

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA PUC-RIO

PROJETO DE MONOGRAFIA

ALUNO: HENRIQUE TELLES DE ANDRADE  
ORIENTADOR: CARLOS PARCIAS

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:  
UMA ANÁLISE DA PETROBRAS DISTRIBUIDORA S.A.**

RIO DE JANEIRO 29 DE NOVEMBRO DE 2019

## Agradecimentos

Gostaria de iniciar agradecendo a todas as pessoas que de alguma forma passaram em minha vida acadêmica e pessoal durante essa trajetória. Não foi fácil, diversos obstáculos pessoais apareceram pelo caminho e que acabaram por potencializar as pressões naturais que as vidas acadêmicas e profissionais impõem a todos. Se você que está lendo esse breve texto de agradecimento e passa por alguma dificuldade pessoal, não hesite em procurar ajuda. Não é necessário carregar o peso de todos os problemas sozinho em seus ombros.

Para começar os agradecimentos, a primeira pessoa, como não poderia ser diferente, é a minha mãe Suzana Cunha Telles, que para mim, é o maior exemplo de força de vontade, perseverança e otimismo que uma pessoa pode reunir. Obrigado por nunca desistir de mim e espero um dia retribuir um décimo de tudo que você fez por mim.

Ao meu primo e irmão, Adolfo Toani. Obrigado pelos conselhos, puxões de orelha e por sempre ser totalmente sincero em suas opiniões, que diversas vezes abriram meus olhos.

À minha afilhada, Carolina, que enche meu coração de orgulho e alegria e me dá forças para ser a melhor pessoa e profissional que eu possa ser, e assim, servir de exemplo. Que a sua trajetória na vida seja brilhante, e eu possa sempre estar ao seu lado.

Aos meus amigos e familiares, que compreenderam os diversos períodos em que me ausentei socialmente. Vocês são um pilar de sustentação em minha vida importantíssimo, e eu amo todos vocês. Apenas para citar alguns nomes que me marcaram e eu espero levá-los por toda a minha vida, gostaria de mencionar Isabela Vanelli, Catarina Marques Werlang, Amanda Restom e Eduardo Quintella. Não sei se estaria finalizando essa etapa se vocês não tivessem aparecido em minha vida. Devo muito a todos vocês, e saibam que podem sempre contar comigo.

Ao meu orientador, Carlos Parcias, tão paciente e generoso, que aceitou essa missão de me auxiliar no meu projeto de monografia.

## SUMÁRIO

- 1. CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO**
  - 1.1. Objetivos
  - 1.2. Motivação
- 2. CAPÍTULO 2 – VALUATION – REVISÃO TEÓRICA**
  - 2.1. Fluxo de Caixa Descontado
    - 2.1.1. Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCFE)
    - 2.1.2. Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)
    - 2.1.3. Weighted Average Cost of Capital - WACC
      - 2.1.3.1. Custo de Capital de Terceiros (Kd)
      - 2.1.3.2. Custo de Capital Próprio (Ke)
      - 2.1.3.3. Coeficiente Beta
    - 2.1.4. Perpetuidade
- 3. CAPÍTULO 3 – SETOR**
  - 3.1. História
  - 3.2. O Mercado Hoje
  - 3.3. Projeções para o setor de distribuição de combustíveis
  - 3.4. Maiores players do segmento
    - 3.4.1. Raízen
    - 3.4.2. Ipiranga
- 4. CAPÍTULO 4 – PETROBRAS DISTRIBUIDORA S.A.**
  - 4.1. História
  - 4.2. Estrutura Administrativa
  - 4.3. Composição Acionária
  - 4.4. Demonstrações Contábeis
    - 4.4.1. Balanço Patrimonial
    - 4.4.2. Demonstração do Resultado do Exercício
  - 4.5. Análise da Empresa
  - 4.6. Setores de Atuação
    - 4.6.1. Rede de Postos
    - 4.6.2. Mercado Grande Consumidor
    - 4.6.3. Mercado de Aviação
    - 4.6.4. Outros Mercados
  - 4.7. Endividamento
- 5. CAPÍTULO 5 – CÁLCULO DO VALUATION**
  - 5.1. Projeção Receita Líquida
  - 5.2. Projeção Custo dos Produtos Vendidos
  - 5.3. Projeção Despesas Operacionais
  - 5.4. Cálculo WACC
    - 5.4.1. Cálculo do Custo de Capital Próprio (Ke)
    - 5.4.2. Cálculo do Custo de Capital de Terceiros
    - 5.4.3. Finalizando o Cálculo do WACC
  - 5.5. FCFF e Valor Terminal
- 6. CAPÍTULO 6 – CONCLUSÃO**
- 7. CAPÍTULO 7 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

# 1 INTRODUÇÃO

Com recente crise econômica enfrentada pelo Estado brasileiro, o orçamento do governo ficou cada vez mais pressionado e diversas empresas estatais que necessitam de investimentos para continuar a oferecer seus serviços com qualidade e capacidade de concorrer com a iniciativa privada foram prejudicadas.

Esse cenário abriu as portas para que diversas empresas fossem alvo de privatizações, e a partir do momento que elas saem do âmbito público um novo modelo de gestão é esperado, e métodos de avaliação de empresas (valuation) são necessários e extremamente preciosos para tentar imaginar e projetar o que ocorrerá com a empresa em cinco, dez anos.

Um dos métodos mais importantes e conhecidos de valuation é o Fluxo de Caixa Descontado, devido ao fato do mesmo levar em conta os fluxos de caixa futuros e possuir relação com o valor da empresa, além de haver uma ponderação do risco impactando a taxa de desconto. Isso fica claro na pesquisa realizada por Martelanc (2005), onde verificou-se que há uma preponderância na utilização do Fluxo de Caixa Descontado para a avaliação de empresas, sendo a avaliação relativa (múltiplos) utilizada quando há muitas empresas comparáveis no setor. Como o Brasil caracteriza-se pela maioria dos setores ser de baixa concorrência, ainda mais quando se pensa nas companhias abertas listadas em bolsa, fica claro a importância do Fluxo de Caixa Descontado para a avaliação de empresas situadas no Brasil.

Este trabalho aborda a avaliação da Petrobras Distribuidora S.A. pelo Fluxo de Caixa Descontado, passando por uma revisão teórica do método utilizado, e apresentação tanto do setor em que a mesma atua, quanto do histórico da empresa, suas atividades e avaliação financeira, para que o cenário possa ser montado e as projeções e hipóteses adotadas possuam uma base sólida. Então, é calculada a projeção do fluxo de caixa da companhia, suas taxas de desconto e então é trazido ao valor presente a projeção encontrada.

## 1.1 Objetivos

O objeto geral desse trabalho é encontrar o valor intrínseco da Petrobras Distribuidora S.A. pelo Fluxo de Caixa Descontado da companhia

Além disso, como objetivo estão:

- i) Analisar a biografia sobre o fluxo de caixa descontado
- ii) Analisar os dados econômicos da companhia alvo e do setor para melhor projeção dos seus parâmetros

## **1.2 Motivação**

A motivação desse trabalho vem do fato do momento econômico brasileiro, onde diversas oportunidades de privatização estão surgindo, e devem se intensificar no próximo ano. Isso abre diversas portas para estudos de Valuation, dada a necessidade de se projetar e ter um norte dos eventos que podem impactar o futuro de uma companhia, dada a ocorrência de diversos cenários.

O trabalho será dividido em sete capítulos, sendo que o primeiro tratará de uma breve introdução e motivação deste trabalho. No segundo capítulo será abordado a revisão teórica do valuation, mais especificamente o método do Fluxo de Caixa Descontado, que será a metodologia adotada neste trabalho. No terceiro capítulo será abordado o setor em que a companhia está inserida, passando pela sua história, formação e momento atual. O quarto capítulo tratará da companhia a ser estudada, com uma análise da sua história, composição financeira e organizacional. O quinto capítulo falará do cálculo do valuation em si, demonstrando todas as contas e premissas adotadas. O sexto capítulo será a conclusão obtida pelo autor após os resultados obtidos. O sétimo capítulo compilará toda a bibliografia utilizada para a realização deste trabalho.

## 2 VALUATION – REVISÃO TEÓRICA

O termo 'Valuation' é utilizado como referência a métodos de avaliação de ativos, cujo principal objetivo é determinar o seu valor intrínseco. Investidores negociam ativos financeiros baseados pelos seus fluxos de caixa esperados (Damodaran, 2012 p.15), o que implica que a avaliação de um mesmo ativo pode, e provavelmente vai apresentar resultados diferentes por se tratar de um método pautado por premissas maleáveis, que são influenciadas por diversos fatores, tanto a nível pessoal de quem está realizando a análise, quanto a nível macroeconômico, como por exemplo a situação econômica e institucional do país no momento da análise.

Existem três abordagens para o cálculo do Valuation (Damodaran, 2012, p.15), que seriam: 1) Fluxo de Caixa Descontado, baseado no valor presente do fluxo de caixa futuro esperado pela empresa; 2) Avaliação por múltiplos, precificação de uma companhia com base nos múltiplos (lucro, receitas, patrimônio, etc.) apresentados, em comparação às mesmas variáveis de uma empresa semelhante; 3) Opções reais, que consiste na utilização de modelos de precificação de opções para ativos que possuam tal característica. Os métodos citados acima não são mutuamente excludentes, e podem compor uma análise de precificação com mais consistência caso sejam utilizados concomitantemente. Neste trabalho, será abordado o método de Fluxo de Caixa Descontado, que segundo pesquisas de mercado, é o mais utilizado pelos profissionais de investimento no Brasil (SOUTE et al., 2008).

A empresa alvo deste trabalho será a Petrobras Distribuidora, situada no Brasil. Como sabemos, o Brasil é um país emergente, com histórico de inflação relativamente alta e uma certa instabilidade econômica. O exposto anteriormente pode criar certas distorções e dificuldades para uma análise de valuation, pois uma inflação alta corrói o valor real do fluxo de caixa dado que as companhias não conseguem elevar seus preços na mesma velocidade que os custos aumentam, e a instabilidade macroeconômica pode nos induzir a adotar premissas não tão boas. Neste trabalho, abordaremos o método do Fluxo de Caixa Descontado.

### 2.1 Fluxo de Caixa Descontado

Pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, buscamos estimar o valor intrínseco de um ativo levando a valor presente o seu fluxo de caixa projetado e respectivas taxas de desconto. Alguns cenários dificultam a avaliação, e exigem certas adaptações:

- Empresas em dificuldade econômica: Em geral, essas empresas apresentam fluxo de caixa negativos e espera perder dinheiro durante um período de tempo no futuro. A dificuldade na avaliação está no fato de que há grande possibilidade de falência. Mesmo que se adote a premissa que o empreendimento vá

sobreviver, seria necessário estimar os fluxos de caixa até que se tornem positivos, uma vez que fluxos de caixa negativos resultarão em valor negativo.

- **Empresas cíclicas:** Tais empresas possuem a característica de seguir a economia, tendo muito sucesso durante os “booms” econômicos, e insucesso durante períodos de recessão. Os fluxos de caixa são uniformizados, ao menos que o analista adicione ao estudo a previsão do momento e duração dos “booms” e das recessões. Em geral, empresas cíclicas durante as recessões se parecem com empresas em dificuldades econômicas, obtendo um fluxo de caixa negativo.
- **Empresas com ativos inutilizados:** A avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado reflete o valor de todos os ativos que produzam fluxos de caixa. Ativos não utilizados não serão refletidos no valor obtido a partir dessa abordagem de avaliação.
- **Empresas em processo de reestruturação:** Empresas nesse cenário frequentemente mudam suas políticas de dividendos, estrutura acionária, vendem e compram ativos, o que dificulta a projeção do fluxo de caixa, além de afetar a sua taxa de risco.
- **Empresas em processo de aquisição e empresas privadas.** Ao tratar de empresas envolvidas em processo de aquisição, deve-se levar em conta a sinergia da fusão, e as premissas a respeito dos seus efeitos. E quando há aquisições hostis, a mudança de gerência impacta sobre os fluxos de caixa e o risco da empresa. Empresas privadas não contam com os preços históricos do ativo alvo.

Em tais situações, algumas alterações são necessárias, além de uma revisão das premissas adotadas (Damodaran, 2012, p. 24-25).

Há dois caminhos para se estimar o valor intrínseco de uma companhia via Fluxo de Caixa Descontado: Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCFE) ou Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF), onde o que diferencia cada uma das abordagens são as definições de fluxo de caixa, e suas respectivas taxas de desconto.

### **2.1.1 Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCFE)**

Pelo fluxo de caixa livre do acionista (FCFE) é adotada a definição de fluxo de caixa remanescente após o pagamento das obrigações financeiras e necessidades de desembolsos de capital e de capital de giro (Damodaran, 1997). O FCFE é encontrado a partir do Lucro Líquido, subtraindo as necessidades da firma de reinvestimento, pagamento de juros e a variação do capital de giro da companhia, conforme esquema abaixo, e deve ser descontado ao custo do capital próprio ( $K_e$ ):

= Lucro Líquido  
 (+) Depreciação  
 (-) Variação do capital de giro ( $\Delta NWC$ )  
 (-) Investimentos (Capex)  
 (+/-) Dívidas líquidas (fluxo de caixa de financiamento)  
 = FCFE

O cálculo para o Valor Presente Líquido seria:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + Ke)^t}$$

O FCFE é uma medida de quanto uma empresa pode pagar de dividendos. Diversos fatores fazem com que o FCFE difira do valor pago em dividendos, segundo Damodaran:

1) Estabilidade: Dividendos são menos voláteis do que o lucro e receitas, e diminuir o distribuído do FCFE via dividendos é sempre um assunto sensível às empresas. Por isso, as empresas muitas vezes relutam em aumentá-los – mesmo com crescimento do lucro líquido e do FCFE –, pelo fato de saberem que dificilmente poderão reduzi-los.

2) Investimento futuro: A necessidade de investimento futuro faz com que algumas empresas optem por guardar o dinheiro excedente em caixa.

3) Fiscal: Caso os dividendos sejam taxados à uma alíquota maior do que os ganhos de capital, a empresa poderá optar por reter o dinheiro e pagar uma quantia menor de dividendos

4) Sinalizações: A evidência empírica é de que os preços sobem com o aumento dos dividendos, e diminui caso contrário. O uso desse mecanismo pode levar a uma diferença do FCFE e os dividendos.

### 2.1.2 Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF)

Pelo Fluxo de Caixa Livre da Firma, que como o próprio nome indica, é composto por todo o Fluxo de caixa da companhia a ser distribuído aos acionistas e credores após os descontos da depreciação, reinvestimento e variação do capital de giro, conforme esquema abaixo:

= Lucro Líquido  
 (+) Depreciação  
 (-) Variação do capital de giro ( $\Delta NWC$ )  
 (-) Investimentos (Capex)  
 = FCFF

Nesse caso, a taxa de desconto utilizada é o custo médio ponderado de capital (WACC), que representa o retorno exigido sobre o capital investido para que o investimento seja atrativo.

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

### 2.1.3 Weighted Average Cost of Capital – WACC

O WACC pode ser entendido como Custo Médio Ponderado de Capital, que representa o retorno que todos os investidores de uma companhia esperam receber pelas suas respectivas aplicações de capital, ao invés de outras similares com risco parecido, ou, custo de oportunidade (Tim Koller et al, Valuation 6th edition, p. 283).

$$WACC = \frac{D}{D+E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D+E} k_e$$

Fonte: KOLLER, T; GOEDHART, M; WESSELS, D. Valuation, 6th Edition, McKinsey & Company

Sendo:

D/ (D+E): Percentual de capital de terceiros na estrutura de capital

E/ (D+E): Percentual de capital próprio na estrutura de capital

Kd: custo de capital de terceiros

Ke: custo de capital próprio

Tm: Impostos

A dificuldade em se estimar o WACC está no fato de que não é possível calcular diretamente o custo de capital do investidor. Portanto, para essa estimativa aplicamos diversos modelos e aproximações, que nos indicam o retorno esperado de aplicações alternativas com risco similar.

Como visto acima, é preciso antes determinar os custos de capital próprio e de terceiros, dado que os percentuais de capital próprio e de terceiros aplicados na empresa são dados, assim como as tarifas de impostos.

#### 2.1.3.1 Custo de Capital de Terceiros (Kd)

O Custo de Capital de Terceiros (Kd) mede o custo da firma dos fundos adquiridos com terceiros injetados na companhia. É determinado por três fatores:

1) Nível corrente da taxa de juros: Quanto maior a taxa de juros, maior o custo da dívida.

2) Benefício fiscal: Em caso de os juros serem dedutíveis do imposto de renda, tal benefício torna o custo da dívida menor após a tributação.

3) Risco de inadimplência: Quanto maior o risco de inadimplência de uma empresa, maior o custo para se tomar dinheiro emprestado.

### 2.1.3.2 Custo de Capital de Próprio (Ke)

É taxa de retorno exigida pelos investidores para que os mesmos realizem um investimento patrimonial em uma determinada empresa.

É possível estimar o Ke por duas maneiras, sendo a primeira via modelo de risco e retorno e a segunda pela aplicação de crescimento de dividendos. Nesse trabalho, utilizaremos a primeira opção, pelo CAPM.

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Sendo:

Rf: Retorno do Ativo sem risco. Ativo livre de risco é aquele em que não há “default risk”. Mesmo empresas grandes e bem estruturadas possuem algum risco de default. Títulos do governo são o mais próximo que temos de ativos livres de risco. Podemos utilizar tanto a US T-Bond de 10 anos quanto a taxa SELIC, dado que o estudo em questão trata de uma empresa nacional, situada no Brasil

$\beta$ : Coeficiente Beta. É o indicador de risco relativo do ativo, em comparação ao risco da carteira de mercado.

Rm: É o retorno de uma carteira de mercado plenamente diversificada. Índice Ibovespa, ou o S&P 500, por exemplo

Fatores internos que afetam o prêmio de risco exigido pelos investidores:

- 1) Volatilidade da economia: O prêmio de risco será maior em economias mais voláteis, como as emergentes.
- 2) Ambiente político: Mercados com instabilidade política puxam o risco de prêmio para cima
- 3) Estrutura de mercado: Um mercado composto por um grande número de empresas pequenas e de maior risco, o prêmio de risco médio desse mercado será maior.

### 2.1.3.3 Coeficiente Beta ( $\beta$ )

O Beta representa o risco não diversificável de um ativo, ou seja, ele mede a relação entre o retorno desse ativo e o mercado no qual ele está inserido, e pode ser obtido buscando no mercado empresas com características

semelhantes. Quanto maior a variação do preço desse ativo em relação à variação do mercado, maior o prêmio exigido por esse risco. No caso deste estudo, ele mensura o risco relativo da firma à um índice do mercado.

Segundo Damodaran, o Beta de uma empresa é determinado por três fatores:

- 1) O tipo de negócio da companhia. Quanto mais sensível for o setor da companhia a mudanças no mercado, maior é o beta;
- 2) O seu grau de alavancagem operacional. Empresas com alta alavancagem operacional, possuem uma grande parcela do seu custo como sendo fixo. Quanto maior a alavancagem operacional, maior o Beta;
- 3) O seu grau de alavancagem financeira. Uma companhia com alavancagem financeira alta, sofrerá mais com mudanças nas taxas de juros, afetando o seu resultado (negativamente ou positivamente), o que torna o investimento do acionista mais arriscado.

$$\beta_L = \beta_U [1 + (1 - t)(D/E)]$$

Fonte: Damodaran. Investment Valuation, 3rd Edition

Beta L: Beta alavancado

Beta U: Beta não-alavancado (Beta da empresa, sem dívidas)

t: Alíquota dos impostos

D/E: Dívida/Equity

#### **2.1.4 Perpetuidade**

Como não podemos estimar o fluxo de caixa para sempre, a perpetuidade funciona para impor um fim ao valuation. Existem três maneiras de calculá-lo, dependendo das premissas que forem adotadas:

- i) Valor de liquidação: Caso nas suas premissas estejam inclusas o cenário onde a empresa deixa de operar no futuro
- ii) Crescimento estável: A empresa atingirá a maturidade, e um nível de crescimento estável
- iii) Múltiplos: É aplicado um múltiplo nos lucros ou receitas da firma, com base no valor atual

Utilizaremos a premissa do crescimento estável:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCFF_{t+1}}{WACC - G}$$

Sendo:

G: Taxa de crescimento na perpetuidade

Conforme uma empresa atinge certa maturidade, torna-se cada vez mais difícil manter seu nível de crescimento, o que eventualmente faz com que a sua taxa de crescimento se reduza até a taxa (ou menor) de crescimento da economia em que a mesma está inserida.

Esse crescimento citado acima, pode ser levado à perpetuidade, sendo então possível, estimar o valor dos fluxos de caixa futuros.

## Capítulo 3 – SETOR

### 3.1 História

A distribuição de combustíveis no Brasil está intimamente ligada com a indústria automobilística, com os primeiros litros de gasolina chegando em latas e barris juntamente dos primeiros automóveis, no início do século XX. À medida que a demanda por automóveis crescia, em igual medida crescia a demanda por combustível, e em 1910 o país contava com mais de 2 mil veículos.

A década de 1910 foi marcada pela chegada das distribuidoras em solo brasileiro, com a americana Standard Oil, que mais tarde seria desmembrada em Marathon, Sohio, Esso, Mobil, Chevron e Amoco. Em 1913 a The Anglo-Mexican Petroleum Products Company e a Royal Dutch Shell são autorizadas a operar no Brasil e inicia-se então o processo de substituição energética, principalmente das locomotivas do Rio de Janeiro, que logo passaram a adotar o novo combustível.

O mercado de distribuição continuou em crescimento, levado pelo aumento da demanda por automóveis. Em 1921 a Ford instala a primeira linha de montagem de automóveis no Brasil e no mesmo ano, na Praça XV no centro do Rio de Janeiro, é instalado o primeiro sistema mecânico de abastecimento de automóveis. Em 1927 um novo mercado se abre, com o início dos voos comerciais.

Como foi possível verificar até então, o Brasil era totalmente dependente de derivados do petróleo de fontes externas, assim como a sua distribuição era inteiramente realizada por empresas estrangeiras. A Revolução de 30, e a ascensão de Getúlio Vargas ao poder trazem períodos centralizados ao mercado, com as empresas sendo obrigadas a adicionar álcool anidro à gasolina importada, e as distribuidoras deveriam adquirir o álcool de usinas brasileiras. Em 1938 o Decreto-lei 325 torna toda a cadeia do petróleo como utilidade pública, impactando diretamente as operações de importação e exportação, distribuição e o comércio de petróleo e seus derivados.

Após um período de escassez e falta de investimentos devido à Segunda Guerra Mundial, o setor volta a ganhar fôlego com o fim da guerra, e novas instalações logísticas aparecem, enquanto no campo político, com a destituição do governo de Vargas propiciou uma fase de liberalização no setor. O cenário mais positivo trouxe à Refinaria Ipiranga, de volta seus planos de iniciativa na distribuição dos derivados de petróleo.

Em 1951, o resultado da campanha “O petróleo é nosso” resultou na criação da Petrobras, e instituição do monopólio estatal da exploração, produção e refino do petróleo. Sem a inclusão do setor de distribuição, o mesmo continuou com a presença das empresas internacionais, sendo dominado por Esso e Shell.

Em 12 de novembro de 1971, foi criada a Petrobras Distribuidora (BR), braço da Petrobras para a distribuição de combustíveis, como parte das medidas de descentralização operacional da matriz. A companhia já nasceu com uma

fatia de 21% do mercado, e um forte apetite para expansão, culminando com a aquisição da Petrominas em 1973, e a liderança do mercado, com 2.254 postos e o fornecimento exclusivo de derivados de petróleo às empresas estatais.

A crise do petróleo de 1973 trouxe dificuldades ao setor, devido à súbita elevação dos preços. A resposta do governo foi o incentivo à novas fontes energéticas, principalmente o álcool através do programa Proálcool. Até o ano de 1990, o setor como um todo passou por diversos tabelamento de preços, e somado isso, havia a inflação altíssima que corroía as margens financeiras das empresas do setor. O ano de 1990 marca o início da flexibilização do setor, com os produtos derivados do petróleo tendo seus preços finais regidos pelo livre mercado, mas respeitando um preço máximo indicado pelo Departamento Nacional de Combustíveis.

Em 1993, a Ipiranga adquire as operações de distribuição da Atlantic Richfield Corporation (Arco), aumentando a sua fatia no mercado em 9,4 p.p., alcançando a marca de 19,5%.

Os últimos 15 anos foram marcados por diversas aquisições que mudaram a estrutura do setor. A Cosan, maior processadora de cana-de-açúcar do mundo adquire a operação de distribuição da Esso, até então, quinta colocada no mercado, marcando o seu ingresso no mercado. Em 2008 o grupo Ultra, através da marca Ipiranga incorpora os postos da Texaco, em um negócio de R\$ 1,6 bilhão, assegurando à empresa 23% de participação no mercado. Em 2010, uma joint-venture entre Cosan e Shell resulta na Raízen, a terceira maior distribuidora do país com 4,5 mil postos de serviços.

### 3.2 O Mercado Hoje

Segundo dados do Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019, o setor de Gasolina Automotiva é amplamente dominado por três “players”, sendo eles: i) BR Distribuidora, com 23,66%; ii) Raízen Combustíveis, com 20,52%; e iii) Ipiranga, com 19,30%.

MARKET SHARE NO ANO		
Distribuidora		Participação
BR	▼	23,66%
RAIZEN	▲	20,52%
IPIRANGA	▼	19,30%
ALESAT	▼	4,04%
PETRONAC	▲	2,39%
RODOIL	▲	1,70%
CIAPETRO	▼	1,66%
FERA	▲	1,40%
ROYAL FIC	▲	1,20%
POTENCIAL	▲	1,16%
OUTRAS	▲	22,97%

Figura 1: Market Share do segmento de gasolina automotiva (Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

Após a flexibilização do preço da gasolina, o consumidor migrou para a utilização de fontes de combustíveis mais baratas, o que resultou em uma redução das vendas.

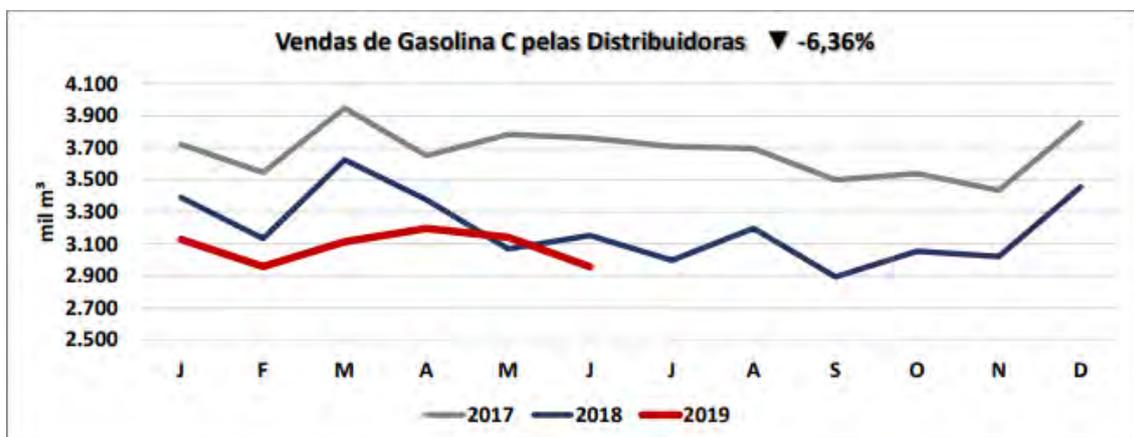


Figura 2: Evolução das vendas de gasolina automotiva (Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

As vendas de óleo diesel, vide figura 3 sofreram poucas alterações nos últimos dois anos e meio, e seguem a mesma dinâmica da gasolina automotiva, sendo o segmento dominado pelas mesmas três distribuidoras, conforme figura 4.

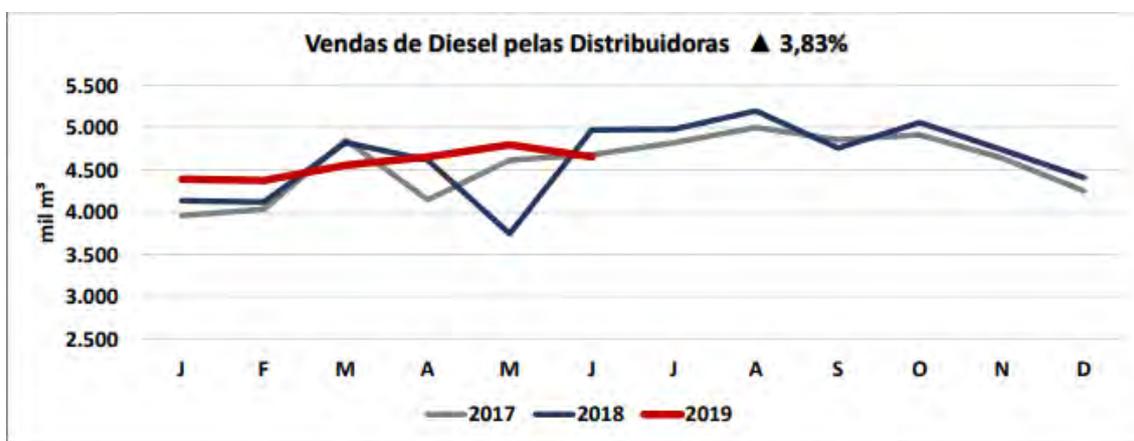


Figura 3: Evolução das vendas de óleo diesel (Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

MARKET SHARE NO ANO		
Distribuidora		Participação
BR	▼	29,78%
RAIZEN	▲	21,82%
IPIRANGA	▼	19,88%
ALESAT	▲	2,93%
ATEM' S	▲	2,17%
CIAPETRO	▼	1,82%
PETRONAC	▲	1,47%
ROYAL FIC	▲	1,40%
LARCO	▲	0,96%
POTENCIAL	▲	0,88%
OUTRAS	▲	16,89%

Figura 4: Market Share do segmento de óleo diesel  
(Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

O segmento de Etanol, dos principais produtos comercializados no setor de distribuição, é o que apresenta a maior concorrência entre as empresas distribuidoras, e também o segmento onde a BR Distribuidora não detêm a maior parte do market share.

MARKET SHARE NO ANO		
Distribuidora		Participação
RAIZEN	▼	19,91%
BR	▼	16,96%
IPIRANGA	▼	16,81%
NOROESTE	▲	6,49%
PETROZARA	▲	4,16%
VETOR	▲	2,39%
GRAN PETRO	▼	2,02%
PETROQUALITY	▲	1,91%
ALPES	▼	1,70%
ALESAT	▼	1,68%
OUTRAS	▼	25,97%

Figura 5: Market Share do segmento de etanol  
(Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

As vendas apresentaram forte alta se comparadas aos anos de 2017 e 2018, devido ao aumento do preço da gasolina.

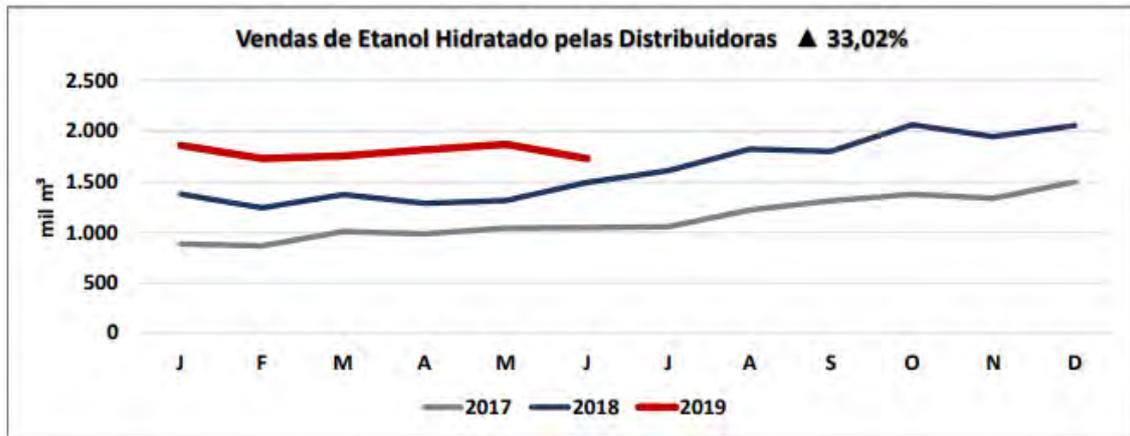


Figura 6: Evolução das vendas de etanol (Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

Já o mercado de Querosene de aviação – QAV, apesar de não ter um volume de vendas tão extenso quanto os anteriores, possui uma fatia relevante no resultado econômico das empresas, sendo um setor altamente lucrativo.

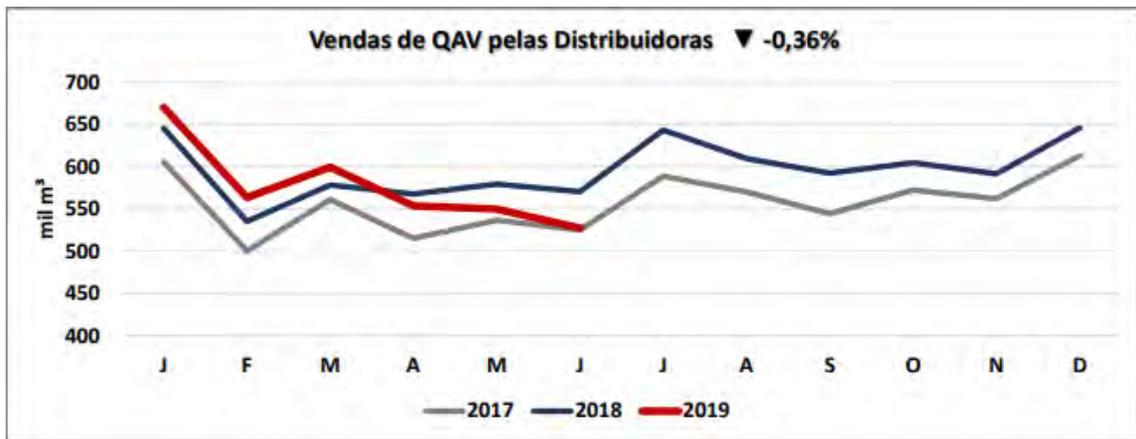


Figura 7: Evolução das vendas de Querosene de aviação - QAV (Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

Esse segmento é amplamente dominado pela BR e Raízen, que juntas correspondem por mais de 80% do mercado.

MARKET SHARE NO ANO		
Distribuidora		Participação
BR	▼	51,66%
RAIZEN	▲	32,48%
AIR BP BRASIL	▲	15,07%
AIR BP PETROBAHIA	▲	0,76%
GRAN PETRO	▼	0,02%

Figura 5: Market Share do segmento de Querosene de aviação - QAV (Fonte: Boletim Abastecimento em Números Ano 14 / nº 63 / jan a jun de 2019)

### **3.3 Projeções para o setor de distribuição de combustíveis**

É inegável que grande parte das projeções para o setor de distribuição de combustíveis passa por projetar o futuro do setor automobilístico.

A crise econômica deflagrada em 2014/2015 culminou com perdas expressivas para o setor de automóveis e uma redução em um movimento de expansão do número de automóveis e carros per capita. Hoje, o Brasil possui cerca de 228 automóveis a cada 1000 pessoas, e 91 motocicletas para cada 1000 pessoas, ainda distante dos índices registrados por países desenvolvidos, como por exemplo os Estados Unidos, que possuem 806 automóveis para cada 1000 pessoas, o que mostra o quanto o setor ainda pode crescer e se desenvolver no país.

Nesse sentido, é possível elencar alguns fatores importantes para o setor, como por exemplo a retomada do crescimento econômico, e como consequência a retomada do consumo, que passa pela aquisição de novos carros, além dos acordos econômicos de livre comércio que foram ou estão sendo firmados, como por exemplo o da União Europeia, que irá reduzir ao longo de 15 anos a tarifa de importação de 35% para 0%.

Além disso, há movimentações para o desinvestimento da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) com relação às suas refinarias, que hoje, representam cerca de 98% do refino de petróleo no país. Esse aumento da concorrência no país deve ajudar a pressionar para baixo os preços dos derivados do petróleo. Apesar de não ser um monopólio instituído por lei, há um monopólio instituído pelo fato histórico de diversas intervenções governamentais. O risco regulatório é hoje, o maior do setor de óleo e gás, e conseqüentemente, do setor de distribuição de combustíveis.

A recuperação econômica que deve se consolidar a partir de 2020 e as recentes reformas empregadas pelo executivo e legislativo brasileiro fornecem um bom cenário de crescimento de longo prazo não apenas para a economia como um todo, mas também, é claro, para o setor de distribuição de combustíveis. Mais do que um forte crescimento momentâneo, esse setor depende de crescimento contínuo, com o aumento da frota de carros, e dinamização da atividade econômica, acelerando setores como o de transporte de mercadorias e aviação.

### **3.4 Maiores players do segmento**

Neste subcapítulo, falaremos um pouco dos maiores players do mercado, excetuando, obviamente, a Petrobras Distribuidora, que será tema de um capítulo inteiro.

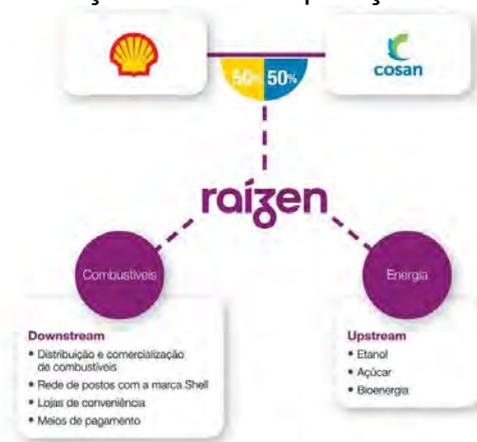
#### **3.4.1 Raízen**

A Raízen foi constituída no ano de 2011 após uma Joint Venture entre Shell e Cosan para a produção e comercialização do açúcar, produção e

comercialização de etanol, distribuição de combustíveis e produção de energia, integrando toda a cadeia produtiva de cana-de-açúcar, com as suas operações divididas em duas empresas: Raízen Energia S.A. e Raízen Combustíveis S.A.

A Raízen Combustíveis S.A. é hoje, a segunda maior distribuidora de combustíveis do Brasil, atrás da Petrobras Distribuidora, ocupando o primeiro lugar na distribuição de etanol. Suas vendas chegam a mais de 13 milhões de metros cúbicos de combustíveis comercializados por ano através de mais de 7.000 postos de combustíveis espalhados pelo Brasil, mais de 3.000 clientes business to business. No segmento de aviação, atende a mais de 68 aeroportos, demonstrando a sua forte colocação no mercado.

Além disso, a companhia recentemente iniciou uma expansão para Argentina após a compra dos ativos de distribuição da Shell nesse país, abrindo espaço para internacionalização das suas operações.



Fonte: Cosan S.A.

### 3.4.2 Ipiranga

A Ipiranga talvez seja um nome mais familiar ao brasileiro em comparação à Raízen. Criada apenas com uma refinaria em 1937, a Ipiranga sobreviveu a forte concorrência da época, mudanças geopolíticas, intervenções governamentais no setor, entre outros. Após a Segunda Guerra Mundial, passa a fabricar solventes dada a proibição de importação desse produto.

Em 1959 ela adquire a Gulf Oil Corporation, e durante as décadas seguintes adota a estratégia de diversificação dos seus negócios. Essa estratégia duraria até a década de 90, quando ela repensa sua operação, e adquire a Atlantic, expandindo ainda mais o seu negócio de distribuição de combustíveis.

Em 2008 o Grupo Ultrapar adquire os ativos de distribuição de combustíveis e lubrificantes da Ipiranga. Com a compra no ano seguinte da Texaco, solidifica de vez a sua excelente posição e relevância no mercado de distribuição de derivados do petróleo. Atualmente, é uma das maiores empresas desse setor, contando com cerca de 6.400 postos de distribuições, 1.400 lojas de conveniência.

## Capítulo 4 – Petrobras Distribuidora S.A.

### 4.1 História

A Petrobras Distribuidora foi oficialmente constituída em 12 de novembro de 1971, como parte da política de descentralização operacional da sua controladora, a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), com o objetivo de realizar a distribuição dos derivados de petróleo. A companhia já nasceu com muita relevância no mercado, detendo cerca de 21% do mercado de distribuição, concentrando 840 postos com a sua bandeira.

A década de 70 foi marcada pelo milagre econômico brasileiro – período de crescimento do PIB excepcional, acima dos 10% ao ano – mas também por desafios à empresa e ao setor como um todo. Em 1973 é lançado o óleo lubrificante Lubrax, marca ainda hoje comercializada, e sinônimo de qualidade e sucesso comercial. Porém, ao final do ano de 1973 ocorre o Primeiro Choque do Petróleo, devido à Guerra Árabe-Israelense e o apoio dos Estados Unidos da América à Tel-Aviv. A crise provoca uma disparada no preço do petróleo, encarecendo o preço do barril de óleo cru – que saltou de US\$ 2,60 para US\$ 11,00. O Presidente à época, o General Ernesto Geisel, criou a iniciativa do Programa Proálcool, em 1975 via Decreto 76.593, visando diminuir a dependência da gasolina pelo combustível de cana. O novo combustível demandou dos postos de distribuição de combustível uma mudança na infraestrutura das bombas e dos tanques de armazenamento. A empresa adquire a Petrominas em 1973, e no ano seguinte se torna a líder do mercado de distribuição com 2.254 postos, além de deter o monopólio do fornecimento às empresas estatais. Também no ano de 1973 ocorre o lançamento da linha de óleos lubrificantes Lubrax, talvez hoje a marca mais conhecida pelos consumidores quando se fala em lubrificantes. No ano seguinte, inaugura a primeira BR Mania, loja de conveniência integrada aos postos de combustíveis da marca BR, aumentando ainda mais o seu portfólio de receitas.

Em 1980 a marca BR passa por uma modernização, e temos então a imagem visual como a conhecemos atualmente.

Nos anos 90, o Gás Natural Veicular (GNV) é oferecido, pela primeira vez, por um posto com bandeira BR. Em 1993 seu capital é aberto e onde, até o ano de 2000, 26,4% do seu capital eram negociados na bolsa<sup>1</sup>. Com a justificativa de redução de custos e fortalecimento das ações da Petrobras, a sua controlado à época recompra as ações da Petrobras Distribuidora, fechando assim, novamente o seu capital. Sua abertura ao mercado de ações aconteceria no ano de 2017, dando início assim, ao seu processo de privatização, concluído em julho de 2019 após a sua antiga controladora, Petrobras vender o equivalente a 33,75% da sua participação na Petrobras Distribuidora.

---

<sup>1</sup> <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2110200008.htm>

## 4.2 Estrutura Administrativa

Sua estrutura administrativa é composta da seguinte forma:

- 1) Diretoria Executiva, responsável pela gestão da Companhia, de acordo com as metas e estratégias estabelecidas pelo Conselho de Administração.

Competências da Diretoria Executiva	
<a href="#">Rafael Salvador Grisolia</a>	Presidente e Diretor Executivo de Gente e Gestão
<a href="#">Flavio Coelho Dantas</a>	Diretor Executivo de Rede de Postos e Varejo
<a href="#">Marcelo Fernandes Bragança</a>	Diretor Executivo de Operação e Logística
<a href="#">Marcelo Cruz Lopes</a>	Diretor Executivo de Mercado Corporativo e Lubrificantes
<a href="#">André Corrêa Natal</a>	Diretor Executivo Financeiro e de Relações com Investidores

- 2) Conselho de Administração, composto por 10 (dez) representantes, sendo 1 (um) deles eleito pelos empregados da companhia.



#### Competências do Conselho de Administração

<a href="#">Edy Luiz Kogut</a>	Presidente do Conselho de Administração Independente
<a href="#">Alexandre Firme Carneiro</a>	Membro Independente do Conselho de Administração
<a href="#">Carlos Augusto Leone Piani</a>	Membro Independente do Conselho de Administração
<a href="#">Claudio Roberto Ely</a>	Membro Independente do Conselho de Administração
<a href="#">Leonel Dias de Andrade Neto</a>	Membro Independente do Conselho de Administração
<a href="#">Maria Carolina Lacerda</a>	Membro Independente do Conselho de Administração
<a href="#">Mateus Affonso Bandeira</a>	Membro Independente do Conselho de Administração
<a href="#">Pedro Santos Ripper</a>	Membro Independente do Conselho de Administração
<a href="#">Ricardo Carvalho Maia</a>	Membro Independente do Conselho de Administração

- 3) Conselho Fiscal, atualmente composto por 1 (um) membro indicado pelo Ministério da Fazenda), 1 (um) representante da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) e um representante dos acionistas minoritários.

#### Competências para o Conselho Fiscal

<a href="#">Bruno Passos da Silva Melo</a>	Membro Efetivo
<a href="#">Eduardo Damázio da Silva Rezende</a>	Membro Suplente do Conselheiro Bruno Passos
<a href="#">João Verner Juenemann</a>	Membro Efetivo
<a href="#">Maria Carmen Westerlund Montera</a>	Membro Suplente do Conselheiro João Verner Juenemann
<a href="#">Maria Salete Garcia Pinheiro</a>	Membro Efetivo

Com a recente privatização, uma Assembleia Geral Extraordinária (AGE), foi convocada para o dia 18 de setembro de 2019 onde o membro indicado pelo Ministério da Fazenda para o Conselho Fiscal, foi destituído do seu cargo, sendo eleita então, a conselheira Maria Salete Garcia Pinheiro.

### 4.3 Composição Acionária

ACIONISTA	%
Petrobras SA	37,5%
Outros	62,5%

Em 23 de setembro de 2019.

### 4.4 Bovespa

As ações da Petrobras Distribuidora são hoje negociadas no Novo Mercado da B3, pelo código BRDT3.



Fonte: b3.com.br

Desde a reabertura do seu capital em dezembro de 2017, a cotação mínima para as suas ações foram R\$ 15,25, e sua máxima foi R\$ 29,54. Sua cotação para o fechamento do dia 27 de setembro de 2019 foi de R\$ 27,58.

#### 4.5. Demonstrações Financeiras

Balanco Patrimonial ( R\$ Milhões)	2015	2016	2017	2018
<b>Ativo Circulante</b>	<b>12.844,00</b>	<b>12.289,00</b>	<b>10.703,00</b>	<b>12.803,00</b>
Caixa e Equivalentes	810,00	655,00	483,00	3.057,00
Contas a receber	8.724,00	8.328,00	6.156,00	5.975,00
Estoques	2.843,00	2.678,00	3.245,00	2.923,00
Impostos e contribuições	424,00	591,00	673,00	735,00
Outros	43,00	37,00	146,00	113,00
<b>Ativo Não Circulante</b>	<b>18.397,00</b>	<b>19.109,00</b>	<b>13.060,00</b>	<b>12.542,00</b>
Realizáveis A Longo Prazo	11.852,00	12.617,00	6.754,00	6.236,00
Contas a receber	6.206,00	6.250,00	376,00	1.155,00
Impostos e contribuições	2.935,00	3.791,00	3.703,00	2.361,00
Depósito Judicial	798,00	950,00	1.000,00	1.051,00
Demais contas a Receber	1.913,00	1.626,00	1.675,00	1.669,00
Investimentos	46,00	45,00	36,00	33,00
Imobilizado	6.039,00	5.986,00	5.817,00	5.797,00
Intangível	460,00	461,00	453,00	476,00
<b>Total Ativos</b>	<b>31.241,00</b>	<b>31.398,00</b>	<b>23.763,00</b>	<b>25.345,00</b>
<b>Passivo Circulante</b>	<b>5.592,00</b>	<b>5.629,00</b>	<b>4.413,00</b>	<b>4.561,00</b>
Empréstimos e Financiamentos	644,00	805,00	185,00	210,00
Fornecedores	3.047,00	2.650,00	2.682,00	2.219,00
Arrendamentos mercantis financeiros	24,00	31,00	29,00	29,00
Impostos e contribuições	249,00	205,00	278,00	345,00
Dividendos e Juros sob capital próprio	616,00	635,00	273,00	758,00
Salários e encargos	425,00	830,00	361,00	527,00
Outros	587,00	473,00	605,00	473,00
<b>Passivo Não Circulante</b>	<b>15.724,00</b>	<b>18.359,00</b>	<b>10.523,00</b>	<b>11.098,00</b>
Empréstimos e Financiamentos	12.250,00	12.009,00	4.455,00	5.314,00
Arrendamentos mercantis financeiros	81,00	67,00	43,00	19,00
Salários e encargos	2.262,00	4.172,00	3.932,00	4.755,00
Provisões	1.105,00	2.090,00	2.079,00	1.001,00
Outros	26,00	21,00	14,00	9,00
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>9.925,00</b>	<b>7.410,00</b>	<b>8.827,00</b>	<b>9.686,00</b>
Capital Social	6.352,00	6.352,00	6.353,00	6.353,00
Lucros/Prejuízos Acumulados	4.107,00	3.045,00	3.897,00	5.259,00
Ajuste de avaliação patrimonial	- 534,00	- 1.987,00	- 1.423,00	- 1.926,00
<b>Total do Passivo + PL</b>	<b>31.241,00</b>	<b>31.398,00</b>	<b>23.763,00</b>	<b>25.345,00</b>

Fonte: BR Distribuidora

Demonstração do Resultado ( R\$ Milhões)	2015	2016	2017	2018
<b>Receita Líquida</b>	<b>97.280,00</b>	<b>86.637,00</b>	<b>84.567,00</b>	<b>97.770,00</b>
Crescimento %	-	-11%	-2%	16%
CPV	-89.967,00	-80.172,00	-78.200,00	-91.914,00
<b>Lucro Bruto</b>	<b>7.313,00</b>	<b>6.465,00</b>	<b>6.367,00</b>	<b>5.856,00</b>
Margem Bruta %	7,5%	7,5%	7,5%	6,0%
Despesa Operacional	-8.952,00	-6.479,00	-4.243,00	-3.469,00
<b>EBIT (Resultado Antes do RF)</b>	<b>-1.639,00</b>	<b>-14,00</b>	<b>2.124,00</b>	<b>2.387,00</b>
Resultado Financeiro	-299,00	-622,00	-557,00	2.423,00
Receita Financeira	505,00	688,00	376,00	2.959,00
Despesa Financeira	-1.597,00	-1.893,00	-1.231,00	-419,00
Variações cambiais	793,00	583,00	298,00	-117,00
<b>EBT (Resultado Antes do IR e CSLL)</b>	<b>-1.938,00</b>	<b>-636,00</b>	<b>1.567,00</b>	<b>4.810,00</b>
IR/CSLL	774,00	322,00	-414,00	-1.616,00
<b>Lucro Líquido</b>	<b>-1.164,00</b>	<b>-314,00</b>	<b>1.153,00</b>	<b>3.194,00</b>
Margem Líquida %	-1,2%	-0,4%	1,4%	3,3%
<b>EBITDA</b>	<b>-1.168,00</b>	<b>440,00</b>	<b>2.576,00</b>	<b>2.804,00</b>
Depreciação e Amortização	471,00	454,00	452,00	417,00
Margem EBITDA %	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%

Fonte: BR Distribuidora

## 4.6 Análise da Empresa

A BR Distribuidora atua na comercialização e distribuição de derivados de petróleo, gás natural, etanol e biocombustíveis.

São mais de 7.000 postos de serviço da rede BR, e aproximadamente 14.000 clientes do segmento “Grandes Consumidores”, estando presente em todos os Estados do Brasil.

Após sucessivos anos reportando prejuízo líquido (ano fiscal de 2015 e 2016), devido à recessão enfrentada pela economia brasileira, intervenção política na companhia e em sua controladora, além do fato da companhia possuir índices de eficiência inferiores aos dos seus concorrentes, a BR distribuidora apresentou resultado positivo em 2017, e no ano seguinte uma forte expansão do seu resultado.

Mesmo com a greve dos caminhoneiros de maio de 2018, cujo impacto, segundo o então Ministro da Fazenda Henrique Meirelles, foi de 0,2% do PIB<sup>2</sup>, a companhia apresentou um salto na receita de 16%, fortemente impactada pelo salto da receita nos mercados de postos e aviação.

A queda da taxa básica de juros aliada à uma política de desalavancagem proporcionou menores despesas financeiras, que estavam impactando negativamente no resultado final da empresa. A BR Distribuidora saltou de quase

<sup>2</sup> <https://oglobo.globo.com/economia/fazenda-estima-impacto-de-02-no-pib-por-greve-dos-caminhoneiros-22772317>

R\$ 13 bilhões de endividamento bruto para cerca de R\$ 5,5 bilhões, e quase todo ele em forma de debêntures cujos vencimentos começam em 2022 e terminam em 2025.

Com a privatização, é esperado que a empresa se adeque às regras de mercado, e consiga alcançar a eficiência operacional dos seus concorrentes dado os benefícios e liberdade que goza uma empresa privada. É esperado que a companhia tenha a agilidade, dado o fim das amarras que o fato de ser uma empresa pública impõe, para realizar parcerias e o corte de custos e despesas para alcançar as margens dos seus concorrentes, além de facilitar o seu desinvestimento em ativos não core da companhia, que poderiam fornecer capital necessário para financiar a expansão e atualização da sua operação.

Mesmo antes da sua privatização, a empresa adotou uma estratégia de redução do seu endividamento oneroso e despesa operacional, que se refletiram na grande melhora dos resultados nos anos de 2017 e 2018.

#### **4.6.1 Setores de atuação**

##### **4.6.1.1 Rede de Postos**

Atende ao consumidor em geral, através dos postos de combustível BR comercializando combustíveis e derivados de petróleo, lubrificantes, gás natural veicular (GNV) e biocombustíveis. A sua receita nesse segmento em 2018 foi de R\$ 57.933 milhões, um alta de 13,60% em relação ao ano anterior quando foi de R\$ 50.999 milhões.

É extremamente relevante para o resultado da Companhia, representando cerca de 59% das Receitas Líquidas e 66% do EBITDA.

A gasolina vendida nos postos, chamada de gasolina “C” é resultante da mistura da gasolina “A”, adquirida de refinarias operando em solo brasileiro, misturada com etanol anidro, que representa cerca de 18% a 27% da composição total da gasolina “C”.

Já o diesel, derivado do petróleo que abastece veículos de transporte em todo o país e é uma importante fonte de receita das redes de postos, assim como a gasolina “A”, é adquirido das refinarias brasileiras.

O gás natural é extraído de rochas porosas, e frequentemente vem acompanhado de petróleo.

##### **4.6.1.2 Mercado Grande Consumidor**

Comercializa combustíveis derivados de petróleo, lubrificantes e serviços associados aos seus produtos, no mercado de grandes consumidores. Em 2018, foram cerca de 10 mil clientes atendidos pela empresa, gerando R\$ 25.348 milhões de receita líquida. Representa cerca de 26% das Receitas Líquidas e 21% do EBITDA da Companhia.

Seus principais clientes desse mercado são siderúrgicas, mineradoras, empresas de papel e celulosa, construção civil, transporte, termelétricas, companhias do agronegócio e varejistas de combustíveis.

A Petrobras Distribuidora é líder nesse segmento, sendo uma peça importante no movimento da economia brasileira.

#### 4.6.1.3 Mercado de Aviação

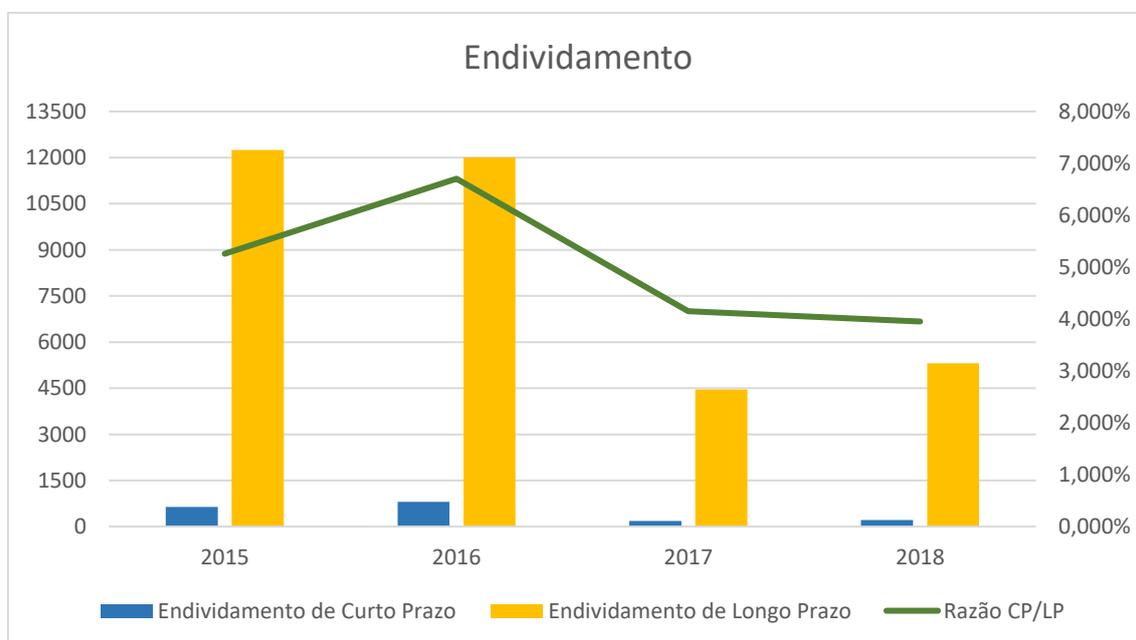
A BR Distribuidora também tem presença forte no mercado de aviação, comercializando produtos e serviços de aviação nos aeroportos do país, atendendo a cerca de 1,6 mil clientes em todo o Brasil. O setor apresentou Receita Líquida de R\$ 9.586 milhões, ou seja, 10% das Receitas Líquidas e 15% do EBITDA total da companhia.

O ano de 2019 marcou as dificuldades da empresa de aviação Avianca, o que prejudicou os resultados da companhia nesse setor. Sua presença em 109 aeroportos faz dela a maior fornecedora de combustíveis para a aviação.

#### 4.6.1.4 Outros Mercados

É o segmento da companhia que atua na venda de produtos químicos, asfaltos, lubrificantes, entre outros. Esse setor apresentou R\$ 5.425 milhões de receita líquida e R\$ 642 milhões de EBITDA.

### 4.7 Endividamento



Como demonstrado acima, a companhia tem empregado grandes esforços para a diminuição da dívida bruta, além de mantê-la sob controle no longo prazo.

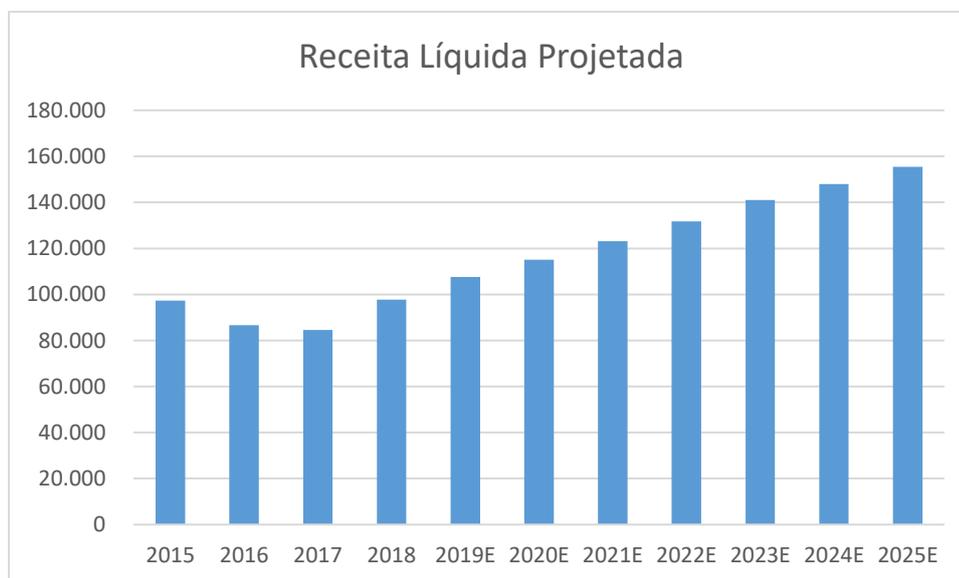
## Capítulo 5 – O Valuation

### 5.1 Projeção Receita Líquida

Ano	Receita Líquida - R\$ (mm)	Crescimento
2015	97.280	-
2016	86.637	-11%
2017	84.567	-2%
2018	97.770	16%
2019E	107.547	10%
2020E	115.075	7%
2021E	123.131	7%
2022E	131.750	7%
2023E	140.972	7%
2024E	148.021	5%
2025E	155.422	5%

Elaboração: O autor

A forte crise econômica derrubou as receitas das distribuidoras de combustíveis nos anos de 2015-2017, muito em função da queda da atividade econômica, a redução do poder aquisitivo das famílias, e menor demanda das termoelétricas. O setor voltou a se recuperar em 2018, com a nova política de preços da Petrobrás de ajustes diários no preço dos combustíveis, além de ter ocorrido um aumento significativo do PIS/COFINS para a gasolina, o que encareceu o produto final.



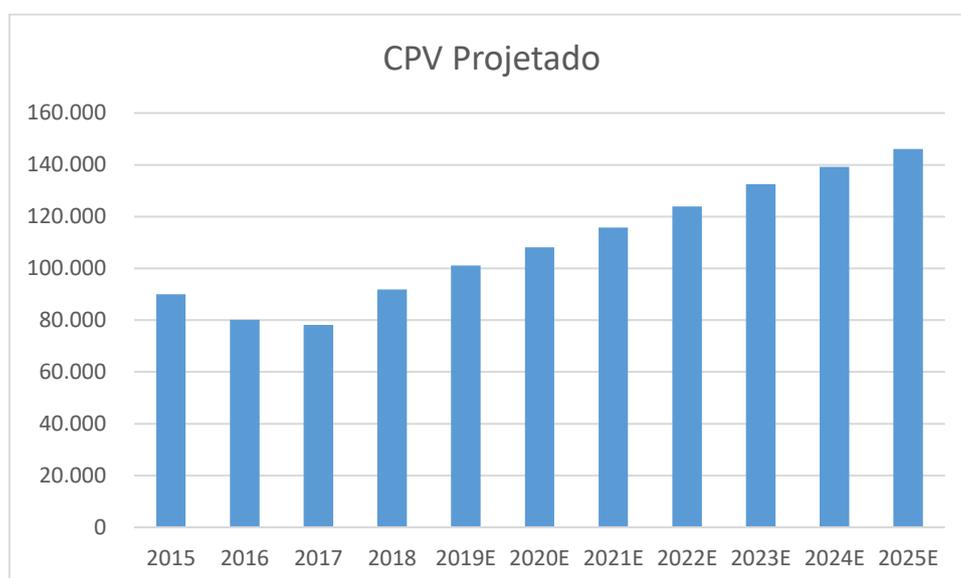
Elaboração: O autor

Entendendo que o crescimento de 15,6% da receita foi ocasionado pela baixa receita dos anos anteriores, além de uma mudança estrutural importante na composição de preço de um produto relevante para a companhia, foi projetado um crescimento de receita líquida na ordem de 10% no ano de 2019, e 7,0% ao ano nos anos posteriores, havendo então uma pequena redução do

ritmo de crescimento da receita para 5,0% com a estabilização da retomada econômica do Brasil, já considerando a forte posição de mercado da companhia, e também o foco da mesma não em captar ainda mais fatia do mercado, e sim no ganho de eficiência operacional, aumentando as suas margens. Além disso, as projeções para preço do barril de petróleo Brent apontam para o valor na casa dos 61 dólares, na média observada no final do ano de 2019.

## 5.2 Projeção Custo dos Produtos Vendidos

A companhia apresentou um padrão de margem bruta de 7,5% até o ano de 2017 quando houve um aumento significativo de PIS/COFINS para a gasolina e a adoção de reajustes diários nos preços dos combustíveis. Com isso, sua margem bruta caiu para 6,0%, e que foi considerado para as projeções dos anos seguintes. Nos anos analisados, foi possível perceber que o aumento das receitas era refletido em igual medida nos custos dos produtos vendidos. Portanto, foi utilizado para a projeção a margem bruta encontrada no último ano fechado, 2018.

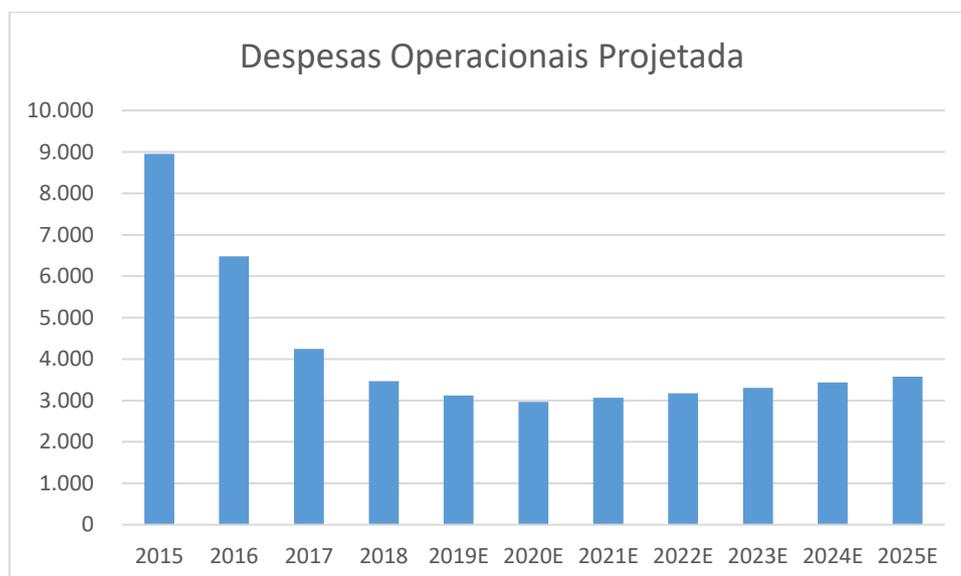


Ano	CPV - R\$ (mm)	Crescimento
2015	89.967	-
2016	80.172	-11%
2017	78.200	-2%
2018	91.914	18%
2019E	101.105	10%
2020E	108.183	7%
2021E	115.756	7%
2022E	123.858	7%
2023E	132.529	7%
2024E	139.155	5%
2025E	146.113	5%

Elaboração: O autor

### 5.3 Projeção Despesas Operacionais

Em linha com as recentes movimentações da companhia, que iniciou um plano de demissão voluntária, e empregou nos últimos anos esforços para conter as despesas operacionais, espera-se que haja uma redução das despesas nos próximos anos, e que a mesma passe a subir levemente após se estabilizar em um novo nível.



Ano	Despesas Operacionais - R\$ (mm)	Crescimento
2015	8.952	-
2016	6.479	-28%
2017	4.243	-35%
2018	3.469	-18%
2019E	3.122	-10%
2020E	2.966	-5%
2021E	3.070	3%
2022E	3.177	3%
2023E	3.304	4%
2024E	3.437	4%
2025E	3.574	4%

Elaboração: O autor

### 5.4 Cálculo WACC

Como falado em capítulos anteriores, o WACC em tradução livre seria o Custo Médio Ponderado de Capital, e no caso desse estudo, foi obtido pela seguinte equação:

$$WACC = \frac{D}{D+E} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{D+E} k_e$$

Fonte: Koller, Goedhart, Wessels. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies

Conforme consta na equação acima, o parâmetro  $K_e$  (custo de capital próprio) também deve ser estimado. Foi utilizado a seguinte equação:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Antes de realizarmos a estimação dos parâmetros do WACC, devemos ajustar os números da companhia utilizando o modelo de plug-ins para ajustar a balança de pagamentos da companhia.

Valores em milhões de reais

Balance Sheet	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Excess Cash	0	0	0	0	4.306	4.896	5.270	5.136	5.687	6.002	6.886
Ativo Circulante	12.377	11.661	9.884	11.955	13151	14071	15056	16110	17238	18100	19004
Ativo Não Circulante	6.499	6.447	6.270	6.273	6.150	6.150	6.458	6.780	7.119	7.475	7.849
Ativo Total	18.876	18.108	16.154	18.228	23.607	25.117	26.784	28.026	30.044	31.577	33.740
Revolver	9.425	8.927	2.964	3.259	0	0	0	0	0	0	0
Passivo Circulante	4.948	4.824	4.228	4.351	4786	5121	5480	5863	6274	6587	6917
Dívida	12.894	12.814	4.640	5.524	5600	5600	5600	5000	5000	4500	4500
Passivo Total	27.267	26.565	11.832	13.134	10.386	10.721	11.080	10.863	11.274	11.087	11.417
Capital Social	6.352	6.352	6.353	6.353	6.353	6.353	6.353	6.353	6.353	6.353	6.353
Lucros Acumulados	4.107	3.045	3.897	5.259	6.868	8.043	9.351	10.810	12.417	14.137	15.970
Patrimônio Líquido	10.459	9.397	10.250	11.612	13.221	14.396	15.704	17.163	18.770	20.490	22.323
Passivo Total + Patrimônio Líquido	37.726	35.962	22.082	24.746	23.607	25.117	26.784	28.026	30.044	31.577	33.740
Plug											
Ativo Total - Excess Cash	18.876	18.108	16.154	18.228	19.301	20.221	21.514	22.890	24.357	25.575	26.854
Passivo Total (Exceto Revolver) + Patrimônio Líquido	28.301	27.035	19.118	21.487	23.607	25.117	26.784	28.026	30.044	31.577	33.740
Excess Cash ou Revolver	-9.425	-8.927	-2.964	-3.259	4.306	4.896	5.270	5.136	5.687	6.002	6.886

Com as projeções já indicadas acima, conseguimos criar hipóteses da forma como o ocorrerá a evolução financeira da companhia até o último projetado, com a indicação de excesso de caixa ou a falta dele.

#### 5.4.1 Cálculo do Custo de Capital Próprio ( $K_e$ )

$K_e$	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
10y T-bill (Rf)	1,77%							
CDS Brasil (Risco País)	2,07%							
$R_m$ (S&P 500)	11,36%							
$R_f - R_m$	9,59%							
$\beta$ setor distribuição	0,62							
$\beta$ BR Distribuidora	0,81	0,79	0,78	0,77	0,74	0,73	0,71	0,70
$K_e$ Nominal USD	11,65%	11,45%	11,31%	11,19%	10,93%	10,83%	10,65%	10,58%
Diferencial de inflação de L	1,10%							
$K_e$ Nominal BRL	12,75%	12,55%	12,41%	12,29%	12,03%	11,93%	11,75%	11,68%

Para a composição do Custo de Capital, foi considerado como ativo livre de risco ( $R_f$ ) as notas de débito emitidas pelo governo dos Estados Unidos, as 10 years Treasury Bills. Seu retorno em 17 de novembro era de 1,77%.

Já a carteira de mercado plenamente diversificada a opção foi o índice S&P 500, que é composto por quinhentos ativos selecionados das bolsas NYSE e NASDAQ, dados os seus tamanhos de mercado, liquidez e representação no

mercado. Além disso, os ativos são ponderados pelos seus respectivos tamanhos. Utilizando a coleta de dados feita por Damadoran, e disponível em seu blog pessoal, obtemos o retorno de mercado (Rm).

O Beta do setor, também foi uma coleta por Damodaran e disponível em seu blog pessoal. A partir dela, foi possível obter o Beta da Petrobras Distribuidora, tanto para o ano vigente quanto para os anos projetados, utilizando os ajustes de plug-ins.

Com as variáveis identificadas, o Ke Nominal em USD foi obtido com a soma do retorno livre de risco (Rf) e Risco Brasil (CDS Brasil), somado ao Prêmio de Risco do Acionista (Rf – Rm) multiplicado pelo Beta da Petrobras Distribuidora.

Porém, um ajuste ainda é necessário, pois os valores foram simulados utilizando dados em dólares americanos. Por isso, há um ajuste para a inflação de longo prazo, que nesse caso, utilizando as projeções de mercado mais recentes, indicam uma taxa positiva de 1,10%. Somando essa taxa ao Ke Nominal em dólares, chegamos ao valor do ke Nominal em Reais.

#### 5.4.2 Cálculo do Custo de Capital de Terceiros

Kd	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
CDI	6,41%							
Spread de risco da Empresa	109%							
Kd	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%	6,99%

No seu último balanço e demonstrações divulgados, a Petrobras Distribuidora informa um custo de financiamento de 109% do CDI. No dia 17 de novembro de 2019, o CDI estava em 6,41% acumulado. Portanto, o Custo de Capital de Terceiros estimado para a Petrobras Distribuidora foi de 6,99%.

#### 5.4.3 Finalizando o Cálculo do WACC

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
WACC	10,13%	10,19%	10,23%	10,27%	10,36%	10,39%	10,46%	10,49%

Com o Custo de Capital Próprio (Ke) estimado, e o Custo de Capital de Terceiros (Kd) estimado, não existem mais variáveis desconhecidas para o cálculo do WACC.

Na tabela do capítulo 5.4, estão as projeções para a Dívida (D) e Patrimônio Líquido (E), que fazem parte do cálculo do WACC. Utilizando os dados de cada ano, chegamos aos valores do WACC para os anos de 2018 a 2025.

## 5.5 FCFF e Valor Terminal

Valores em milhões de reais

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Debt [ND]	22.319	21.741	7.604	8.783	1.294	704	330	-136	-687	-1.502	-2.386
Net Working Capital [NWC]		-592	-1.181	1.948	760	586	626	670	717	548	576
Capex Líquido		-52	-177	3	-123	0	308	323	339	356	374
Invested Capital	32.778	31.138	17.854	20.395	14.514	15.100	16.034	17.027	18.083	18.988	19.937
Net Investment		-644	-1.358	1.951	637	586	934	993	1.056	904	949
NOPLAT	-1.082	-9	1.402	1.575	2.191	2.592	2.841	3.111	3.392	3.583	3.785
Net Investment Rate		6970%	-97%	124%	29%	23%	33%	32%	31%	25%	25%
ROIC	-3%	0%	8%	8%	15%	17%	18%	18%	19%	19%	19%
Free Cash Flow to Firm [FCFF]	-1.082	635	2.760	-376	1.553	2.006	1.907	2.118	2.336	2.679	2.836
VP FCFF					1.410	1.651	1.423	1.428	1.425	1.475	1.410

Primeiro, uma breve explicação dos parâmetros indicados acima, que fazem parte do cálculo do Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF).

- i) Net Debt: É a dívida líquida da companhia, ou seja, seu endividamento bruto subtraído do seu caixa
- ii) Net Working Capital: É uma medida de liquidez da companhia. Representado pelo Ativo circulante (Caixa e Equivalentes, Estoque e Contas a Receber), menos o Passivo Circulante (Todo o passivo circulante menos as dívidas de curto prazo)
- iii) Capex Líquido: Investimento líquido da companhia em imobilizado e intangível.
- iv) Invested Capital: Todo o capital que foi investido na companhia, representado pela dívida líquida mais o Patrimônio Líquido
- v) Net Investment: É o investimento líquido, obtido pela soma do Net Working Capital e do Capex
- vi) NOPLAT: Um dos parâmetros mais importantes. Trata-se do Lucro operacional ajustado pelos impostos
- vii) ROIC: É a rentabilidade de todo o capital investido na companhia

Para o cálculo chegarmos ao valor intrínseco da companhia, é necessário projetar o Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF). Utilizando as informações financeiras já tratadas no capítulo 5.4, chegamos ao FCFF indicado na tabela acima. O passo seguinte é levar o FCFF de cada ano ao seu valor presente.

*Valores em milhões de reais*

<b>NOPLAT t+1</b>	3998,40
<b>Valor Terminal</b>	38.110
<b>Valor da Empresa</b>	48.331
<b>Valor do Equity</b>	39.548
<b>Quantidade de ações</b>	1165
<b>Valor da Empresa por ação</b>	33,95

Para o cálculo do valor intrínseco da companhia, será necessário o NOPLAT do ano seguinte ao último ano projeto, representado pelo NOPLAT t+1, que foi obtido utilizando a taxa de crescimento do último ano do NOPLAT.

O Valor Terminal é obtido dividindo o NOPLAT t+1 pelo WACC do último ano projetado. Já o Valor da Empresa é o somatório do Valor Terminal com o somatório do Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF). O Valor do Equity é o Valor da Empresa subtraído da Dívida Líquida da companhia no ano corrente.

Com os dados obtidos e projetados, chegamos ao valor da companhia de R\$ 48,33 bilhões, e o valor do equity de R\$ 39,54 bilhões. Considerando a quantidade de ações nas mãos dos acionistas e em tesouraria, são 1.165 milhões de ações. Dividindo o Valor do Equity pelo número de ações, chegamos ao valor intrínseco da ação da Petrobras Distribuidora, de R\$ 33,95.

Para efeito de comparação, no dia 29 de novembro de 2019 a ação da Petrobras Distribuidora S.A. (BRDT3) era comercializada na Bovespa por R\$ 28,44 reais, ou seja, cerca de 16% subprecificada se o cenário proposto nesse trabalho se realizasse. Uma hipótese

## 6. Capítulo 6 – Conclusão

Dentro do trabalho proposto, foi feita a avaliação da empresa Petrobras Distribuidora. À época das informações financeiras utilizadas a companhia era uma subsidiária da Petrobrás, e, portanto, uma companhia de direito público, mas ao longo do ano de 2019, a participação da Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobrás) foi reduzida a ponto da companhia ser considerada de direito privado.

Na análise da Petrobras Distribuidora, foi levado em conta as políticas a serem implementadas nesse período pós privatização, para melhor projeção das suas receitas, custos e dívida. Portanto, é possível que os próximos anos da companhia sejam de cortes profundos nas despesas gerais da companhia, de forma a recuperar a diferença existente nas margens operacionais dos seus maiores concorrentes. Somente a ventilação da notícia de que a empresa seria privatizada já fez as ações dispararem ao longo dos anos de 2018 e 2018.

A performance da empresa nos próximos anos dependerá muito de como essa nova estratégia irá gerar resultados, e de como o mercado irá reagir às mudanças no setor. O fato da companhia agora ser privada retira diversas amarras que antes a impediam de agir com agilidade às mudanças do mercado, e às pressões políticas constantes que toda e qualquer empresa estatal sofre. Entendo também que um maior número de empresas abertas participantes do setor melhoraria a elaboração desse trabalho, assim como ajudaria na precificação das suas ações.

Conforme indicado no capítulo anterior, a ação da Petrobras Distribuidora no dia 29 de novembro de 2019 era comercializada a R\$ 28,44, o que significa uma diferença de R\$ 5,51 reais. Essa subprecificação de cerca de 16%, caso o cenário proposto por esse trabalho se realizasse, advém, é claro, das incertezas inerentes a qualquer segmento da economia, além das limitações naturais das modelagens de valuation. Porém, dado as hipóteses propostas, de melhor eficiência operacional e vantagens advindas com a sua recente privatização, o resultado encontrado está em linha com o esperado inicialmente formulado.

## 7. Referências Bibliográficas

- DAMODARAN, A. Avaliação de Investimentos, 1997
- GELBCKE, E; SANTOS, E; IUDÍCIBUS S; MARTINS, E. Manual de Contabilidade Societária, 3ª Edição
- DAMODARAN, A. Investment Valuation, 3<sup>rd</sup> Edition
- KOLLER, T; GOEDHART, M; WESSELS, D. Valuation, 6<sup>th</sup> Edition, McKinsey & Company
- História da Distribuição dos Combustíveis no Brasil, Disponível em
- [https://somosplural.com.br/wp-content/uploads/2018/04/livro\\_baixa.pdf](https://somosplural.com.br/wp-content/uploads/2018/04/livro_baixa.pdf)
- SOUTE, D. O; SCHVIRK, E.; MARTINS, E.; MACHADO, M. R. C.. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. Brasília: Revista UnB Contábil, v. 11, n. 1-2, p.1-17, 2008. <https://cgg-amg.unb.br/index.php/contabil/article/view/32/35>
- Boletim Abastecimento em Números, Ano 14/nº 63 / jan a jun de 2019, Disponível em <http://www.anp.gov.br/arquivos/publicacoes/boletins-anp/abastecimento/63/boletim-n63.pdf>
- World Government Bonds, Disponível em <http://www.worldgovernmentbonds.com/>
- Damodaran Online, Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- MARTELANC, R. Utilização de Metodologias de Avaliação de empresas: Resultados de uma pesquisa no Brasil. São Paulo, 2005, Disponível em <http://sistema.semead.com.br/8semead/resultado/trabalhosPDF/315.pdf>
- Informações da Raízen, Disponíveis em <http://ri.cosan.com.br/>
- Informações da Ipiranga, Disponíveis em <https://portal.ipiranga/>
- Informações da Petrobras Distribuidora, Disponíveis em <https://ri.br.com.br/>