

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Arthur Cavali Vianna & Diogo David Sánchez Lima



01

APRESENTAÇÃO DA **EMPRESA**

02

ANÁLISE DO **SETOR**

03

ANÁLISE DE **PROJEÇÕES**

04

VALUATION

05

OPINIÃO E **CONCLUSÃO**



APRESENTAÇÃO DA 01 **EMPRESA**

Breve histórico

Em 1998, Paul Rady e Glen Warren fundam a Pennaco Energy (AMEX: PN), que vendem em 2001. Em 2002, é fundada a Antero, com a finalidade de explorar recursos não convencionais, vendendo a Barnett Shale em 2005 e adquirindo grandes porções de terra na Bacia dos Apalaches, em 2008, que começam a ser perfurados em 2009. Em 2012, vende alguns ativos para focar na exploração de xisto, formando a Antero Midstream Partners, visando impulsionar a infraestrutura do setor. Em 2013, realizam o IPO da Antero Resources, com o qual captam US\$ 1,8 bilhão, enquanto a divisão Midstream Partners tem seu IPO realizado em 2014. levantando US\$ 1,15 bilhão. A empresa possui sede em Denver, Colorado, e começou sob o nome de Antero Resources Appalachian Corporation, removendo o terceiro nome em 2013.

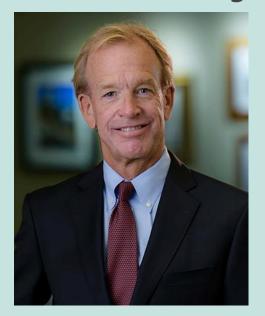








Paulo M. Rady



Paulo M. Rady (CEO e Presidente): fundador da empresa em 1998, atua como presidente desde 2021; e como CEO e Presidente da Diretoria desde 2004. Também é presidente da Midstream desde 2021; e CEO e Presidente da Diretoria desde 2019. Começou sua carreira como geólogo na Amoco, lá passando durante 10 anos, até trabalhar na Barnett Resources de 1990 a 1998, seguindo a trilha de Geólogo Chefe até CEO. Possui mais de 16,6 milhões de ações, o que, somado com os fatos de ser cofundador e estar na companhia a décadas, mostra seu alinhamento com a empresa







Benjamin A. Hardesty



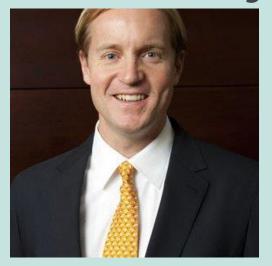
Benjamin A. Hardesty (Lead Director): dono da Alta Energy LLC, consultoria focada em petróleo, gás natural e energia na Bacia do Apalaches, desde 2010. Foi presidente da Dominion E&P Inc., uma subsidiária da Dominion Resources Inc., atuante na exploração e produção de gás natural, de 2007 a 2010. Atuou no Conselho de Administração de diversas empresas do ramo (Blue Dot Energy Services, KLX, KLX Energy Services Holdings), além de outros cargos de alto escalão.







Michael N. Kennedy



Michael N. Kennedy (CFO e VP financeiro): foi CFO da Antero Midstream de 2019 a 2021, iniciando na empresa em outros cargos (entre eles VP) em 2013. Antes, foi vicepresidente e CFO da Forest Oil Corporation, de 2009a 2013. Possui pouco menos de um milhão de ações da companhia







Demais Diretorias



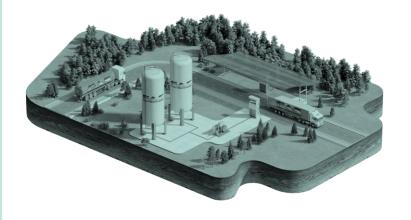
Todos os demais diretores e lideranças maiores possuem grande experiência no setor e estão na casa há algum tempo. *Insiders* possuem quantidade relativamente modesta de participações (apenas 6,5%), enquanto, nos últimos seis meses, vemos um saldo positivos entre compras e vendas por parte destes das ações da empresa, um bom indicativo.



Atuando no setor de exploração, extração, produção e aquisição de gás natural, possuía, ao final do exercício de 2022, cerca de 504 mil acres de LGN, gás natural e propriedades petrolíferas, todas localizadas na Bacia dos Apalaches, principalmente em West Virginia e Ohio, dos quais 85% estão ocupados com produção; ainda há quase 1.600 poços de gás natural na Bacia do Apalaches. Em 2022, a empresa detinha 29,1% das ações ordinárias da Antero Midstream. Os ativos da Midstream consistem em instalações de compressão, tratamento e participações em plantas de processamento e fracionamento, incluindo 620 milhas de gasodutos nos Apalaches, sendo que a empresa gastou, em 2022, aproximadamente US\$ 300 milhões em infraestrutura que atende à produção.



Representando a esmagadora maioria das despesas de capital da operação (83% em 2022), os procedimentos de perfuração não são realizados de forma 100% independente; em 2021, inicia-se a parceria com a QL Capital Partners, da Quantum Energy Partners, com contrato até 2024, que recebe uma participação de todos os poços perfurados durante a vigência, com algumas cláusulas referentes à TIR dos projetos, que servirá de trigger para aumento das participações. A QL financiou 20% e 15% das perfurações em 2021 e 2022, respectivamente.



As reservas provadas aumentaram para Gás Natural e Equivalentes, entre o período de 2021 e 2022, mas caíram para as demais – LGN e Petróleo; no geral, o saldo é positivo. O maior impacto positivo veio por parte de novas descobertas e adições, além de revisões de estimativas anteriores, que mais que compensaram a produção anual.

Os LGNs são removidos do fluxo de gás natural, produzindo líquidos que serão fracionados posteriormente, gerando etano, propano, butano, isobutano e gasolina natural. Para esse processo, contam com parceria com a MarkWest, em forma de joint venture, na qual a AR possui 50% de participação. As capacidades totais de processamento são de 3.600 Mmcf/d, com 94% contratados.



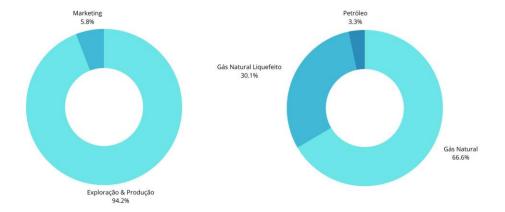
A concentração das vendas já foi maior, com dois clientes relevantes (acima de 10% das receitas) em 2020, somando 22%. Em 2021 e 2022, apenas a Six One Commodities aparece na lista, com 12%, mas o fato da Sabine Pass Liquefaction estar quase no limite da regra de divulgação em 2020 traz dúvidas sobre a relevância desta no resultado.

Existe sazonalidade na indústria, onde o gás é mais demandado nos meses de verão e inverno. O setor está exposto, portanto, às variações climáticas, que podem amenizar ou potencializar tais estações. A indústria é competitiva, e a Antero Resources compete com players maiores que ela, destacando que estes podem desembolsar mais na hora de adquirir uma propriedade ou atuar em toda a cadeia produtiva, podendo, inclusive, ser mais resilientes em momentos controversos do mercado.

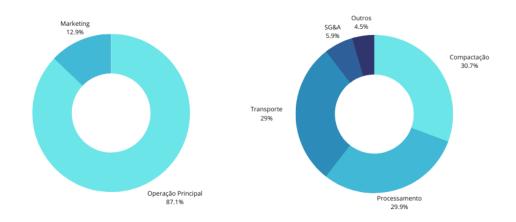


Deve-se ter em mente que o setor de petróleo e gás natural é extremamente arriscado. O alto custo de capital somado às grandes incertezas produtivas podem gerar prejuízos contínuos. Ainda há a dependência de uma commodity global, que tem preços voláteis e sensíveis a panoramas internacionais. Tem-se, mais recentemente, crescente preocupação com o ESG, com alterações climáticas geradas por combustíveis fósseis sempre em pauta, estimulando uma transição da matriz energética mundial; no que é específico da operação da companhia, o uso de bombeamento de água com produtos químicos como forma de extração é amplamente discutido e regulações estatais podem prejudicar os negócios envolvidos.

No ano de 2022 consolidado, as principais linhas de receita da companhia se dividiam entre Exploração & Produção e Trading (citado como Marketing pela companhia), sendo este último definido como comercialização de commodities de terceiros e de estruturas de logística não utilizadas. Por sua vez, E&P é composto majoritariamente pela venda de gás natural e gás natural liquefeito, com pequena participação de vendas de petróleo.



Por sua vez, os custos operacionais da empresa são concentrados em transporte, processamento e compactação. As despesas de Trading (Marketing) também são relevantes. Para reduzir volatilidade e ter resultados mais previsíveis, a empresa conta com ampla utilização de posições em derivativos, consideradas resultados financeiros e entrarão posteriormente.



ANÁLISE DO 02 **SETOR**



Porder de Barganha do
Consumidor

BAIXA

Fornecedor

BAIXA

Risco de bens **Substitutos**

ALTO

Rivalidade entre

Concorrentes

INTENSA

Barreiras de **Entrada**

GRANDES



ExxonMobil, Chevron e Baker Hughes são integralizadas, enquanto Conocophillips e EOG são Upstream. As demais presentes no Top 10 são Midstream A presença de tantas empresa atuando além do Upstream dá a elas algum poder de barganha, dada a contratação em grandes volumes, mas ainda são reféns das variações da commodity.

O consumidor final possui pouco poder de barganha, pois apenas aceita o valor que recebe na bomba, garantindo alguma margem, na maior parte do tempo



Maquinário pesado

Schlumberger, Halliburton e Baker Hughes, por exemplo, fornecem equipamentos e serviços essenciais para a exploração e produção de petróleo e gás. Extremamente específico e segmentado.

Indústria química

Cada vez mais competitiva, a possibilidade de contar com muitos fornecedores e melhora da tecnologia vem diminuindo seu poder de barganha.

Transporte e Armaz.

Também com muitos players, infraestruturas estão melhorando e o investimento em logística se torna tendência após a pandemia.

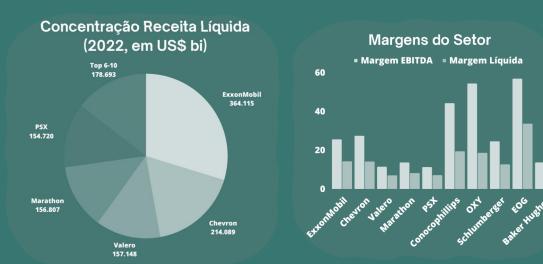
Rivalidade entre

Concorrentes

ALTA

- Algumas empresas faturando +US\$ 100bi;
- Muitas empresas de baixo faturamento;
- Se considerarmos apenas as Top 10, HHI de 1,700;
- Margens com grande dispersão;
- Competição com gigantes estrangeiras.

Um setor fragmentado e competitivo. Possível especialização dos menores players



Fonte: Status Invest

Barreiras de Entrada
Grandes

GRANDE NECESSIDADE DE CAPITAL

Tanto inicial quanto em relação a altos custos operacionais fixos, aumentando o risco da atividade para novos entrantes.

FORTE REGULAÇÃO ESTATAL

Movimentos restritos de entrada no setor, tanto por questões políticas quanto ambientais.

ECONOMIA DE ESCALA E VERTICALIZAÇÃO

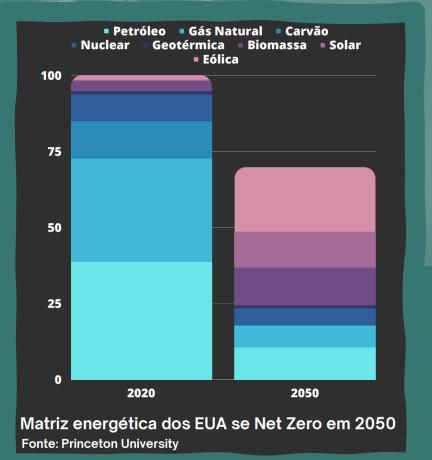
Empresas maiores costumam possuir vantagens operacionais, relacionais e maior controle da cadeia.

OPEP E RISCOS EXTERNOS

A forte dependência externa por parte dos preços das commodities, inclusive com a presença de um cartel mundial, afasta novos integrantes pelos risco elevados.



- Incentivo fiscal, legal e social para uso e desenvolvimento de novas fontes de energia.
- Energia limpa ocupando parte cada vez maior da matriz energética mundial
- Acordos internacionais que forçam menor utilização de combustíveis fósseis.





Levantamentos Importantes

Curto prazo

- Oferta e demanda Global;
- Política e regulação;
- Decisões da OPEP;
- Produção de Shale O&G.

Médio prazo

- Investimento em E&P;
- Tecnologia;
- Geopolítica;
- Infraestrutura;
- Demanda interna.

Longo prazo

- Transição energética;
- Reservas;
- Mudanças no padrão de consumo;
- Sustentabilidade...

Levantamentos Importantes

Oferta e Demanda

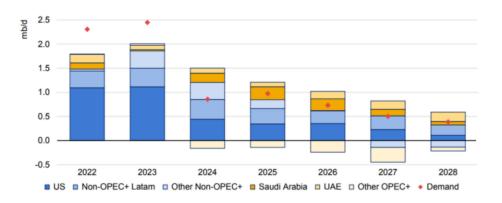
Oferta

• Oferta deve crescer mais que a demanda a partir de 2024.

Demanda

- Expectativa é de menor uso de gasolina, enquanto CAGR qeral de 1% a.a..
- O mesmo relatório aponta redução acumulada da demanda interna por petróleo.

Global oil supply capacity and demand forecast, year-on-year change, 2022-2028



Global oil demand by product (mb/d), 2019-2028

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2022-28 Growth Rate	2022-28 Growth
LPG/Ethane	13.2	13.2	13.8	14.2	14.4	14.6	14.8	15.1	15.5	15.9	1.9%	1.7
Naphtha	6.6	6.4	6.9	6.8	7.0	7.4	7.8	8.0	8.2	8.3	3.4%	1.5
Gasoline	26.7	23.7	25.6	26.0	26.6	26.6	26.6	26.4	26.1	25.8	-0.2%	-0.3
Jet/Kerosene	8.0	4.7	5.2	6.2	7.3	7.5	7.6	7.9	8.0	8.2	4.7%	2.0
Gasoil/Diesel	28.3	26.1	27.5	28.3	28.4	28.5	28.7	28.7	28.8	28.9	0.4%	0.6
Residual fuel oil	6.2	5.6	6.2	6.5	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	0.4%	0.2
Other products	11.8	11.9	12.2	11.8	11.8	11.9	11.9	12.0	12.0	12.0	0.3%	0.2
Total products	100.7	91.7	97.5	99.8	102.3	103.1	104.1	104.8	105.3	105.7	1.0%	5.9

Fonte: IEA 2023

Levantamentos Importantes

Expectativa de Preços

Redução

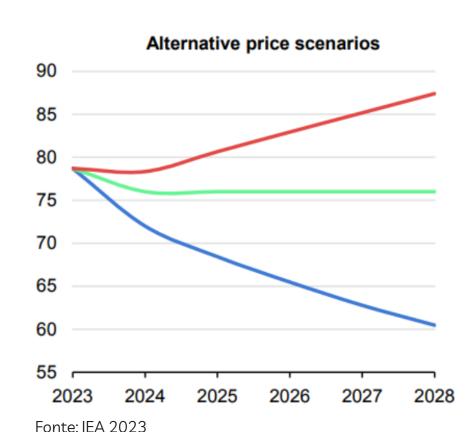
 Uma oferta crescendo tão mais rápido que a demanda dá uma perspectiva que já era esperada...

Assimetria negativa

 A linha verde é o base case, já apontando para baixo. A vermelha usa o crescimento histórico e a azul, a curva futura atual.

OPEP ficaria estática?

Algo que pode aliviar o panorama negativo é um novo acordo por parte do cartel, limitando a produção dos membros, a fim de sustentar o preço e evitar prejuízos



Levantamentos Importantes

Paridade O&G



A paridade observada no passado faz sentido dada a dependência produtiva das duas commodities, e isso não é boa notícia para o gás natural

Por outro lado, a queda nos preços do petróleo, se sustentável, pode afastar players menores do mercado, consequentemente diminuindo a oferta do gás, o que pode ser uma barreira natural para ambos os preços.

VEREDITO DO SETOR

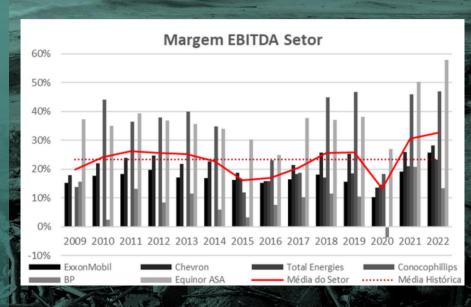
Constatações

Preços do petróleo e, consequentemente, do gás natural, parecem apontar para baixo, quase que em consenso.

Margens bem acima da média, o que deveria ser corrigido, dada maior concorrência e preços tendenciais, mesmo parecendo um bom setor a partir da análise de 5 forças de Porter.

Longo prazo parece tão ruim quanto o curto, considerando novos padrões de consumo consciente e acordos internacionais de sustentabilidade.

Mas cabe destacar que estamos falando de um setor dinâmico, que pode sofrer alterações repentinamente, pelas mais diversas formas.



Catalisadores da tese

Pontos

As descobertas não convencionais de petróleo, bem como novas tecnologias que permitem explorar fontes que antes não era acessíveis (como o Shale Oil) foram grandes drivers do aumento de reservas provadas e oferta, em especial nos FUA.

Recessão nos EUA pode gerar queda forte de demanda por combustíveis e petróleo, derrubando ainda mais o preço.



Riscos da tese

Guerr

A retomada da pandemia somada à guerra de Rússia e Ucrânia contribuíram para a ruptura do padrão de queda de preços do petróleo, ao impactar logística e demanda mundiais

China

Segundo o IEA, a China deve ser a principal responsável pelo aumento de demanda mundial nos próximos anos, como já vem sendo. Se novos programas governamentais estimularem ainda mais o crescimento e abertura econômicos, o cenário pode ser menos baixista (Índia também terá grande CAGR, mas possui cerca de um quinto da demanda nominal, tendo menor relevância.

Demanda Chinesa Aparente por Petróleo

Fonte: Bloomberg

OPEP

Ter um cartel que regula a oferta, modificando o preço internacional não deixa ninguém confortável...

Riscos da tese

Guerra

A retomada da pandemia somada à guerra de Rússia e Ucrânia contribuíram para a ruptura do padrão de queda de preços do petróleo, ao impactar logística e demanda mundiais.

China

Segundo o IEA, a China deve ser a principal responsável pelo aumento de demanda mundial nos próximos anos, como já vem sendo. Se novos programas governamentais estimularem ainda mais o crescimento e abertura econômicos, o cenário pode ser menos baixista (Índia também terá grande CAGR, mas possui cerca de um quinto da demanda pominal tendo menor relevância.



Fonte: Bloomberg

OPEP

Ter um cartel que regula a oferta, modificando o preço internacional não deixa ninquém confortável...

Riscos da tese



a principal

OPEP

Ter um cartel que regula a oferta, modificando o preço internacional não deixa ninguém confortável...

A retomada da pandemia somada à guerra



Expresso

OPEP estende corte na produção de petróleo até 2024

Numa tentativa de fazer subir os preços do petróleo, a OPEP estendeu os cortes para 2024. A Arábia Saudita vai produzir menos 1 milhão de...

5 de jun. de 2023



IM InfoMoney

Arábia Saudita confirma cortes de 1 milhão de barris por dia na produção de petróleo até fim do ano

A Arábia Saudita confirmou nesta guarta-feira (4) que irá manter cortes de 1 milhão de barris por dia (bpd) em sua produção de petróleo até...

4 de out. de 2023



Petróleo fecha em baixa, após encontro da Opep com cortes voluntários de alguns países

Commodity para janeiro fechou em queda de 2,44%, em US\$ 75,96 o barril.

4 dias atrás

ANÁLISE DE PROJEÇÕES 03

Critérios Utilizados

Critério 1

Curva das commodities referência – Fonte: Bloomberg.

Critério 2

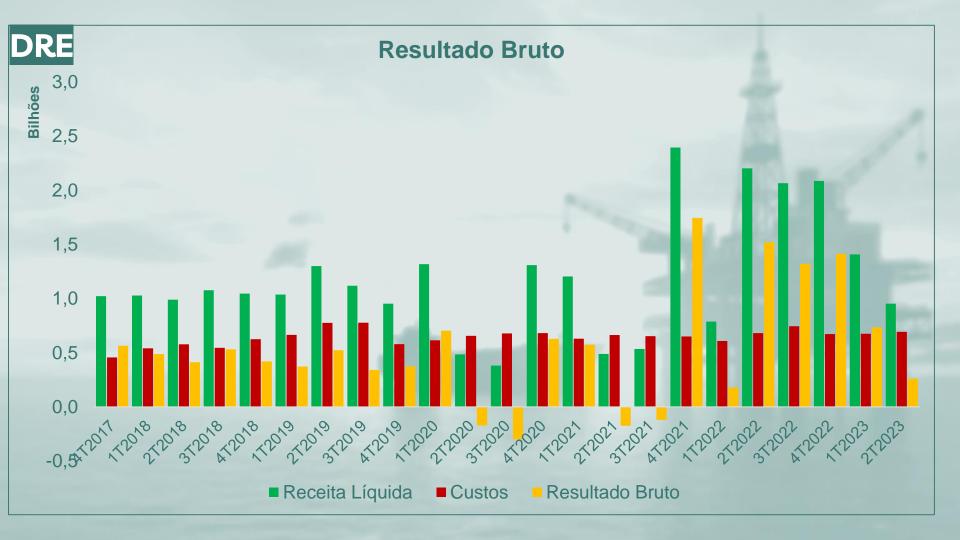
Reprodução e extrapolação da eficiência econômica média da empresa.

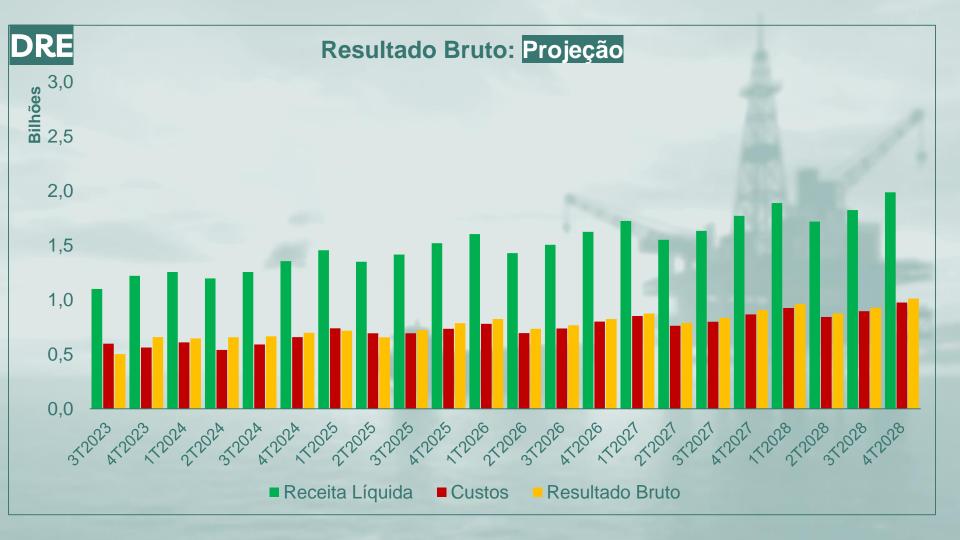
Critério 3

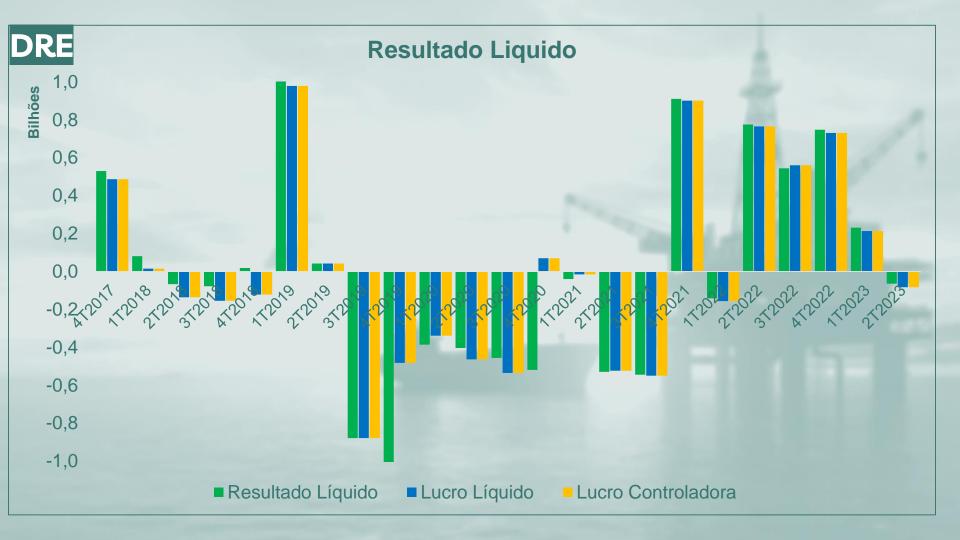
Ciclos econômicos setoriais, tanto para commodity como para a companhia.

Detalhes

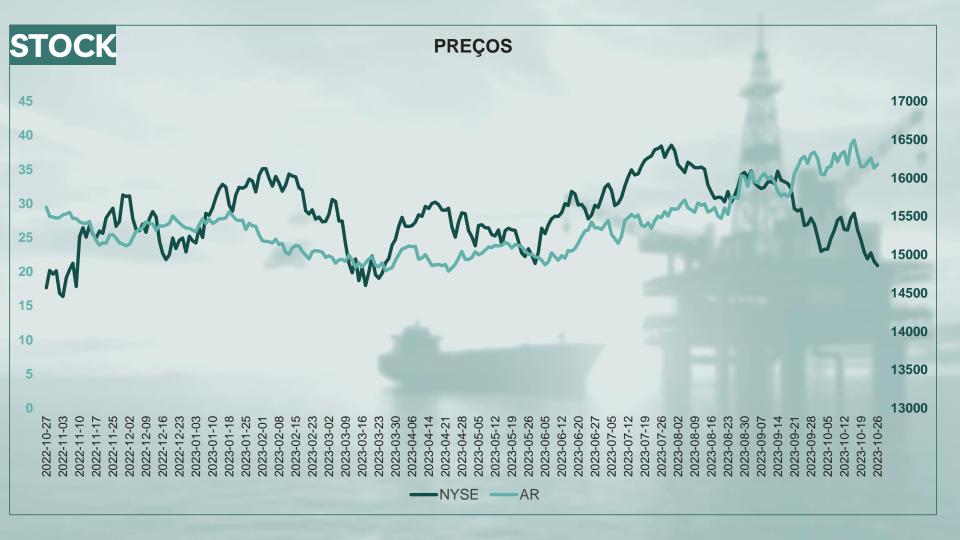
Os detalhes das projeções se encontram em anexo











04 **VALUATION**

Valuation

Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

	0	1	2	3	4	5	5
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal Value
EBIT	227.312.929	1.025.705.909	1.263.561.986	1.522.257.019	1.741.180.953	2.074.693.567	
(1- t)	179.577.214	810.307.668	998.213.969	1.202.583.045	1.375.532.953	1.639.007.918	
D&A	171.330.350	688.103.411	694.724.768	701.433.321	708.164.954	714.922.034	
∆ NCG	-89.112.500	-302.982.500	-257.535.125	-218.904.856	-186.069.128	-158.158.759	
CF	440.020.064	1.801.393.579	1.950.473.862	2.122.921.222	2.269.767.035	2.512.088.711	22.495.866.623
DCF	440.020.064	1.580.917.797	1.502.247.503	1.434.947.172	1.346.430.672	1.307.791.054	11.711.327.305
ECEE	10 323 681 567						

Debt 6.638.369.000 EV 12.685.312.567 # shares 300.544.000

 Share Last Price
 23,00

 Fair Price
 42,21

 upside
 83,5%

WACC	14%
Debt	6.638.369.000
Equity	6.912.512.000
Ke	22,49%
Kd	6,39%
g	2,50%
t	21,00%

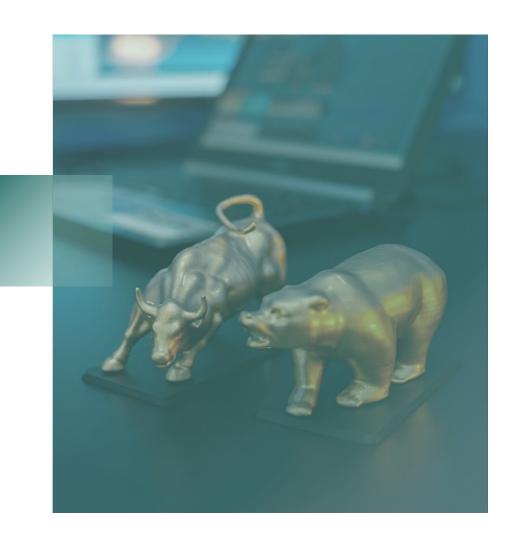
P/E 2023E	29,4
P/E 2024E	11,9
P/E 2025E	9,0
P/E 2026E	7,1
P/E 2027E	6,0
P/E 2028E	4,9
	,-

EV/EBITDA 2023E 10,2
EV/EBITDA 2024E 7,4
EV/EBITDA 2025E 6,5
EV/EBITDA 2026E 5,7
EV/EBITDA 2027E 5,2
EV/EBITDA 2028E 4,5

Valuation

O desconto é grande quando ponderamos o método de Fluxo de Caixa Descontado com a Análise de Múltiplos.

OPINIÃO E CONCLUSÃO 05



Opinião e Conclusão

Vendo a ação *tradar* com um desconto superior a 80% em relação ao seu preço justo, impossível a conclusão ser diferente de compra.

Por outro lado, o setor traz diversas incertezas de curto, médio e longo prazo; se faz necessária, portanto, a mitigação de riscos setoriais, a partir da diversificação de ativos e estratégias de *hedge*.

Esse material tem cunho exclusivamente educacional e, embora tenha sido produzido e elaborado por estudantes universitários matriculados em curso de graduação reconhecido pelo MEC, as informações aqui dispostas não devem influenciar a decisão ou motivar a compra ou venda de ações ou de outros valores mobiliários. É fundamental destacar que investir envolve riscos. Antes de tomar qualquer decisão de investimento, é altamente recomendável procurar a orientação de um profissional licenciado. O material não representa a opinião da FGV ou de qualquer pessoa a ela afiliada, e não deve ser interpretado como um "relatório de análise" como definido pela Resolução CVM N° 20 de 25 de fevereiro de 2021.



