

# Energia nos EUA: Nem todo óleo vale ouro

23 de janeiro de 2020

CATHARINA HILLENBRAND SAPONAR

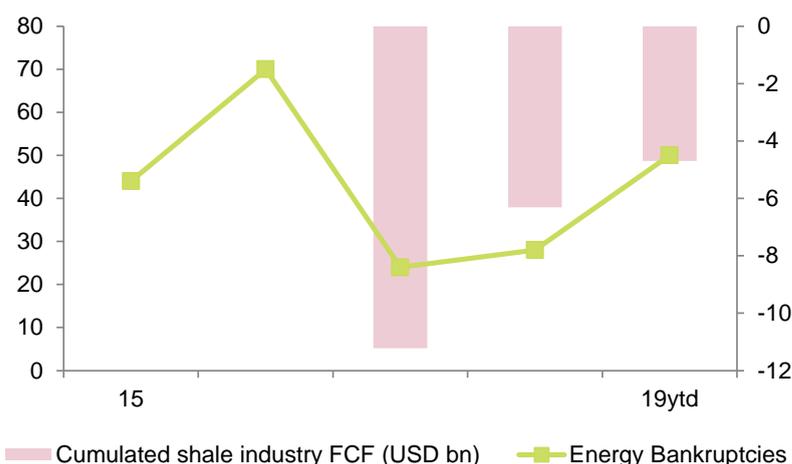
Assessora Sênior de Setores

[Catharina.hillenbrand-](mailto:Catharina.hillenbrand-saponar@eulerhermes.com)[saponar@eulerhermes.com](mailto:saponar@eulerhermes.com)

**A prestadora de serviços petrolíferos dos EUA, McDermott, pediu falência.** Embora as origens das dificuldades da empresa tenham sido os preços baixos do petróleo e a redução do capex, os declínios resultantes nos pedidos foram o tiro de misericórdia, algo que começamos a ver como um padrão no setor. O endividamento líquido mais recente publicado pela empresa foi de 3,9 bilhões de dólares ou 8x o Ebitda prospectivo.

**Finanças estritas e crescimento fraco.** O setor energético dos EUA, especialmente o de óleo de xisto, é altamente alavancado, com um endividamento médio próximo de 200% e proporção entre endividamento líquido e Ebitda de 2,8x para nossa cesta de empresas cotadas independentes/xisto. No entanto, isso mascara as proporções mais elevadas que atingem 8x endividamento líquido/Ebitda e o fato de que a maior parte dessas empresas passou por processos recentes de arrecadação de recursos. Avaliamos que a parte menor e mais privatizada do setor apresenta resultados financeiros mais fracos. A maioria das empresas energéticas independentes dos EUA estão queimando seu caixa disponível, o que exige mais arrecadações de recursos. No entanto, a queda no apetite e na paciência dos investidores, além de um pano de fundo menos otimista nos preços de petróleo, secaram a liquidez disponível para o setor. A falta de recursos priva as empresas do crescimento a partir de novos poços, mas não apenas isso: O crescimento baixo nos preços de petróleo significa que não há crescimento para ativos existentes e que a liquidez será erodida. Completando o círculo vicioso, esse não é um padrão propenso a atrair novos recursos.

Figura 1 – Dados financeiros do setor energético e de xisto dos EUA



Fonte: Bloomberg, Euler Hermes, Allianz Research

A perspectiva para o setor é de um segundo ano de crescimento negativo nas receitas, margens achatadas de -2,4% em média e um declínio de 1,4 bilhão de dólares no capex para a nossa amostra. Enquanto isso, o setor gasta uma quantidade substancial de suas receitas em capex; de fato, para muitas empresas, o capex anual excede ou ao menos absorve a maior parte do Ebitda.

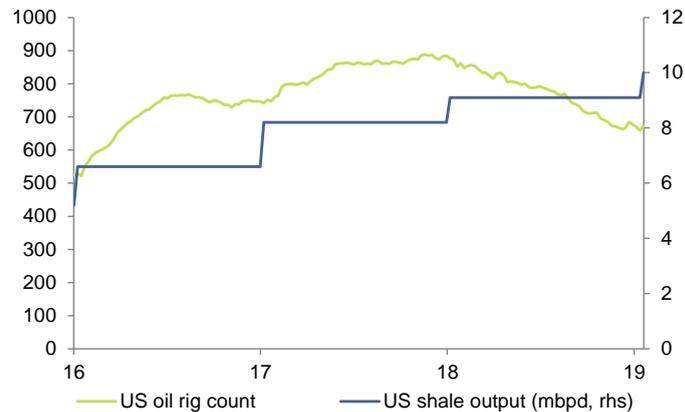
Figura 2 – Rendimentos do setor petrolífero independente dos EUA e métricas de balanço

	2016	2017	2018	2019e	2020e
Revenue growth	24%	30%	-6%	-2%	2%
Ebitda margin	40%	39%	49%	51%	50%
Free cash flow growth	-147%	101%	-49%	-147%	-71%
Capex growth (USD m)	1790	3579	-4953	-1390	645
Capex/sales	67%	62%	57%	42%	35%
Net debt/Ebitda	0.7	3.9	2.6	2.8	2.8
Net gearing	466%	85%	185%	n/a	n/a

Fonte: Bloomberg, Euler Hermes, Allianz Research

Os preços de petróleo baixos e a desaceleração no crescimento da produção são os principais fatores. Projetamos que a produção de xisto nos EUA em 2020 excederá 10mpbd, o que ainda representa um crescimento de 10% a/a, mas está abaixo de taxas de crescimento anteriores, que chegaram a exceder 25%. A contagem total de plataformas nos EUA tem desacelerado persistentemente e estava em 673 em janeiro de 2020, o que difere do pico de 888 em 2017 (fonte: Baker Hughes). Esperamos que o crescimento que houver seja impulsionado pelas produtoras maiores e mais eficientes que aproveitam suas operações eficientes, economias de escala e acesso competitivo à infraestrutura.

Figura 3 – Contagem de plataformas de petróleo e produção de xisto dos EUA



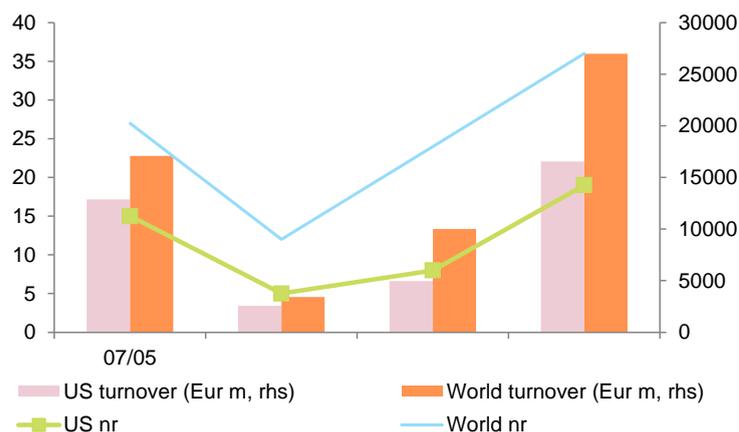
Fonte: Baker Hughes, BP, Euler Hermes, Allianz Research

### Crescimento das insolvências desde 2019

As insolvências relevantes de empresas com receitas acima de 50 milhões de dólares no setor energético dos EUA aumentaram para um total de 19 casos, mais do que o dobro do número em 2018. Com isso, os EUA representaram 52% das insolvências energéticas globais, e o setor energético compôs 23% das falências dos EUA (fonte: Bloomberg) e representou o setor mais importante em termos de insolvências no último ano. O faturamento de empresas insolventes aumentou em quatro vezes para 16 bilhões de dólares. As insolvências totais de todos os tamanhos de empresas representaram 50 casos nos primeiros nove meses de 2019, dos quais 33 foram no setor de E&P (fonte: Haynes & Boone).

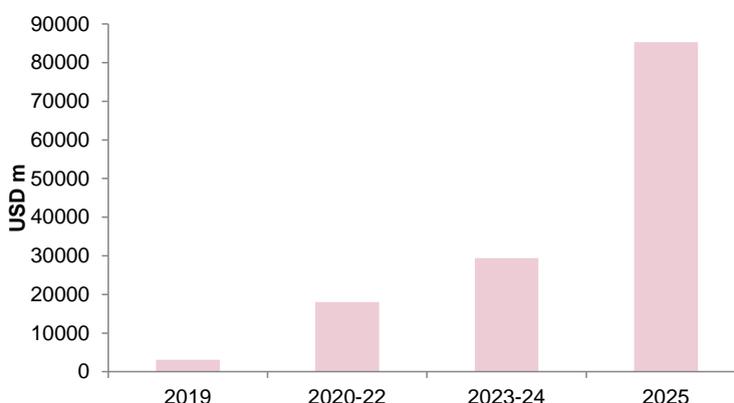
Ao mesmo tempo, mais de 130 bilhões de dólares em dívidas vencerão para o setor energético independente dos EUA como um todo até 2025, dos quais 3 bilhões vencem em 2020 e 24,4 bilhões em 2023/24 (fonte: Bloomberg).

Figura 4 – Insolvências no setor energético dos EUA



Fonte: Euler Hermes, Allianz Research

Figura 5 – Vencimentos de dívidas no setor energético independente dos EUA

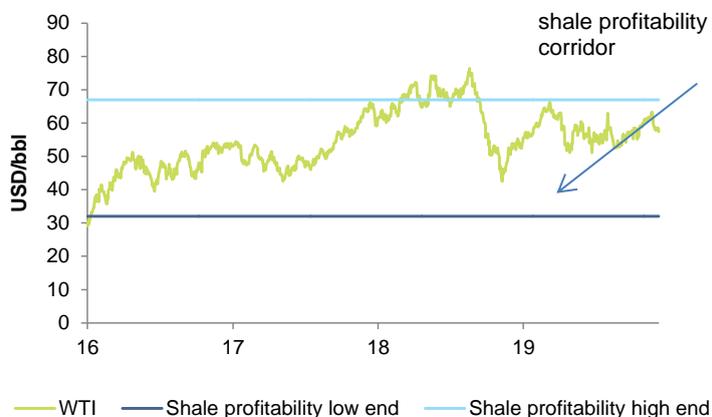


Fonte: Bloomberg

**Ambiente de preços de petróleo baixos deixa a extremidade inferior menos competitiva.**

Nosso cenário de preços de petróleo central sugere um preço médio do Brent de USD 66/bbl, comparado com uma média de USD 65/bbl em 2019. Embora os ativos de xisto mais eficientes dos EUA tenham um ponto de equilíbrio de cerca de USD 30/bbl, a extremidade elevada não pode chegar a isso, uma vez que os custos de equilíbrio podem chegar a USD 70/bbl.

Figura 6 – Preço de petróleo e rentabilidade do xisto



Fonte: Bloomberg, Euler Hermes, Allianz Research

Estas avaliações estão, como sempre, sujeitas ao aviso fornecido abaixo.

### **DECLARAÇÕES PROSPECTIVAS**

As declarações aqui contidas podem incluir prospectos, declarações de expectativas futuras e outras declarações prospectivas baseadas em opiniões e suposições atuais da administração e envolvem riscos e incertezas conhecidos e desconhecidos. Os resultados, desempenhos ou eventos reais podem diferir substancialmente daqueles expressos ou implícitos nessas declarações prospectivas.

Tais desvios podem ocorrer devido a, sem limitação, (i) mudanças nas condições econômicas gerais e na situação competitiva, particularmente nos negócios principais e nos principais mercados do Grupo Allianz, (ii) desempenho dos mercados financeiros (particularmente volatilidade, liquidez e eventos de crédito), (iii) frequência e gravidade de sinistros segurados, incluindo catástrofes naturais, e desenvolvimento de gastos com sinistros, (iv) níveis e tendências de mortalidade e morbidade, (v) níveis de persistência, (vi) particularmente em negócios bancários, extensão de inadimplências de crédito, (vii) níveis de taxa de juros, (viii) taxas de câmbio, incluindo a taxa de câmbio EUR/USD, (ix) alterações nas leis e regulamentos, incluindo regulamentos tributários, (x) o impacto aquisições, incluindo questões de integração relacionadas e medidas de reorganização e (xi) fatores competitivos gerais, em cada caso em uma base local, regional, nacional e/ou global. Muitos desses fatores podem ser mais prováveis, ou mais pronunciados, como resultado de atividades terroristas e suas consequências.

### **SEM O DEVER DE ATUALIZAR**

A empresa não assume nenhuma obrigação de atualizar qualquer informação ou declaração contida neste documento, exceto as informações exigidas por lei.