

BP – Quando a incerteza pode ser nossa amiga

Investimento em valor



EMÍLIA O. VIEIRA

Presidente do Conselho de Administração
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, SA
www.casadeinvestimentos.pt

“O futuro nunca é claro. Pagamos um preço muito alto por um consenso otimista. A incerteza é amiga do comprador de valores a longo prazo.”

Warren Buffett

Todos os dias são incertos. O melhor que temos a fazer é aprender a lidar com a incerteza. Com frequência comparo o investimento em ações à plantação de árvores. É necessário escolher boas árvores, preparar a terra e plantar. Ao longo do tempo devemos acompanhar o seu crescimento. Não ocorre a ninguém plantar carvalhos num ano e, no seguinte porque o vizinho o está a fazer, arrancá-los e plantar castanheiros. Haverá anos com meteorologia muito favorável, haverá anos maus e outros razoáveis. É natural. Mas só plantando é que crescem.

1. Avaliação Intrínseca e Relativa

As bolsas prestam um serviço fabuloso aos investidores: permitem a troca de dinheiro, que não precisamos hoje, por uma parte de uma empresa – uma ação – com base nos cash flows futuros dessa empresa, que deverão crescer ao longo do tempo. Podemos adiar o consumo imediato para que possamos consumir mais no futuro. Este processo pode funcionar ao contrário. Podemos vender ações numa empresa por dinheiro, trocando o potencial de amanhã por uma determinada quantia hoje. A avaliação é o mecanismo por trás desta maravilhosa capacidade de trocar dinheiro por ações. E se quisermos investir com sucesso, temos que saber o que valem os ativos antes de os comprar.

Oscar Wilde definiu um cínico como alguém que sabe o preço de tudo e o valor de nada. O mesmo pode ser dito dos investidores que olham o investimento como se fosse um jogo. O mais importante no investimento é não pagar por um ativo mais do que o seu valor. Se aceitarmos este princípio, teremos que, pelo menos, tentar avaliar o ativo antes de o comprar.

Existem duas abordagens à avaliação: a avaliação intrínseca e relativa. O valor intrínseco de um ativo é determinado pelos cash flows que estimamos que esse ativo gerará ao longo do tempo e pela convicção que temos nessa estimativa. Ativos com cash flows altos e estáveis valem mais do que ativos com cash flows baixos e voláteis. Embora, por princípio, nos devamos basear na avaliação intrínseca, muitos ativos são avaliados numa base relativa. Na avaliação relativa, os ativos são avaliados estudando o preço a que ativos similares transacionam no mercado. Por exemplo, quando determinamos o valor de uma casa, tentamos saber a que preço foram negociadas casas semelhantes na vizinhança.

A avaliação intrínseca dá-nos uma imagem mais completa do valor de um negócio ou de uma empresa mas há alturas em que uma avaliação relativa

nos fornece uma estimativa mais realista do valor do ativo. Não há nada que nos impeça de utilizar estas duas abordagens. Na realidade, podemos aumentar as nossas probabilidades de sucesso ao investir em ações que estão subavaliadas não só em termos intrínsecos mas também relativos.

2. “Galp ou Total? Invista na que está mais barata”.

Este foi o título do artigo que escrevi nestas páginas em abril deste ano, disponível no site da Casa de Investimentos. Nesse artigo apresentámos as razões que nos levaram, na altura, a comprar a empresa francesa de petróleo em detrimento da Galp. Referimos nesse artigo que o preço do barril de petróleo, que tem grande volatilidade, tem uma enorme influência na saúde financeira da indústria e na sua atividade. Para além da quantidade diária extraída ser fixa, grande parte dos custos operacionais são também fixos, o que obriga esta indústria a operar com largo grau de alavancagem operacional.

Destacámos nesse artigo a importância da OPEP na proteção dos interesses da indústria. O cartel, apesar de controlar pouco mais que um terço da produção mundial, é extremamente bem sucedido a manipular os preços do petróleo a favor desta indústria, mantendo os preços de longo prazo bem acima dos custos de produção de longo prazo.

Apresentámos a qualidade do negócio da Total em comparação com o setor. A Total valorizou até hoje cerca de 24% e pagou um dividendo que equivalia na altura a 5,8%. Continuamos a manter a Total. O preço a que cota hoje está ainda a desconto do seu valor.

3. BP - Grande incerteza/baixo risco

A BP é uma empresa integrada de petróleo e gás com operações em todo o mundo. As operações de extração da BP, excluindo o negócio na Rússia, produzem 2,3 milhões de barris de petróleo por dia e representam 91,6% dos seus resultados operacionais. As operações a jusante incluem a refinação, produtos químicos, lubrificantes e estações de serviço e representam 8,4% dos seus resultados operacionais.

O derrame do poço de petróleo de Macondo no Golfo do México, em abril de 2010, afetou gravemente a BP. As responsabilidades que teve que assumir obrigaram a empresa a realizar provisões totais até ao momento de 42,4 mil milhões de dólares. Para reforçar o seu balanço e suportar estas indemnizações, a BP viu-se obrigada a vender ativos no valor de 38 mil milhões de dólares, tendo já feito pagamentos de 33,6 mil milhões. Estes desinvestimentos provocaram uma redução de cerca de 20% das reservas comprovadas da empresa desde o final de 2009.

A BP ainda tem um longo caminho

Oscar Wilde definiu um cínico como alguém que sabe o preço de tudo e o valor de nada. O mesmo pode ser dito dos investidores que olham o investimento como se fosse um jogo

a percorrer antes de se estabelecerem todas as responsabilidades no derrame de petróleo. Com grande probabilidade, este será um processo de vários anos. Não existem certezas sobre quais os valores de indemnizações que a BP terá efetivamente que suportar e as provisões podem revelar-se insuficientes. No entanto, o que se pode afirmar é que a BP está bem preparada para assumir as suas dívidas com um balanço forte e atividade operacional estável:

- 1º - a percentagem de endividamento líquido é de 12,3%;
- 2º - o valor em dinheiro disponível é de 28 mil milhões de dólares e,
- 3º - espera gerar no próximo ano entre 30 a 31 mil milhões de cash flows operacionais.

No processo de venda de ativos, um dos negócios mais relevantes que a BP realizou foi a venda da parceria TNK-BP, a 3ª maior empresa petrolífera russa, à sua concorrente Rosneft que se tornou a maior empresa petrolífera cotada do mundo. A operação permitiu à BP a resolução das muitas disputas com o seu parceiro, recebendo 12,5 mil milhões de dólares e uma participação de 19,75% na Rosneft.

4. BP - Fundamentos e Avaliação

A BP tem uma capitalização bolsista de 133,5 mil milhões de dólares e transaciona pelos 42 dólares por ação, cerca de 30% abaixo do preço a que cotava antes do derrame no Golfo do México. Em relação aos seus dois maiores concorrentes, a Chevron e a Exxon, o valor de mercado da BP é de 58 % do valor de mercado da Chevron (228,3 mil milhões de dólares) e de 35% do valor de mercado da Exxon (382 mil milhões de dólares).

No entanto, a BP foi capaz de fazer 375 mil milhões de dólares em receitas no ano passado. Isso representa mais 68% do que o total das receitas da Chevron e de apenas menos 11% as receitas de 420,7 mil milhões da Exxon. A BP arrecadou 20,4 mil milhões em cash flows operacionais (5% das receitas), dos quais 5,3 mil milhões (26% dos cash flows operacionais) foram para pagar dividendos de 5,11%. Em comparação, a Chevron, com melhores margens, produziu 38,8 mil milhões dólares de cash flows operacionais (17% das receitas), dos quais retornou 10,9 mil milhões aos acionistas (28% dos

cash flows operacionais; 4,1 mil milhões em recompras de ações e 6,8 mil milhões em dividendos). A Chevron paga um dividendo de 3,3%. Por último, a Exxon teve cash flows operacionais de 56,2 mil milhões de dólares (13% das receitas) dos quais entregou aos acionistas 31 mil milhões (55% dos cash flows operacionais; 10 mil milhões em dividendos e 21 mil milhões em recompras de ações). A Exxon atualmente tem um dividendo de 2,9%.

A BP é menos eficiente que as suas concorrentes e consequentemente gera menos cash flows por dólar de receitas. No entanto, a estratégia da empresa passa justamente por, aproveitando a reestruturação atual, simplificar a sua estrutura organizacional, concentrar-se nas atividades operacionais mais lucrativas e na sua execução mais eficiente.

Empresas do setor	Capitalização bolsista (USD)	PER	P/ BOOK
Exxon Mobil Corp	382 017,63	11,19	2,31
Chevron Corp	2287 268,61	10,11	1,61
Royal Dutch Shell	211 405,29	8,65	1,18
Total SA	142 234,89	10,52	1,39
Petrobras	105666,16	8,83	0,71
ENI SPA	86 425,00	27,88	1,20
Statoil ASA	72 847,07	11,50	1,33
Repsol SA	33 050,92	11,86	0,86
Galp	14 196,53	46,93	1,95
Média do setor	140 967,62	11,24	1,54
BP PLC	133 564,05	5,23	1,05

Em termos da avaliação, como reportado no quadro anexo, a BP está mais barata que a Exxon e a Chevron quando se olha para o seu PER (relação entre os lucros gerados e o preço da ação) corrente mais baixo de 5,2, comparando com 11,2 da Exxon e 10,1 da Chevron. Também está mais barata olhando para a relação entre a cotação e o valor contabilístico por ação: a BP tem um PB de 1,05 contra 1,61 da Chevron e 2,31 da Exxon.

A empresa está a aproveitar o facto de a sua cotação estar muito perto do valor dos seus ativos líquidos por ação para recomprar ações próprias. A empresa tem um programa de recompras de ações de 8 mil milhões de dólares, tendo já realizado compras de 2 mil milhões na primeira metade de 2013. Desta forma, cada ação detida representa uma percentagem maior do capital da empresa.

A incerteza e pessimismo de muitos investidores face à BP produziu preços na sua cotação que permitem, com horizonte de investimento adequado, um investimento em valor.

AVISO: Esta não é uma recomendação de compra. A recomendação depende da situação financeira de cada investidor, da composição do seu património financeiro, do temperamento adequado para suportar a volatilidade nos mercados financeiros e da capacidade de manter os investimentos o tempo necessário para que a oportunidade se materialize, ou seja, para que o preço seja igual ao valor.