

Sumário Executivo

Preço do petróleo continuará elevado

Acreditamos que os *drivers* que têm impulsionado o preço do petróleo permanecerão em 2008: demanda firme, maior risco geopolítico em áreas ricas em petróleo, dificuldades em ampliar a produção no curto prazo, custos de extração crescentes e maiores dificuldades tecnológicas. Para 2008 projetamos preço médio do petróleo em \$ 73/barril e permanência da elevada volatilidade.

O maior risco para o setor é de uma eventual desaceleração abrupta na economia global, mas os efeitos não devem ser tão significativos como no passado em função do crescimento da demanda na Ásia, especialmente na China, que atualmente responde por 9% do consumo mundial de petróleo.

O *driver* relevante para o setor petrolífero no Brasil é o crescimento da produção nacional. A Petrobras planeja investir \$ 65,1 bilhões entre 2008 e 2012 em exploração e produção. A meta é ampliar a produção diária de 2,3 milhões barris de óleo equivalentes (boe) diários em 2006 para 3,5 milhões boe/dia em 2012 e 4,2 milhões boe em 2015.

Com relação ao consumo de combustíveis, investidores devem estar atentos no crescimento econômico brasileiro e a fiscalização sobre os adulteradores de combustíveis. Historicamente a taxa de crescimento da demanda de combustíveis tem sido inferior ao do PIB brasileiro, mas a fiscalização vem cada vez mais se intensificando sobre postos, o que é um fator bastante positivo para o setor.

Quanto à política de preços de derivados no Brasil não esperamos nenhuma mudança. A Petrobras continuará a não repassar a volatilidade do preço internacional do petróleo nos preços da gasolina e do diesel. Entretanto, esperamos que a empresa continuará a reajustar mensalmente os preços do querosene de aviação (QAV) e da nafta em 2008.

Descoberta gigante do poço de Tupi consolida perspectiva positiva de longo prazo

Em 2007, a descoberta de óleo na cama pré-sal (abaixo da camada de sal) e o subsequente anúncio da possibilidade de reservas gigantes no poço Tupi mudou positivamente as perspectivas de longo prazo para o setor brasileiro de petróleo.

A Petrobras estima volume de óleo recuperável entre 5 e 8 bilhões de barris no campo de Tupi, mais da metade da reserva da estatal no final de 2006 de 13,7 bilhões de barris.

A descoberta traz a expectativa de novas descobertas de poços gigantes, fato que motivou a retirada de 41 blocos com potencial de petróleo na faixa pré-sal da nona rodada de leilões de áreas exploratórias da ANP agendada para os dias 26 e 27/11/07.

A administração da Petrobras sugere que as reservas em área pré-sal podem conter cerca de 80 bilhões de barris de óleo equivalente, que colocaria o Brasil em posição de destaque no cenário mundial.

O desempenho das ações da Petrobras deverá continuar superior ao mercado no médio e longo prazo. Com o anúncio das reservas do campo de Tupi, a Petrobras tornou-se parte do seleto grupo de 16 empresas listadas no NYSE com valor de mercado superior a \$ 200 bilhões. Acreditamos que a Petrobras é um *convergence play*, i.e. o desconto de seus múltiplos em relação às outras grandes empresas tendem a se reduzir, pelo fato de ser uma das poucas empresas de petróleo listadas que têm grandes chances de aumentar significativamente suas reservas no médio prazo.

Nossa recomendação é de COMPRA para as ações da estatal.

Retrospectiva 2007

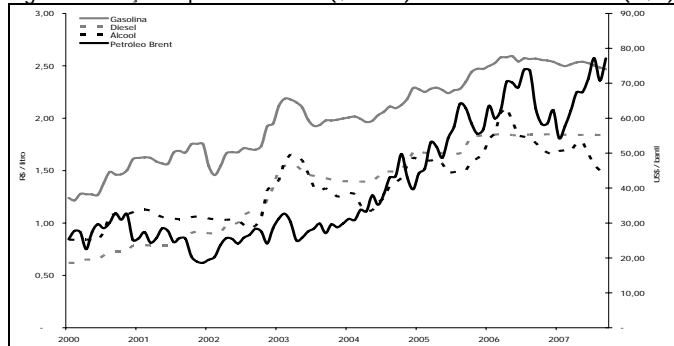
O ano foi marcado por alta volatilidade do preço do petróleo. Até 30/11/07, os preços mínimo, máximo e médio foram de \$ 51/barril, \$ 96/barril e \$ 71/barril, respectivamente, muito superiores aos valores de 2006 de \$ 56/barril, \$ 79/barril e \$ 65/barril, respectivamente.

Preços internacionais voláteis e em alta, mas...

Apesar de um início de ano fraco por conta do inverno ameno no hemisfério norte, em 2007 o preço do petróleo subiu novamente em função da demanda aquecida e oferta limitada, cenário acentuado com preocupações de possíveis interrupções no abastecimento pela instabilidade geopolítica no Oriente Médio, especialmente o Irã, enfraquecimento do dólar e dificuldades de transporte no México e na Nigéria.

Aos fundamentos se adicionaram outros fatores financeiros: o corte da taxa de juros norte americana em setembro acelerou a desvalorização do dólar e a combinação da deserção de investidores do mercado de crédito para commodities e negociações em opções de compra, que levaram o preço do petróleo, ajustado pela inflação, a níveis que não foram vistos desde a segunda crise do petróleo (1970-1980) a partir do 3T07.

Figura 1: Preço do petróleo Brent (\$/barril) e derivados no Brasil (R\$/l)

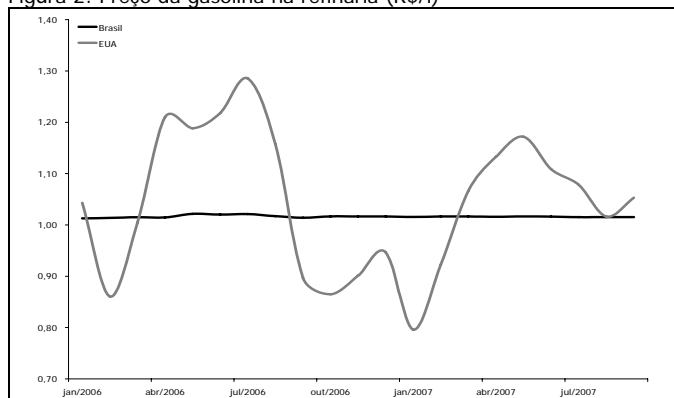


Fonte: Bloomberg, ANP e IBGE

... preços internos ficaram estáveis

A Petrobras manteve a política de não repassar a volatilidade externa aos preços internos e os preços da gasolina e do diesel não foram reajustados em 2007.

Figura 2: Preço da gasolina na refinaria (R\$/l)



Fonte: Bloomberg e ANP

Em 2006 a Petrobras anunciou descoberta de óleo leve em nova fronteira exploratória: a camada pré-sal (abaixo de uma camada de sal de 2 mil metros de espessura).

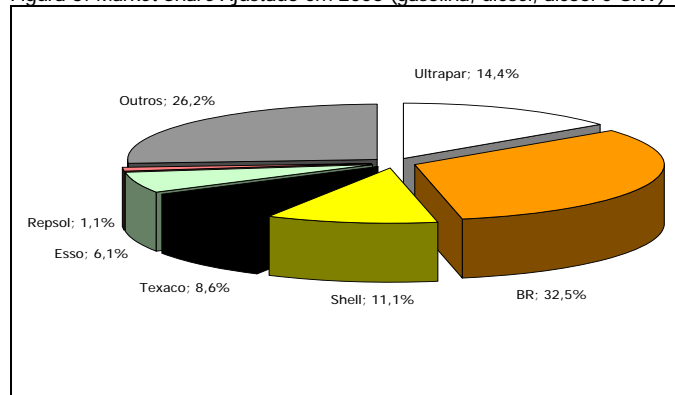
Ao final deste ano, após testes preliminares na região, a Petrobras constatou a possibilidade de recuperação de 5 a 8 bilhões de barris de óleo equivalente na região, que lhe possibilitará alavancagem relevante na reserva total da estatal, atualmente de 13,7 bilhões de barris.

A descoberta revela chances de novas descobertas em regiões semelhantes que se estendem pelo litoral de Espírito Santo até Santa Catarina. Em sua análise, a estatal sugere que se novos campos com possíveis reservas significativas forem descobertas, o Brasil poderá configurar entre as 10 maiores reservas de petróleo do mundo.

O anúncio da possibilidade de óleo recuperável no campo de Tupi motivou o governo brasileiro a retirar 41 blocos exploratórios em regiões adjacentes aos campos de Tupi e Carioca da 9ª Rodada de Licitações da ANP, ao alegar interesse nacional (26 blocos na Bacia de Santos, 13 na Bacia de Campos e 2 na Bacia de Espírito Santo).

No setor de distribuição de combustíveis, o ano de 2007 foi marcado por grande mudança no ambiente de concorrência, com a venda dos ativos do Grupo Ipiranga para consórcio formado pela a Ultrapar, Petrobras e Braskem.

Figura 3: *Market Share* Ajustado em 2006 (gasolina, diesel, álcool e GNV)



Fonte: ANP e Fator Corretora

Os ativos de distribuição de combustíveis do grupo Ipiranga das Regiões Sul e Sudeste passaram a ser controlados pela Ultrapar e nas Regiões Norte e Nordeste pela Petrobras.

Como consequência da venda para a Ultrapar, Ipiranga e Petrobras, as ações do Grupo Ipiranga tiveram bom desempenho. Com a oferta pública de ações do Grupo Ipiranga pela Ultrapar, encerramos a cobertura de Petróleo Ipiranga (PTIP), Distribuidora Ipiranga (DPPI) e Refinaria Ipiranga (RIPi) em 29/10/07. Nos últimos 12 meses as ações da Refinaria Ipiranga, Distribuidora Ipiranga e Ipiranga Petróleo subiram 41,0%, 70,4% e 49,5%, respectivamente.

Nossa recomendação de COMPRA para Petrobras foi acertada e as ações da estatal valorizaram 24 pontos percentuais acima do Ibovespa nos últimos 12 meses e chegaram a ultrapassar nosso preço alvo de R\$ 67,50 para o final do ano em função do preço do petróleo acima do esperado e o anúncio das reservas de Tupi.

Distribuição de combustíveis: sai Ipiranga; entra Ultrapar

Perspectivas e Recomendações

Acreditamos que os mesmos *drivers* que impulsionaram a alta do preço internacional do petróleo em 2007 permanecerão em 2008.

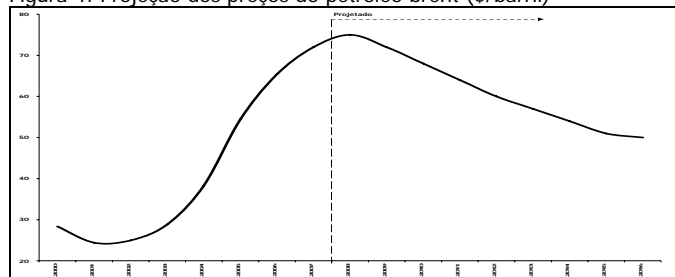
A oferta continuará limitada pelos seguintes fatores: (1) relutância da OPEP em aumentar a produção; (2) aumento menor que o esperado da produção dos países não-membros da OPEP e; (3) deslocamento da produção para projetos tecnicamente mais desafiadores e/ou países menos "orientados para o mercado".

Com relação ao consumo, a demanda continuará concentrada na China, Índia, outros países em desenvolvimento da Ásia e os países produtores do Oriente Médio, os quais acredita-se que permanecerão imunes à uma eventual desaceleração econômica global. Adicionalmente, a maioria desses países subsidia fortemente os derivados de petróleo, o que significa que seus consumidores ainda não sentiram o impacto do preço internacional do petróleo próximo de \$ 100/barril.

Os fatores financeiros também devem continuar exercendo influência: a queda do dólar atrai investidores não-dólar e simultaneamente corroi o poder de compra dos países produtores de petróleo, o que resulta em incentivo adicional para que esses países limitem a produção para manter os preços altos. Finalmente, negócios com opções de compra também contribuem positivamente para manter o preço alto, pois as instituições que vendem essas opções são forçadas a proteger suas posições através da compra de petróleo no mercado *spot*.

Acreditamos, no entanto, que os preços atuais não refletem as chances de desaquecimento da economia global e, portanto, não são sustentáveis no médio prazo. Estimamos para 2008 preço médio de \$ 78/barril e manutenção da alta volatilidade. Na perpetuidade aumentamos nossa projeção de \$ 45/barril para \$ 50/barril.

Figura 4: Projeção dos preços do petróleo Brent (\$/barril)



Fonte: Bloomberg e estimativas Fator Corretora

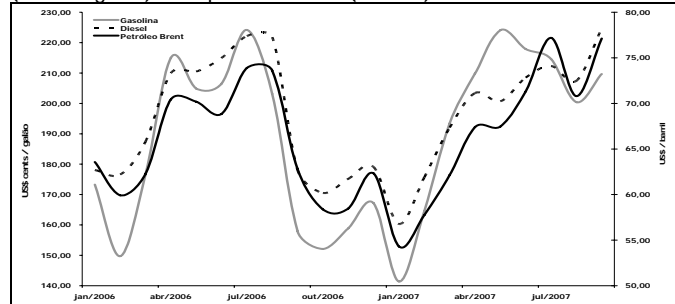
Acreditamos que em 2008 haverá pressão para aumentar o preço interno da gasolina caso o nível do preço internacional do petróleo se mantenha elevado.

A diferença do preço atual da gasolina no Brasil comparativamente ao praticado nos EUA não é significativa. Contudo, ao longo do ano, o preço interno foi inferior ao externo, principalmente entre abril e julho quando os preços na refinaria mantiveram deságio médio de 10% ao mês.

**Preço do petróleo
seguirá pressionado em
2008**

**Gasolina e diesel podem
ter reajuste**

Figura 5: Preço dos combustíveis no porto de New York (\$ cents/galão) e do petróleo Brent (\$/barrel)



Fonte: Bloomberg e estimativas Fator Corretora

Petrobras ainda é boa alternativa de investimento

Nossa principal recomendação no setor é a Petrobras, sustentada por quatro fatores fundamentais: (1) elevado preço do petróleo no mercado internacional; (2) evolução na produção brasileira; (3) reservas provadas devem aumentar significativamente com a incorporação do campo de Tupi; e (4) possibilidade de novas descobertas de poços gigantes fará com que o desconto entre seus múltiplos e de outras empresas internacionais, cujas dificuldades de descobrir novas reservas são em geral crescentes, reduza no médio prazo.

O Campo de Tupi trouxe grande otimismo à administração da Petrobras pela possibilidade de futuras descobertas significativas. A estatal sugere que se estender a descoberta em outras áreas há possibilidade de adição em cerca de 80 bilhões de barris de óleo equivalente, o que levaria o Brasil à posição de entre os dez maiores no cenário global em termos de reservas provadas.

A retirada de 41 blocos adjacentes ao Campo de Tupi pelo governo brasileiro da 9ª Rodada de Licitações da ANP é positiva à Petrobras. Não acreditamos que a estatal irá desenvolver todos os campos em função da elevada necessidade financeira, mas terá participação relevante em grande parte.

Estimamos que o valor presente da reserva de Tupi entre R\$ 27,4 bilhões e R\$ 43,8 bilhões ao valor de mercado da Petrobras. Em nossa avaliação consideramos o valor médio, que corresponde a cerca de R\$ 8,00 por ação

Recomendamos a COMPRA das ações da Petrobras e preço alvo de R\$ 100,00 para o final de 2008.

Tabela 1. Resumo das recomendações

Empresa	Recomend.	Preço	Preço	P/L (x)			VE/Lajida (x)			
		Atual(*)	Alvo	Wacc	07P	08P	09P	07P	08P	09P
		R\$/ação	R\$/ação							
Petrobras	COMPRA	78.50	100,00	10,5	15,4	10,1	9,2	6,9	5,2	4,8

(*) cotação de 5/12/07

PETROBRAS
(PETR4: R\$ 78,50)

Recomendação: COMPRA
Preço-alvo: R\$ 100,00

A Empresa

Empresa líder mundial em prospecção de petróleo em águas profundas, a Petrobras é a maior empresa brasileira tanto em faturamento quanto em valor de mercado e geração própria de caixa. A empresa possui 108 plataformas de produção, 11 refinarias espalhadas pelas Regiões Sudeste, Norte, Nordeste e Sul e produz cerca de 1,8 milhão de barris por dia. A Petrobras possui reserva de petróleo estimada de 13,7 bilhões de barris e também prospecta petróleo no exterior, especialmente no Golfo do México e costa oeste da África.

Principais Dados Operacionais – Histórico e Projeções – Consolidado (R\$ milhões)

	Receita Líquida	Var. (%)	Lucro Bruto	Var. (%)	Lucro Operac	Var. (%)	Lajida	Var. (%)	Lucro Líquido	Var. (%)	Lucro Ajustado	Var. (%)	ROE (%)
2006	158.238,8	15,8	63.573,0	6,9	42.247,3	5,2	52.061,0	10,4	25.918,9	9,2	25.918,9	9,2	29,4
2007P	170.596,7	7,8	68.555,2	7,8	39.796,6	-5,8	53.327,5	2,4	22.383,0	-13,6	22.383,0	-13,6	21,1
2008P	190.534,3	11,7	86.408,4	26,0	58.590,4	47,2	70.844,8	32,8	34.333,1	53,4	34.333,1	53,4	27,0
2009P	222.149,4	16,6	95.645,7	10,7	63.211,9	7,9	76.651,6	8,2	37.794,0	10,1	37.794,0	10,1	24,8
2010P	248.419,3	11,8	105.857,3	10,7	69.588,0	10,1	84.242,9	9,9	41.813,6	10,6	41.813,6	10,6	23,2

Principais Pontos de Recomendação

Através de FCD à taxa nominal de 10,5% a.a. e crescimento nominal de 3,0% na perpetuidade, projetamos preço-alvo de R\$ 100,00 para dezembro de 2008. Com base na cotação de 5/12/07, o potencial de valorização é de 27,4%, e as ações estão sendo negociadas a múltiplos P/L e VE/Lajida de 10,1x e 5,2x, respectivamente, para 2008P e 9,2x e 4,8x, respectivamente para 2009P.

O ano de 2008 deverá ser positivo para a Petrobras. A expectativa frustrada de aumento na produção em 2007 deverá se concretizar em 2008. A maior produção aliada à expectativa manutenção do preço do petróleo em nível elevado devem gerar melhores resultados.

Os testes de formação do segundo poço na área denominada Tupi têm volume estimado de óleo recuperável entre 5 e 8 bilhões de barris de petróleo e gás natural com 28º de API. Os custos de investimentos serão maiores que os atuais, mas Tupi trouxe expectativas favoráveis para novas descobertas.

Acreditamos que a Petrobrás é *convergence play*. A empresa será uma das poucas companhias de petróleo listadas nas bolsas com expectativas de aumentar significativamente suas reservas. Isso será mais importante e positivo para a Petrobras, na medida em que o aumento da produção pode ser feita no próprio País, enquanto seus pares precisam procurar novos campos em regiões de grandes riscos políticos e/ou regulatórios. Nossa opinião é que, entre seus pares, a Petrobras é uma das únicas empresas de classe mundial que ainda merece reavaliação para cima.

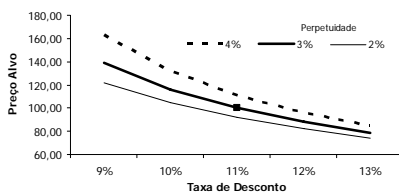
Valuation

	P/L (x)	P/FCL (x)	P/VPA (x)	VM/Receita (x)	Pay-out (%)	Dividend Yield (%)	VE/Lajida (x)	VE/FCOP (x)
2006	13,3	16,6	3,5	2,2	30,5	2,3	7,1	6,9
2007P	15,4	-	3,0	2,0	44,4	2,9	6,9	9,0
2008P	10,0	32,7	2,5	1,8	30,0	3,0	5,2	4,7
2009P	9,1	25,3	2,1	1,5	30,0	3,3	4,8	4,9
2010P	8,2	23,4	1,8	1,4	30,0	3,6	4,4	4,4

Avaliação FCD (R\$ milhões)

Valor presente dos fluxos de caixa	181.454
Valor presente da perpetuidade	281.714
Valor da empresa	463.168
(-) Endividamento líquido em 30.9.2007	24.533
(=) Valor do Equity	438.635
Número de ações (mm)	4.386
Preço alvo (R\$/ação)	100,00
WACC (%)	10,5

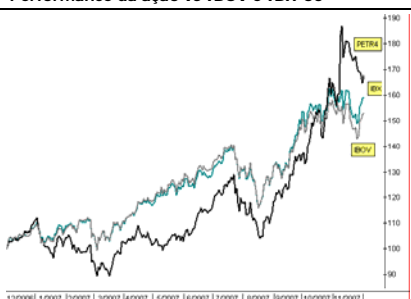
Sensibilidade do Preço-Alvo (R\$)



Principais dados da ação

Preço atual (5/12/07)	R\$ 78,50
Preço-alvo (dez/08)	R\$ 100,00
Número de ações (milhões)	4.387
% ON	58
Free-float (%)	67,8
Máxima e mínima (12m)	R\$ 90,89 - R\$ 38,66
Volume médio diário 21 (R\$ mil)	1.133.477
Performance versus Ibov (%)	11,8 (1m); 24,0 (3m); 15,9 (12m)
Beta (x)	1,1
Volatilidade (%)	38,1
Valor de mercado (R\$ milhões)	344.382,5
Dívida líquida (R\$ milhões)	24.533,0
Valor da empresa (R\$ milhões)	368.915,5

Performance da ação vs IBOV e IBX-50



Principais premissas

	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Produção Média Petróleo e Gás (milhões)	1.913,4	1.930,3	2.285,6	2.487,4	2.748,0
Volume de vendas de derivados (000 m³)	715,4	744,6	775,2	810,8	844,9
Preço Médio Petróleo Brent (\$/barril)	65,4	72,5	78,0	74,0	70,0

Lucros e perdas resumido (R\$ milhões)

	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Receita líquida	158.238,8	170.596,7	190.534,3	222.149,4	248.419,3
Lajida	52.061,0	53.327,5	70.844,8	76.651,6	84.242,9
(-) Depreciação	9.813,7	13.530,9	12.254,4	13.439,7	14.654,8
(=) Lucro operacional	42.247,3	39.796,6	58.590,4	63.211,9	69.588,0
(+) Equivalência patrimonial	(233,2)	(358,4)	141,0	167,1	167,6
(-) Despesas financeiras líquidas	1.341,6	986,8	1.888,5	806,2	527,8
(+) Receitas (despesas) não operacionais	(67,0)	(120,3)	0,0	0,0	0,0
(-) IR, contribuição social e participações	14.686,6	15.948,2	22.509,8	24.778,8	27.414,2
(=) Lucro líquido	25.918,9	22.383,0	34.333,1	37.794,0	41.813,6

Fluxo de caixa resumido (R\$ milhões)

	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Lajida	52.061,0	53.327,5	70.844,8	76.651,6	84.242,9
(+/-) Variação necessidades capital de giro	1.066,7	(12.333,1)	7.262,4	(839,5)	(834,7)
(=) Fluxo de caixa operacional	53.127,7	40.994,4	78.107,3	75.812,1	83.408,2
(+/-) Receitas (despesas) financeiras líquidas	(1.341,6)	(986,8)	(1.888,5)	(806,2)	(527,8)
(+/-) Captação (amortização) de empréstimos	(870,8)	2.461,3	(12.905,8)	(2.830,5)	(6.075,9)
(-) Investimentos	15.486,4	28.943,9	30.268,8	33.811,3	34.663,7
(-) IR e CS	14.686,6	15.948,2	22.509,8	24.778,8	27.414,2
(=) Fluxo de caixa livre para o acionista	20.742,4	(2.423,2)	10.534,4	13.585,3	14.726,6

Balanco patrimonial resumido (R\$ milhões)

	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Caixa e equivalentes	29.392,7	18.373,1	18.871,4	19.391,2	19.916,2
Contas a receber	13.432,5	15.413,9	16.241,8	18.936,8	21.176,1
Estoques	15.941,0	17.982,9	18.948,8	22.092,9	24.705,5
Ativo permanente	126.958,2	147.993,6	169.507,9	193.379,5	216.888,3
Ativo total	210.538,1	228.381,3	253.904,8	285.639,4	315.823,2
Fornecedores	11.510,2	10.580,3	10.217,3	12.604,6	14.114,2
Dívida total	44.111,7	46.572,9	33.667,1	30.836,6	24.760,8
Passivo total	210.538,1	228.381,3	253.904,8	285.639,4	315.823,2
Participações minoritárias	7.475,4	6.717,2	9.613,3	10.582,3	11.707,8
Patrimônio líquido	97.530,6	114.967,5	139.000,7	165.456,5	194.726,0

Indicadores operacionais

	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Margem bruta (%)	40,2	40,2	45,4	43,1	42,6
Margem operacional (%)	26,7	23,3	30,8	28,5	28,0
Margem Lajida (%)	32,9	31,3	37,2	34,5	33,9

Indicadores financeiros

	2006	2007P	2008P	2009P	2010P
Dívida líquida/patrimônio líquido (%)	15,1	24,5	10,6	6,9	2,5
Lajida/(dívida líquida + investimentos) (x)	1,7	0,9	1,6	1,7	2,1
Lajida/despesa financeira líquida (x)	38,8	54,0	37,5	95,1	159,6
Investimentos / depreciação (x)	1,6	2,1	2,5	2,5	2,4

Método de Avaliação Utilizado para o Cálculo do Preço-alvo das Ações de Petrobras: fluxo de caixa descontado à taxa média de 10,5% a.a. e crescimento na perpetuidade de 3,0% a.a.

Risk Assessment: a variação cambial produz impactos sobre as exportações/importações e sobre o endividamento bancário em moeda estrangeira. O preço do petróleo no mercado internacional é um fator determinante na avaliação econômica da empresa.

O acompanhamento das ações de Petrobras (PETR4) pela atual analista de investimento iniciou-se em 2/1/06.

Histórico das Recomendações:

Data	Recomendação	Preço-alvo (R\$/ação)
15/6/04	EM REVISÃO	21,25
2/9/04	MANUTENÇÃO	24,50
3/12/04	COMPRA	32,61
6/6/04	COMPRA	35,00
1/7/05	COMPRA	37,50
6/9/05	COMPRA	51,50
6/12/05	COMPRA	46,36
31/1/06	COMPRA	58,85
8/12/06	COMPRA	67,45
12/11/07	COMPRA	EM REVISÃO
5/12/07	COMPRA	100,00

Preço da Ação, Preço-alvo e Performance da Recomendação Fator Corretora para as ações de Petrobras (PETR4)

