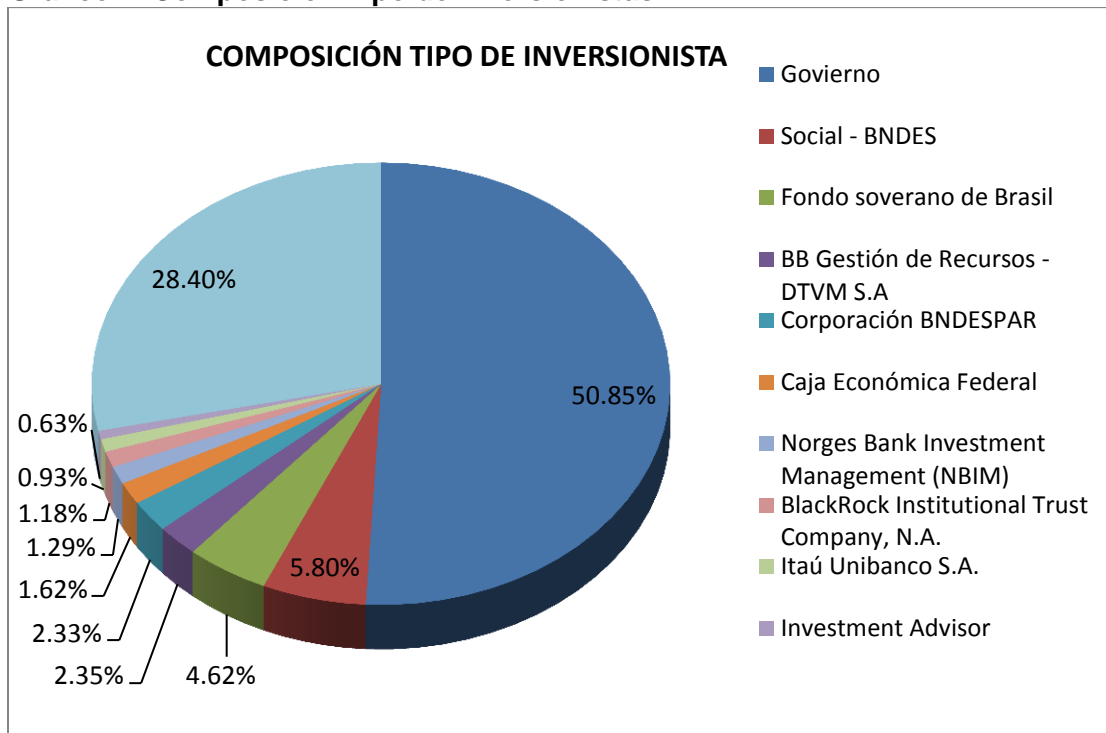
Pensando más allá del petróleo, la compañía actúa también en el sector eléctrico con plantas termoeléctricas, eólicas e hidroeléctricas.

2.2 Estructura y Tipo de Propiedad

La compañía cuenta con 172 buques (52 de propiedad de Petrobras), 16 refinerías, 30 mil kilómetros en ductos y más de siete mil estaciones de servicio. las reservas de la empresa probadas suman alrededor de 14 mil millones de barriles de petróleo, pero la perspectiva es de que esa cifra, como mínimo, se duplique en los próximos años con el descubrimiento de petróleo y gas en el área del pre-sal, siendo esta una formación geológica submarina, nueva como horizonte de exploración de hidrocarburos en aguas muy profundas en el océano Atlántico ubicado a entre 5.000 y 7.000 metros de profundidad y por debajo de una capa de sal de hasta 2.000 metros de espesor.

Petróleo Brasileiro es una empresa brasileña de naturaleza semi-pública de energía, constituida como una sociedad anónima de capital abierto, cuenta actualmente con 576.975 accionistas propietarios de 9.873 millones de acciones distribuido así:

Gráfico 1. Composición Tipo de Inversionistas



2.3 Historia de la Compañía

Después de la Segunda Guerra Mundial, una parte del gobierno brasileño, principalmente los llamados “nacionalistas”, liderados sobre todo por el General militar de Julio Barbosa, dieron inicio a la creación de un movimiento nacional conocido como “el Petróleo es nuestro”, que exigía la creación de un monopolio estatal del petróleo brasileño. El congreso brasileño, entonces aprobó en octubre de 1953, durante el gobierno de Getulio Vargas, la ley no. 2.004, que determinaba la creación de una empresa 100% estatal- la Petróleo Brasileiro SA, Petrobras. La Petrobras ejercería todo el monopolio de la industria petrolífera en el país, incluyendo la pesquisa, extracción, refinó, transporte, distribución de petróleo y sus derivados. El objetivo de creación de Petrobras tenía la estrategia de construir un sistema capaz de garantizar la seguridad interna de oferta del petróleo y crear una red de distribución de dicho insumo en todo país.

La primer subsidiaria de Petrobras, Petroquisa (Petrobras Química S.A), fue creada en 1967. En seguida, durante la administración del General Ernesto Geisel (1974-1979), nuevos proyectos para Petrobras fueron elaborados e iniciados, como la investigación en la plataforma submarina, la negociación de operaciones de investigación en el exterior y la creación de tres nuevas subsidiarias: Petrobras Distribuidora S.A, Petrobras Internacional S.A (Braspreto) y Petrobras Amazonía Copam). En 1976 y 1978 se crearon la Interbras



PETROBRAS

(Petrobras Comercio Internacional), que tenía la función de ampliar los mercados para los productos brasileños y la Petromisa, creada para explorar los yacimientos de potasio, principalmente en el Estado de Sergipe. Con el primer choque del petróleo, en 1973, Petrobras pasó a preocuparse básicamente en alcanzar la auto-suficiencia en la producción del petróleo y gas.

En 1975, el presidente Ernesto Geisel autorizó que Petrobras realizase contratos de riesgo para extraer petróleo. Los contratos de riesgo establecían que en caso de que el petróleo fuera descubierto, este sería de propiedad del Estado de origen o del Estado donde se encuentra el petróleo, y a Petrobras en recompensa por sus inversiones le correspondería el derecho de comprar cierto volumen de crudo a precios preferenciales, por el tiempo de vigencia del contrato de riesgo.

Durante todo el periodo del régimen de monopolio por Petrobras desde 1954 hasta 1997, se convirtió en el líder en el comercio de derivados en Brasil. A partir de ese momento fueron creadas la Agencia Nacional del Petróleo (Agência Nacional do Petróleo), responsable de la regulación, fiscalización y contratación de las actividades del sector, y el Consejo Nacional de Política Energética (Conselho Nacional de Política Energética), que es el encargado de formular las políticas públicas de energía. En 2003, coincidiendo con la conmemoración de sus 50 años, Petrobras se ha duplicado su producción diaria de petróleo y gas natural, superando la marca de 2 millones de barriles, en Brasil y en el extranjero. En 2005, Petrobras anunció un contrato con la empresa japonesa Nippon Alcohol Hanbai para la creación de un joint-venture que suministrara etanol desde Japón hacia Brasil. Para este propósito se creó la empresa Brasil–Japón–Etanol.

En 21 de abril de 2006, el Presidente Luiz Inácio Lula da Silva puso en marcha la producción de la plataforma P-50 en el campo Albacora Leste en la Bacia de Campos, lo que permitió a Brasil alcanzar la autosuficiencia en petróleo.

2.4 Productos y Servicios

El catálogo de productos de Petrobras está compuesto por combustibles líquidos, petroquímicos e industriales, gases industriales y domésticos, naturales y crudos. Todos ellos se comercializan a nivel nacional e internacional.

Petrobras divide sus productos en “para usted”, siendo aquellos productos para automóviles como son los lubricantes, etanol, gasolina, y diesel. Su línea “para su negocio” diversifica sus campos de acción comprendiendo todo tipo de transporte (férreo, aéreo, marino y carreteras), siendo sus productos:

- Aceites básicos
- Aceites combustibles
- Amonio
- Azufre
- Coque verde de petróleo
- Combustibles de aviación
- Diésel marítimo
- Diésel Verana
- Gas licuado de petróleo
- Gas natural industrial
- Gas natural residencial
- Gas licuado
- Grasas
- Lubrax (Lubricación) industrial
- Lubrax aéreo
- Parafinas
- Productos asfálticos
- Solventes
- Urea

3. RESUMEN ADMINISTRATIVO

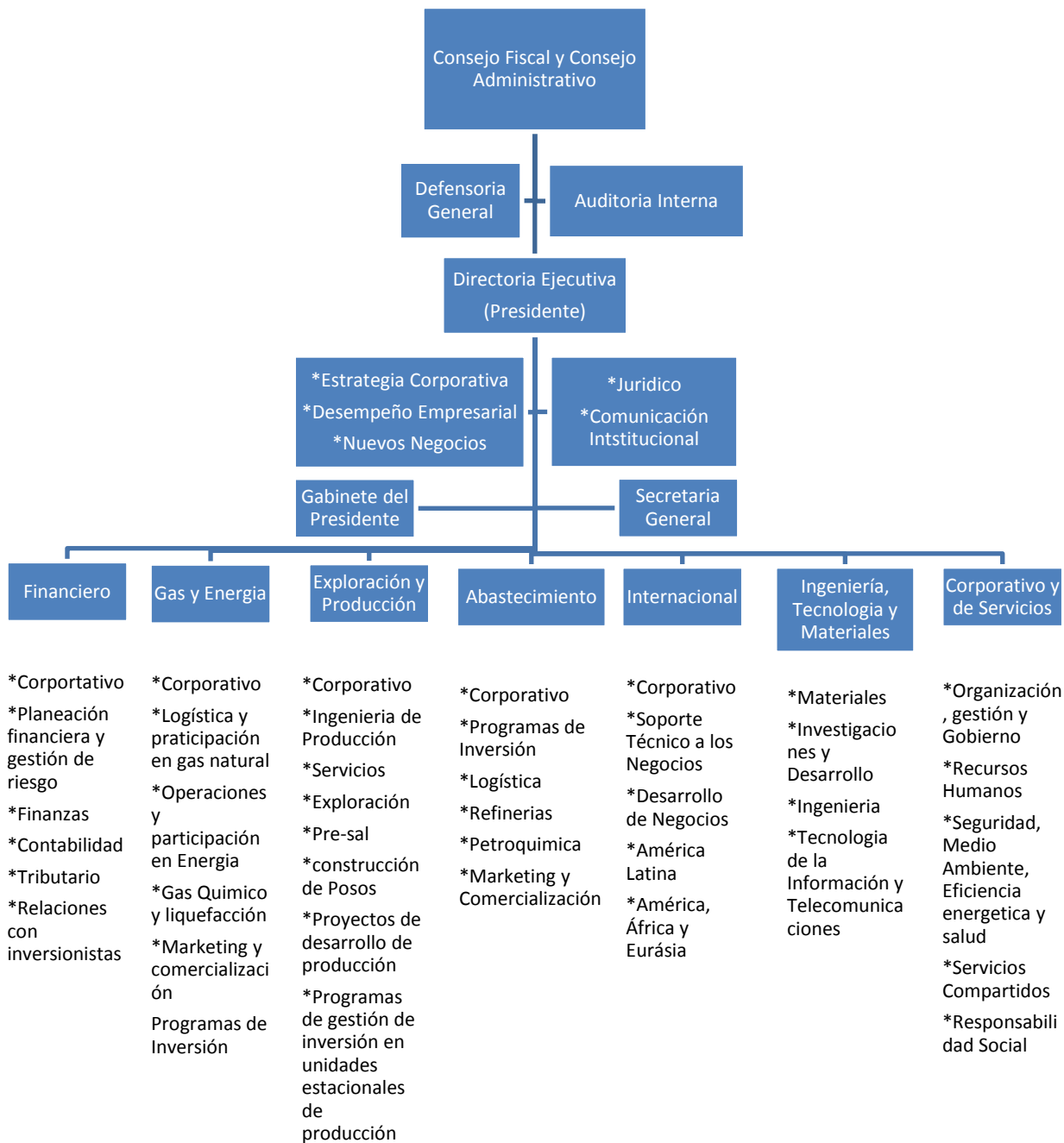
El modelo de organización, aprobado por el consejo de administración de la empresa en octubre del 200, adopta las mejores prácticas de gobierno corporativo. La estructura es compuesta por cuatro áreas de negocio y por las áreas colorativas, financieras y de servicios

El mayor cambio interno que ha tenido su estructura organizacional fue el 21 de julio del 2005, cuando el director financiero y de relaciones con los inversionistas José Sergio Gabrielli de Azevedo, fue nombrado presidente de la compañía.

A continuación se muestran el listado de los directivos de la empresa:

- José Sergio Gabrielli de Azevedo (Presidente)
- Almir Guilhermer Barbassa (Director financiero y de relaciones con los inversores)
- Guilhermer de Oliveira Estrella (Director de exploración y producción)
- Paulo Roberto Costa (Director de abastecimiento)
- Maria Das Graças Silva Foster (Director gas y energía)
- Nestor Cuñat Caveró (Director internacional)
- Renato de Souza Duque (Director de servicios)

Figura 1. Organigrama-Estructura Organizacional



4. ANALISIS DE MERCADO

Siendo Petrobras una de las cinco empresas petroleras más grandes del mundo, su principal competencia es:

- Ecopetrol, Empresa Colombiana
- PDVSA, Petróleo de Venezuela
- Shell, de Chile
- Agip, Agencia Petrolera Italiana
- Exxon y Chevron ambas de nacionalidad Estadounidense

Actualmente Petrobras cuenta con la ventaja comparativa de tener exploraciones a una profundidad mayor a siete mil metros, como es la planta de pre-sal, su monopolio en el Brasil asegura una fuerte posición en el mercado Latinoamericano al tener su seguridad en el país más grande de este continente y ser una de las economías más estables actualmente (considerada como país emergente perteneciente al BRICK).

Aunque compite como empresa más valiosa en América del sur, como se puede encontrar en las últimas noticias “Ecopetrol desplazó a la brasileña Petrobras como la empresa de mayor capital abierto en el mercado de Latinoamérica, según lo revela un estudio hecho por la consultora Económica. Este martes, al cierre de los mercados, Ecopetrol tenía un valor de US\$126.720 millones frente a los US\$89.402 millones de finales de diciembre, cuando era la quinta en América Latina. El precio en el mercado de Petrobras pasó de los US\$155.435 millones en el último día del año pasado a US\$123.864 millones al cierre de ayer, agrega el estudio realizado.” La amplia gama de productos no solo derivados del petróleo, sino su innovación y exploración sobre otros recursos energéticos, como es el lubrax y los aceites, demuestran su ventaja en el mercado internacional.

Cientes

Petrobras busca abastecer todo el mercado del petróleo, desde la persona natural abasteciendo en carretera y todo tipo de productos para automóviles, veleros y aviones. Como todo producto necesario en las demás industrias, como son los lubricantes y combustibles para los transportes terrestres, aéreos, marítimos, ferroviarios y lubricantes y gases para las maquinarias. Demostrando una vez más su monopolio en el mercado brasileño y posicionamiento en el mercado Latinoamericano.

5. PLAN DE NEGOCIOS

El plan de negocios de Petrobras desde el 2011 hasta el 2015, como lo indica y aprueba su consejo de administración, son inversiones totales por US\$ 224.7 billones. Siendo los puntos más notorios de la inversión:

- i. Mayor concentración de la inversión en el segmento de exploración y producción, cuya participación en el total de las inversiones paso de 53% del periodo anterior a 57% en este nuevo plan de negocios.
- ii. Concentración de las inversiones en Exploración y producción como también en los nuevos proyectos, incluidos en el portafolio, destacándose el desarrollo del área de Pre-sal.
- iii. Incluir en el plan de negocio, por primera vez, un programa de desinversión de un monto de US\$ 13,6 billones, para una mayor eficiencia en la gestión de los activos de la compañía y su rentabilidad.
- iv. La compañía espera duplicar sus reservas hasta el 2020.
- v. Se espera un escenario positivo de la economía Brasileira, con crecimiento vigoroso en la demanda de derivados.

El plan de negocios 2011-2015 pronostica el uso del 95% de las inversiones (US\$ 213,4 billones) en las actividades desarrolladas en Brasil y 5% (US\$ 11,2 billones) en las actividades del exterior, contemplando un total de 688 proyectos. En relación al total de las inversiones, 57% se refieren a proyectos ya autorizados para ejecutar e implementar. La tabla a continuación presenta las inversiones por segmento de negocio.

TABLA 1. Plano de inversión 2011 – 2015

SEGMENTOS	INVERSIÓN PN 2011 - 2015	%	INVERSIONES PN 2010 - 14	%
Exploración y Producción	127.5	57%	118.8	53%
Refinería, Transporte y comercialización	70.6	31%	73.6	33%
Gas y Energía	13.2	6%	17.8	8%
Petroquímica	3.8	2%	5.1	2%
Distribución	3.1	1%	2.4	1%
Biocombustible	4.1	2%	3.5	2%
Corporativo	2.4	1%	2.9	1%
TOTAL	224.7	100%	224	100%



PETROBRAS

Con el plano de inversión se proyecta una meta de producción de oleo y LGN (liquido de gas natural) en Brasil para el 2011 se mantuvo en 2.100 mil bpd (barriles de petróleo/día) y la de producción total de oleo y gas en Brasil y el Exterior en 2.772 mil boed (barriles de oleo equivalente/día). La meta de producción total para el horizonte de cinco años presenta un aumento en relación al plano anterior, alcanzando los 3.993 mil boed en el 2015, siendo 3.070 mil bdp de producción de oleo y LGN en Brasil. La meta de largo plazo presento un significativo crecimiento, pasando de 5.382 mil boed para 6.418 mil boed en el 2020.todo esto debido principalmente al aumento de la participación de la producción esperada de pre-sal.

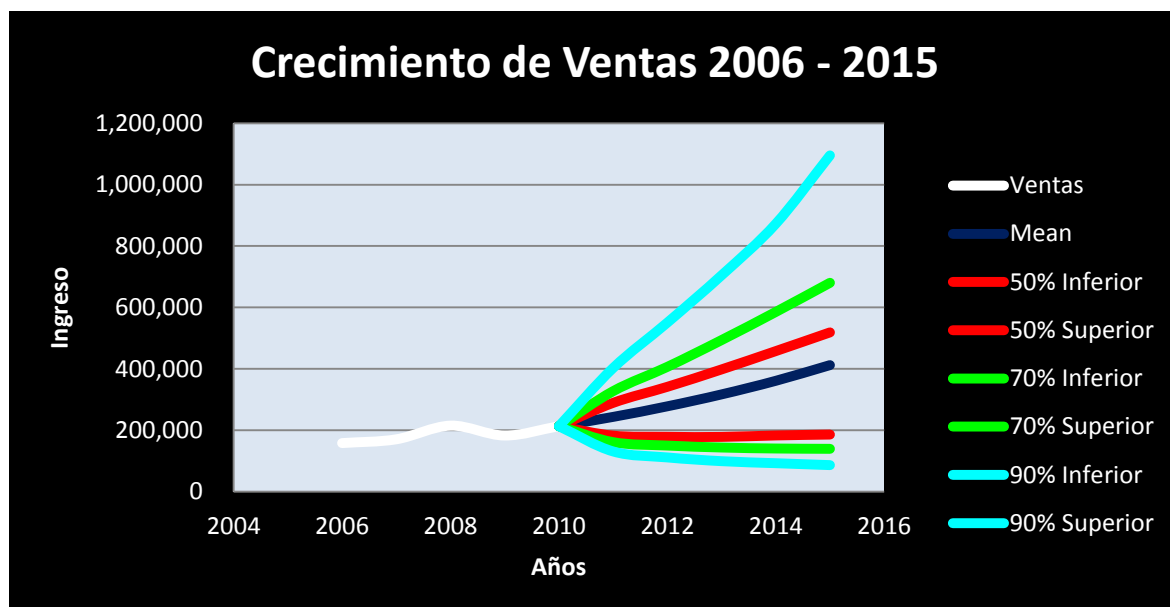
6. ANÁLISIS FINANCIERO

6.1 Suposiciones Generales

Para la proyección de los estados financieros de la empresa debieron considerarse algunos supuestos. Los resultados reportados se encuentran expresados en millones de Reales Brasileños.

Las proyecciones para las ventas (Vts), se realizo mediante una regresión lineal simple haciendo uso del programa @Risk y su herramienta de simulación de Montecarlo. Esto nos permitió obtener diferentes escenarios de su comportamiento futuro. Sin embargo, para su aplicación en los estados de resultados tan solo se utilizo los datos obtenidos sobre su media de la regresión, teniendo un crecimiento promedio de 14.1%.

Gráfico 2. Crecimiento de Ventas 2006 - 2015



FUENTE: Cálculos Propios



PETROBRAS

Partiendo de las ventas, se procedió a obtener el parámetro del costo de ventas mediante el cálculo del promedio, durante el periodo 2006 – 2010, del crecimiento del costo de ventas. Dicho crecimiento equivale a un valor de 10.2%. De forma similar se hallaron las partidas contables del crecimiento y de Otros Activos Fijos, Activo Fijo Neto. Como política interna, las depreciaciones se hacen por el valor total del activo el mismo año de su adquisición. La política de dividendos es repartir el 100% de las ganancias del ejercicio.

A continuación se puede observar el resumen de los supuestos empleados para la construcción de los estados financieros:

Tabla 2 Parámetros para la construcción de los Estados Financieros

Parametros		
intereses	I	2.1% %D
Impuestos	Imp	31.5% %UAI
Crecimiento Ventas	gv	14.1% %Vts
Crecimiento Egresos	gc	10.2% %E
Otros Activos Fijos	OAF	31% %Gwt
Activo Fijo Neto	AFN	15% %Gwt
Rotación Días		
Cuentas Por Cobrar	CxC	42.84
Inventarios	Inv	51.83
Cuentas por Pagar	CxPd	208.75

FUENTE: Cálculos Propios

6.2 Indicadores Financieros

A continuación se presenta los indicadores financieros históricos y proyectados de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.



PETROBRAS

6.2.1 Históricos

RAZONES FINANCIERAS				HISTORICO				
TIPO	Definición			2006	2007	2008	2009	2010
LIQUIDEZ	(AC-Inv)/PC	veces	Acida	0.71	0.42	0.46	0.60	0.87
	Cash/AT	%	Cash Position	13.7%	5.9%	5.6%	8.3%	10.8%
ACTIVIDAD	365*CxC/Vt	días	CxCd	46.84	41.06	38.79	42.13	45.38
	365*Inv/CV	días	Invd	52.59	51.43	46.38	59.84	48.92
	365*CxP/CV	días	CxPd	214.04	213.71	185.03	220.36	210.62
	Invd+CxCd-CxPd	días	Ciclo Efectivo	-114.61	-121.21	-99.86	-118.39	116.31
	Vt/AT	veces	Rot AT	0.75	0.74	0.74	0.52	0.41
ENDEUDAMIENTO	D/(D+Pat)	%	Apal Fro2	31.12%	25.18%	31.98%	38.40%	27.77%
	EBIT/Int	veces	Cobertura Intereses	25.53	20.39	22.43	13.45	67.61
RENTABILIDAD	UDI/Vt	%	MR (Margen Rent)	17.18%	13.20%	13.39%	16.44%	16.50%
	UDI/AT	%	ROA	12.91%	9.74%	9.86%	8.58%	6.77%
	UDI/Pat	%	ROE	162.25%	149.82%	152.80%	111.27%	69.52%
	EBITDA/Vt	%	Mebitda	25.70%	20.84%	21.78%	24.22%	22.57%
	NOPAT/TNOC (t-1)	%	ROIC			23.17%	15.91%	13.87%
	ROIC-k _{wacc(t-1)}	%	EVA%			23.17%	2.07%	0.92%
	ROIC-g _{TNOC}	%	FCF%			-	-	-
						9.72%	6.45%	6.73%



PETROBRAS

6.2.2 Proyectados

RAZONES FINANCIERAS				PROYECTADO				
TIPO	Definición			2011	2012	2013	2014	2015
LIQUIDEZ	(AC-Inv)/PC	veces	Acida	1.37	1.23	1.14	1.10	1.10
	Cash/AT	%	Cash Position	20.0%	17.3%	15.2%	13.9%	13.2%
ACTIVIDAD	365*CxC/Vt	dias	CxCd	42.84	42.84	42.84	42.84	42.84
	365*Inv/CV	dias	Invd	51.83	51.83	51.83	51.83	51.83
	365*CxP/CV	dias	CxPd	208.75	208.75	208.75	208.75	208.75
	Invd+CxCd-CxPd	dias	Ciclo Efectivo	-	-	-	-	-
	Vt/AT	veces	Rot AT	114.08	114.08	114.08	114.08	114.08
ENDEUDAMIENTO	D/(D+Pat)	%	Apal Fro2	0.43	0.44	0.448	0.453	0.454
	EBIT/Int	veces	Cobertura Intereses	25.35%	22.84%	20.33%	17.91%	15.62%
RENTABILIDAD	UDI/Vt	%	MR (Margen Rent)	24.48	30.76	38.03	46.62	57.03
	UDI/AT	%	ROA	16.58%	18.42%	20.11%	21.73%	23.38%
	UDI/Pat	%	ROE	7.10%	8.11%	9.02%	9.83%	10.61%
	EBITDA/Vt	%	Mebitda	70.16%	69.79%	68.57%	66.80%	64.73%
	NOPAT/TNOC (t-1)	%	ROIC	25.25%	27.80%	30.16%	32.44%	34.76%
	ROIC-k _{wacc(t-1)}	%	EVA%	11.43%	15.08%	16.06%	16.98%	17.92%
	ROIC-g _{TNOC}	%	FCF%	11.43%	15.08%	16.06%	16.98%	17.92%
			0.54%	2.03%	3.03%	3.94%	4.86%	

6.3 Balance General

A continuación se presenta el balance general histórico y proyectado de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.

6.3.1 Histórico

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A PETROBRAS					
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2006 - 2010					
VALORES EXPRESADOS EN MILLONES DE REALES (BR)					
ACTIVOS	2006	2007	2008	2009	2010
Activos Corrientes					
Efectivo	28809	13661	16388	29158	56341
Cuentas por cobrar	20306	19191	22860	21103	26519
Inventarios	16939	19029	21380	22717	22133
Total Activo Corriente	66054	51881	60628	72978	104993
Activo no Corriente					
Otros Activos Largo Plazo	30381	39407	45954	50362	132142
Activo Fijo Neto	114103	139941	185694	227079	282838
Total Activo no Corriente	144484	179348	231648	277441	414980
Activo Total	210538	231229	292276	350419	519973
Pasivo					
Cuentas por pagar	68942	79066	85296	83651	95290
Deuda	44065	38308	66192	102451	117915
Total Pasivo	113007	117374	151488	186102	213205
Patrimonio					
Capital Social	48264	52644	78967	78967	205357
Utilidades del Ejercicio	0	0	0	0	0
Utilidades Retenidas	49266	61210	61821	85350	101411
Total Patrimonio	97530	113854	140788	164317	306768
Pasivo y Patrimonio	210537	231228	292276	350419	519973

6.3.2 Proyectado

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A PETROBRAS					
BALANCE GENERAL CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2011 - 2015					
VALORES EXPRESADOS EN MILLONES DE REALES (BR)					
ACTIVOS	2011	2012	2013	2014	2015
Activos Corrientes					
Efectivo	114124.1	108977.9	107696.2	111034.3	120265.1
Cuentas por cobrar	28588.21	32631.08	37187.53	42382.97	48388.85
Inventarios	25854.01	28503.53	31424.58	34644.97	38195.39
Total Activo Corriente	168566.3	170112.6	176308.3	188062.2	206849.3
Activo no Corriente					
Otros Activos Largo					
Plazo	74613.67	85165.33	97057.41	110617.2	126292.2
Activo Fijo Neto	326022.1	375799.6	433177.2	499315.3	575551.4
Total Activo no Corriente	400635.8	460964.9	530234.6	609932.5	701843.7
Activo Total	569202.1	631077.5	706542.9	797994.7	908693
Pasivo					
	2006	2007	2008	2009	2010
Cuentas por pagar	104123.9	114794.5	126558.7	139528.4	153827.3
Deuda	117915	117915	117915	117915	117915
Total Pasivo	222038.9	232709.5	244473.7	257443.4	271742.3
Patrimonio					
Capital Social	205357	205357	205357	205357	205357
Utilidades del Ejercicio	0	0	0	0	0
Utilidades Retenidas	141806.2	193011	256712.3	335194.3	431593.7
Total Patrimonio	347163.2	398368	462069.3	540551.3	636950.7
Pasivo y Patrimonio	569202.1	631077.5	706542.9	797994.7	908693

6.4 Estado de Resultados

A continuación se presenta el estado de resultados histórico y proyectado de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.



PETROBRAS

6.4.1 Histórico

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A PETROBRAS					
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2006 - 2010					
VALORES EXPRESADOS EN MILLONES DE REALES (BR)					
Periodo	2006	2007	2008	2009	2010
Ingresos	158239	170578	215119	182834	213274
Egresos	-117566	-135038	-168258	-138559	-165136
EBITDA	40673	35540	46861	44275	48138
Depreciación periodo	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa	40673	35540	46861	44275	48138
Intereses	-1593	-1743	-2089	-3293	-712
Utilidad antes de Impuestos	39080	33797	44772	40982	47426
Impuestos	-11896	-11273	-15962	-10931	-12236
Utilidad después de Impuestos	27184	22524	28810	30051	35190
Dividendos	27184	22524	28810	30051	35190
Utilidad después Dividendos	0	0	0	0	0

6.4.2 Proyectado

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A PETROBRAS					
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2011 - 2015					
VALORES EXPRESADOS EN MILLONES DE REALES (BR)					
Periodo	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	243568.7	278013.5	316834	361098.6	412268.1
Egresos	-182059	-200717	-221286	-243963	-268965
EBITDA	61509.54	77296.9	95547.93	117135.1	143303.2
Depreciación periodo	0	0	0	0	0
Utilidad Operativa	61509.54	77296.9	95547.93	117135.1	143303.2
Intereses	-2512.73	-2512.73	-2512.73	-2512.73	-2512.73
Utilidad antes de Impuestos	58996.81	74784.16	93035.2	114622.4	140790.5
Impuestos	-18601.6	-23579.4	-29333.9	-36140.3	-44391.1
Utilidad después de Impuestos	40395.18	51204.79	63701.3	78482.06	96399.38
Dividendos	40395.18	51204.79	63701.3	78482.06	96399.38
Utilidad después Dividendos	0	0	0	0	0

6.5 Flujo de Efectivo

A continuación se presenta el flujo de efectivo histórico y proyectado de acuerdo a las suposiciones generales establecidas en el punto 6.1.

6.5.1 Histórico

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A PETROBRAS					
FLUJO DE EFECTIVO CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2006 - 2010					
VALORES EXPRESADOS EN MILLONES DE REALES (BR)					
	2006	2007	2008	2009	2010
Utilidad después de Impuestos		-	-	-	-
Depreciación periodo		-	-	-	-
Cuentas por cobrar	1,115	(3,669)	1,757	(5,416)	
Inventarios	(2,090)	(2,351)	(1,337)	584	
Cuentas por pagar	10,124	6,230	(1,645)	11,639	
Flujo operación	9,149	210	(1,225)	6,807	
Otros Activos Largo Plazo	(9,026)	(6,547)	(4,408)	(81,780)	
Activo Fijo al Costo	(25,838)	(45,753)	(41,385)	(55,759)	
Flujo inversión	(34,864)	(52,300)	(45,793)	(137,539)	
Deuda	(5,757)	27,884	36,259	15,464	
Capital Social	4,380	26,323	-	126,390	
Dividendos	22,524	28,810	30,051	35,190	
Flujo financiación	21,147	83,017	66,310	177,044	
Cambio de Efectivo	(4,568)	30,927	19,292	46,312	
Efectivo inicio periodo	28,809	13,661	16,388	29,158	
Efectivo fin periodo	24,241	44,588	35,680	75,470	



PETROBRAS

6.5.2 Proyectado

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A PETROBRAS					
FLUJO DE EFECTIVO CONSOLIDADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2011 - 2015					
VALORES EXPRESADOS EN MILLONES DE REALES (BR)					
	2011	2012	2013	2014	2015
Utilidad después de Impuestos	-	-	-	-	-
Depreciación periodo	-	-	-	-	-
Cuentas por cobrar	(2,069)	(4,043)	(4,556)	(5,195)	(6,006)
Inventarios	(3,721)	(2,650)	(2,921)	(3,220)	(3,550)
Cuentas por pagar	8,834	10,671	11,764	12,970	14,299
Flujo operación	3,044	3,978	4,287	4,554	4,743
Otros Activos Largo Plazo	57,528	(10,552)	(11,892)	(13,560)	(15,675)
Activo Fijo al Costo	(43,184)	(49,778)	(57,378)	(66,138)	(76,236)
Flujo inversión	14,344	(60,329)	(69,270)	(79,698)	(91,911)
Deuda					
Capital Social					
Dividendos	40,395	51,205	63,701	78,482	96,399
Flujo financiación	40,395	51,205	63,701	78,482	96,399
Cambio de Efectivo	57,783	(5,146)	(1,282)	3,338	9,231
Efectivo inicio periodo	56,341	114,124	108,978	107,696	111,034
Efectivo fin periodo	114,124	108,978	107,696	111,034	120,265

6.6 Valoración de la Compañía

La valoración de la compañía se realizó bajo tres modelos; sin embargo, en este apartado sólo se expondrá el modelo de valoración Kwacc.

Para el cálculo de este modelo, se hace uso del costo promedio ponderado del capital, WACC (por sus siglas en inglés). Así pues, la fórmula para calcularlo es la siguiente:

$$WACC = Wd \times Kd(1 - T) + We \times Ke$$

En este caso, se entiende que Wd es el porcentaje de la deuda de la compañía. $Kd(1-T)$ es la tasa de deuda estimada descontada de impuestos. El valor We es la participación del patrimonio y Ke es el cálculo del retorno esperado de los accionistas.

El cálculo de la tasa de retorno esperada de los accionistas Ke se determinó mediante el modelo CAPM:

$$K_e = K_f + \beta_l(K_m - K_f)$$

La tasa libre de riesgo, en este caso K_f , se tomo basándose en los bonos del tesoro de los Estados Unidos a 10 años. La prima de riesgo de mercado, en este caso $K_m - K_f$, se obtuvo de las estimaciones realizadas por Damodaran, que para los períodos proyectados se presenta un valor del 8,63%, con respecto a la prima de riesgo de Brasil.

El cálculo del beta apalancado se obtiene mediante la siguiente fórmula:

$$\beta_l = \beta_u \left[1 + (1 - T) \left(\frac{W_d}{W_e} \right) \right]$$

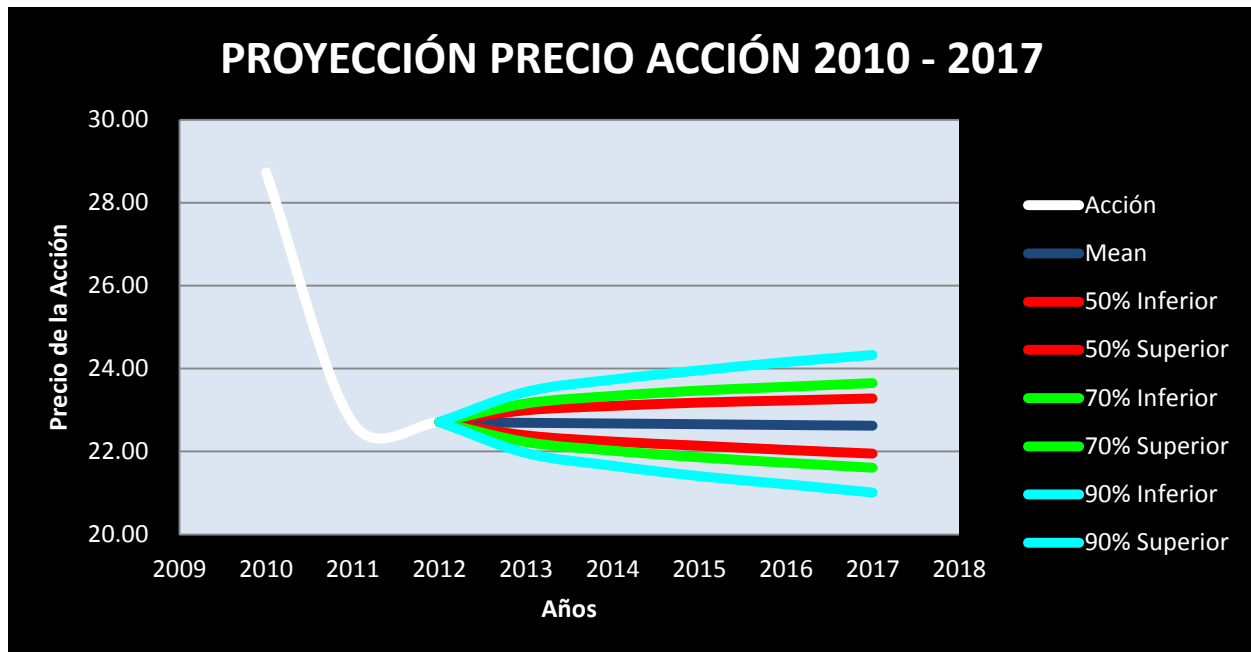
De esta fórmula se entienden que los parámetros son los mismos descritos anteriormente. Para nuestro caso de estudio, los valores de dicho beta se obtuvieron de Damodaran. En este caso, para los años proyectados, el beta no apalancado para el sector del transporte aéreo en los Estados Unidos es de 0.64.

PARAMETROS VALORACIÓN		
Prima de Riesgo	PR	2.63%
Beta no apalancada	b0	0.64
Tasa libre de riesgo	kf	2.50%
Tasa de mercado	km	11.13%
Tasa patrimonio no apalancado	k0	10.65%
Tasa deuda	kD	2.13%
Crecimiento Largo Plazo	g	7.00%
Tasa de Impuestos	Tx	32%
Acciones en circulación	#Acc	9,873

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A PETROBRAS						
VALORACIÓN KWACC A 31 DE DICIEMBRE DE 2010 - 2015						
VALORES EXPRESADOS EN MILLONES DE REALES (BR)						
Años	2010	2011	2012	2013	2014	2015
%d	9.77%	8.85%	8.04%	7.33%	6.69%	6.14%
%e	90.23%	91.15%	91.96%	92.67%	93.31%	93.86%
ke	11.58%	11.48%	11.40%	11.33%	11.26%	11.21%
kwacc	10.59%	10.59%	10.60%	10.60%	10.61%	10.61%
VALOR EMPRESA	1,206,472	1,332,233	1,466,240	1,609,318	1,761,351	1,921,573

6.7 Proyección Precio de la Acción

La proyección del precio de la acción de Petrobras se realizó mediante una regresión lineal simple. El software utilizado para realizar este cálculo fue el software @RISK y la herramienta para hacer la regresión fue la Simulación de Montecarlo. Mediante este proceso, la simulación nos arroja un escenario sobre la situación accionaria de la compañía durante los próximos años.



7. ANÁLISIS DE RIESGO

Petróleo Brasileiro S.A Petrobras presenta dos factores críticos que debe mantener presente en su proyección futura. El primer factor hace referencia a las existencias limitadas de petróleo en el mundo, con el logro de pre-sal la compañía podrá abastecerse por más de 5 años, pero la necesidad de encontrar nuevas fuentes energéticas en el futuro es inminente. Aunque este factor no afecta a la empresa actualmente, se debe tener en consideración para los próximos años y así empezar la largada búsqueda del producto que suplirá el petróleo.

Cada día hay más personas que siguen filosofías de planeta verde, hecho por el cual, la tendencia a suplir el combustible fósil se incrementa de año a año, sumada al factor al anterior, el segundo factor crítico es la tendencia a buscar nuevas fuentes de energías menos contaminantes, Petrobras entendiendo esta situación, a invertido en la producción de biodiesel. Poco a poco se va generando el cambio del petróleo a otras fuentes energéticas, aunque el cambio aun no es notorio, se deberá prestar atención a esta medida para que la empresa pueda garantizar su existencia en la próxima década.

8. RECOMENDACIONES DE INVERSIÓN

La compañía Petróleos Brasileiros S.A Petrobras históricamente a demostrado crecimiento significativos y constantes año a año, así mismo como lo demuestran las proyecciones financieras, parece ser continua esta tendencia, generando así seguridad a los inversionistas sobre el retorno de su inversión. A nivel mundial la empresa se ha consagrado como una de las más importantes, siendo líder en muchos procesos de extracción de petróleo y de producción de derivados, ocasionando que se posicione como una firma representativa de la industria. Además, su plan de inversión para los próximos años y la producción derivada de la planta en pre-sal, indican un buen panorama para Petrobras siendo así atrayente para los inversionistas. Aunque la acción de la compañía se vio fuertemente golpeada en los últimos años, se puede esperar una consolidación de la misma dado el término de la crisis financiera ocurrida en el 2008 sumada la estabilidad de la empresa demostrada a lo largo del mismo periodo.

Analizada las tendencias de remplazo para el combustible fósil, Petrobras S.A a empezado a buscar fuentes alternativas de energía para continuar con su liderazgo en el mercado energético, siendo líder en muchos procesos de biocombustible, su mayor apuestas es la del biodiesel para en próximos años, demostrando una vez más su compromiso por mantener su liderazgo en Latinoamérica y mejorar su posicionamiento a nivel mundial en la industria energética. Por último, como ha proyectado la empresa en su plan de inversión, las reservas de crudo de petróleo deberán aumentar significativamente en los próximos cinco años para poder aguantar alguna crisis petrolera que ocurra en el futuro, generando así un mejor posicionamiento en el mercado y del país.