

**OGX  
(OGXP3)****Alta Performance  
Preço Alvo: R\$ 2.258,8/ ação****Maciço aumento dos recursos potenciais –  
novo preço alvo: R\$2.258,8/ação**

Depois de um relatório de avaliação sísmica 3D muito positivo divulgado na última segunda-feira (9 de Novembro), remodelamos todos os projetos da OGX, incluímos novos recursos, ajustamos as receitas, as despesas e os investimentos, o que acabou por determinar um maior valor presente líquido para a empresa, que se traduz em um novo preço alvo de R\$2.258,8 por ação, número 10,4% mais alto que a nossa meta anterior, que já previa parcialmente a ampliação dos recursos.

O relatório mostrou uma elevação de 15,5% nos recursos brutos dos blocos da companhia, passando a 23,3 bilhões de boe. Nosso cálculo atual de recursos riscados é de 6,2 bilhões de boe, +26,5% em relação à projeção anterior (4,8 bilhões de boe). Veja o detalhamento do cálculo nas próximas páginas.

Além de volumes mais altos, o novo relatório incluiu uma aceleração na geração de caixa, devido ao aumento de 3,6x na produção de petróleo da companhia durante os primeiros cinco anos de produção (2011-2015). Além disto, como a maior parte da expansão nos recursos se refere ao petróleo, o peso total do petróleo na produção da OGX até 2020 subiu dos 75% anteriores para 85% agora.

A OGX também alterou sua campanha exploratória, expandindo-a de 51 para 79 sondas de perfuração até 2013. A empresa dispõe de uma posição de caixa confortável para isto. A ampliação está prevista para ocorrer na sua maior parte em 2010 e 2012.

Em termos de qualidade do petróleo, a OGX confirmou que a expansão das reservas não deverá afetar a qualidade média do petróleo de cada bacia. Por isto, mantivemos um desconto de 15% para o petróleo da Bacia de Campos, um prêmio de 5% para o petróleo da Bacia do Espírito Santo e um prêmio de 5% para a Bacia do Pará-Maranhão. O petróleo da Bacia de Santos é vendido ao preço do Brent.

As ações da companhia vêm apresentando uma performance inferior à do mercado nos últimos dias, a nosso ver, devido, principalmente, à venda maciça por parte de determinados investidores e a informações infundadas acerca de um potencial aumento de capital, o qual a OGX definitivamente não tem necessidade de efetuar. Por isto, consideramos que o preço atual constitui uma boa oportunidade de Comprar.

Estamos elevando nosso preço alvo ao final de 2010 para a OGX para R\$2.258,8/ação (de R\$2.046/ação anteriormente), devido à incorporação no nosso modelo de novas premissas para as reservas, para a produção, os investimentos e as despesas operacionais. O nosso modelo de avaliação não inclui dados sobre a Bacia do Parnaíba. Mantemos uma visão positiva em relação à empresa e reiteramos nossa recomendação de **Alta performance** para o papel.

(...continua nas páginas seguintes...)

**Os dados sobre recursos riscados do relatório da D&M não são comparáveis com os do relatório anterior.** A OGX apresentou um novo relatório da DeGolyer e MacNaughton (D&M) contendo uma revisão dos dados sísmicos 3D para as Bacias de Campos e do Espírito Santo. O documento também alterou a área a ser prospectada e incluiu novos objetivos para algumas prospecções. Em virtude disto, não se pode comparar os números do novo relatório com os do anterior. Além disto, há agora, também, novas indicações da companhia para a produção de petróleo e gás, para investimentos e para as despesas operacionais.

**Recursos brutos atingiram 23,3 bilhões de boe, com uma probabilidade de 27% de sucesso.** O relatório indica um total de recursos brutos de 23,3 bilhões de boe, o que representa uma elevação de 15,5% sobre a projeção anterior (20,2 bilhões de boe). A revisão da D&M considerou somente dados das Bacias de Campos e do Espírito Santo, elevando em aproximadamente 1,0 bilhão de boe o número anterior da Bacia de Campos, e aproximadamente 2,1 bilhões de boe, a do Espírito Santo. Além disto, a probabilidade de sucesso (ponderada pela participação da companhia em cada bloco) foi elevada para 27%, dos anteriores 24%, com base em um conjunto mais detalhado de informações, constante na análise dos dados sísmicos 3D.

**Estimamos elevação de 26,5% nos recursos riscados da OGX, atingindo 6,2 bilhões de boe.** Em decorrência disto, a empresa anunciou um novo volume de recursos riscados no total de 6,9 bilhões de boe, 42% mais que a projeção anterior (4,8 bilhões de boe). Esse número inclui 6,7 bilhões de boe em recursos potenciais e 0,2 bilhões de boe em recursos contingentes. É importante ter em mente que estes número são riscados pela Pg (probabilidade geológica), enquanto os anteriores eram riscados pela Pe (probabilidade econômica). Ajustando os novos números para refletir a Pe, estimamos recursos de 6,2 bilhões de boe, ou +26,5% – ainda uma projeção muito positiva.

**A campanha exploratória foi ampliada, de 51 para 79 sondas de perfuração.** A OGX também revisou sua campanha exploratória, expandindo-a para 79 sondas de perfuração (o plano anterior previa 51). A maior parte da diferença se refere a novos poços a serem perfurados na Bacia de Campos, bem como nos blocos adquiridos recentemente na Bacia do Parnaíba. O plano exploratório se compõe da seguinte forma: Campos – 40; Santos – 18; Espírito Santo – 6; Pará-Maranhão – 4; e Parnaíba – 7 (o anterior era 27, 14, 6, 4 e 0, respectivamente).

Figura 1: Recursos potenciais da companhia após a revisão da D&M (milhões de barris)

Bacias	Número de Blocos	Recursos Brutos Totais	Probabilidade de Sucesso (Pg) <sup>1</sup>	Recursos Riscados Totais (Pg)	Probabilidade de Sucesso (Pe) <sup>2</sup>	Recursos Riscados Totais (Pe)
Campos	7	9,350	39.5%	3,693	35.4%	3,314
Santos	5	6,659	25.3%	1,688	24.3%	1,621
Espírito Santo	5	5,017	16.3%	817	15.6%	784
Pará-Maranhão	5	2,104	21.2%	447	20.4%	429
Parnaíba	7	186	14.0%	26	13.6%	25
<b>Total</b>	<b>29</b>	<b>23,317</b>	<b>28.6%</b>	<b>6,672</b>	<b>26.5%</b>	<b>6,174</b>

Fonte: OGX e estimativas da Bradesco Corretora

1 – A probabilidade de sucesso (Pg) foi ponderada pela participação da companhia em cada projeto

2 – A probabilidade de sucesso (Pe) foi ponderada pela participação da companhia em cada projeto. Pe (a probabilidade econômica) foi calculada aplicando-se um desconto de 4% à Pg (probabilidade geológica)

***Elevamos as projeções de investimentos em desenvolvimento e em exploração em 60% e 40%, respectivamente.*** Os investimentos da companhia em desenvolvimento e exploração foram revisados e elevados, em vista do volume mais alto de recursos. A nova indicação da companhia para investimentos em desenvolvimento (2009-2020) – ponderados pela probabilidade econômica – é US\$13,3 bilhões, aproximadamente 60% mais alta que o número anterior (US\$8,3 bilhões). Estimamos um aumento de 40% nos investimentos em exploração, atingindo US\$2,8 bilhões, embora a empresa não tenha revelado o novo número ainda.

**Figura 2: Campanha exploratória (número de poços)**

**NOVA CAMPANHA EXPLORATÓRIA**

Bacias	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Campos	5	17	10	7	1	40
Santos	1	9	4	4	0	18
Espírito Santo	0	0	3	4	0	7
Pará-Maranhão	0	0	2	3	2	7
Parnaíba	0	1	5	1	0	7
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>3</b>	<b>79</b>

**CAMPANHA EXPLORATÓRIA ANTERIOR**

Bacias	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Campos	4	11	10	2	0	27
Santos	2	8	4	0	0	14
Espírito Santo	0	0	3	3	0	6
Pará-Maranhão	0	0	2	2	0	4
Parnaíba	-	-	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>51</b>

Fonte: OGX e Bradesco Corretora

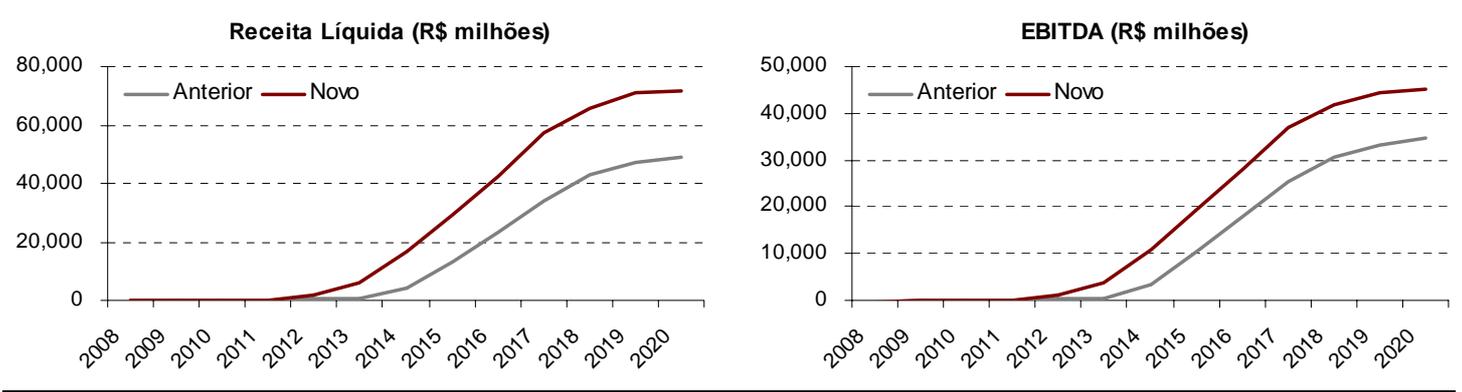
***As projeções das despesas operacionais foram ajustadas também, tendo em vista o novo plano de produção.*** As despesas operacionais (fixas e variáveis) devem também se elevar, em decorrência dos volumes mais altos da produção. As despesas operacionais fixas incluem aluguel das FPSOs (plataformas flutuantes de produção, armazenagem e descarga); elas continuam em US\$100 milhões para a produção de 100 mil bpd de produção (US\$130 milhões na Bacia do Espírito Santo). As despesas operacionais variáveis incluem uma ampla variedade de despesas que oscilam em função dos volumes de produção. Estas continuam em US\$5,0-US\$8,5/bbl para o petróleo e US\$0,15-US\$0,25/FCt para o gás

## **Alterações no nosso modelo de avaliação**

***Elevamos o preço alvo da companhia para o final de 2010 para R\$2.258,8 por ação.*** Estamos elevando nosso preço alvo para final de 2010 para a OGX para R\$2.258,8/ação. Incorporamos em nosso modelo de avaliação as novas premissas constantes no relatório da D&M para reservas, probabilidade de sucesso, produção, investimentos e despesas operacionais. Nosso novo preço alvo excede em 10% o anterior (R\$2.046,4/ação). É importante recordar que nosso preço alvo anterior refletia: (i) expectativas de que o relatório da D&M poderia aumentar as reservas da companhia em 15%; e (ii) uma projeção de média mais alta para a taxa de câmbio – que diminuiu para R\$1,86 (AF10E), de R\$1,99.

**Obtivemos um aumento significativo no VPL, apesar do WACC de 17,54%.** Elevamos a taxa de desconto da companhia, o custo médio ponderado do capital (WACC) de 17,4% para 17,54%, a fim de refletir o risco de exploração ajustado em função da expansão dos recursos potenciais a serem transformados em reservas comprovadas. Conforme se vê na tabela abaixo, em decorrência dos novos dados contidos no relatório da D&M, assim como da relevante ampliação nos investimentos, há um significativo aumento na receita líquida e na geração de caixa.

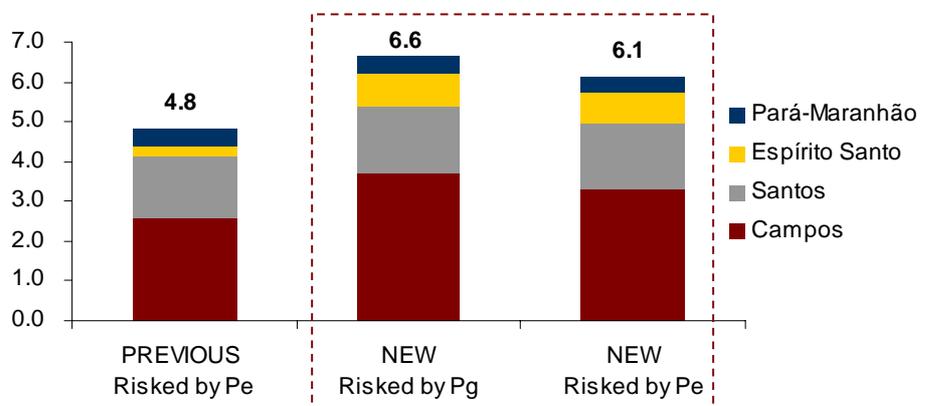
**Figura 3: Comparação entre as estimativas de receita líquida e EBITDA (em milhões de R\$)**



Fonte: estimativas da Bradesco Corretora

**Estamos trabalhando com uma projeção de recursos potenciais riscados de 6,1 bilhões de boe, um aumento líquido de 27%.** Estamos elevando a projeção de recursos potenciais da companhia em 27%, dos anteriores 4,8 bilhões de boe para 6,1 bilhões de boe. Não consideramos uma estimativa para a Bacia do Parnaíba nestes números, porque o relatório da D&M não proporciona informações sobre produção, investimentos, despesas operacionais, etc. Trabalhamos com um total de recursos potenciais brutos de 23,1 bilhões de boe (excluindo o valor estimativo de 0,2 bilhão de boe para a Bacia do Parnaíba), o que significa recursos riscados líquidos ponderados pela Pg (probabilidade geológica) de 6,6 bilhões de boe e 6,1 bilhões de boe riscados pela Pe (probabilidade econômica). Calculamos uma Pe para cada projeto da OGX descontando uma Pg de 4%.

**Figura 4: Comparação das reservas riscadas líquidas (bilhões de boe)**

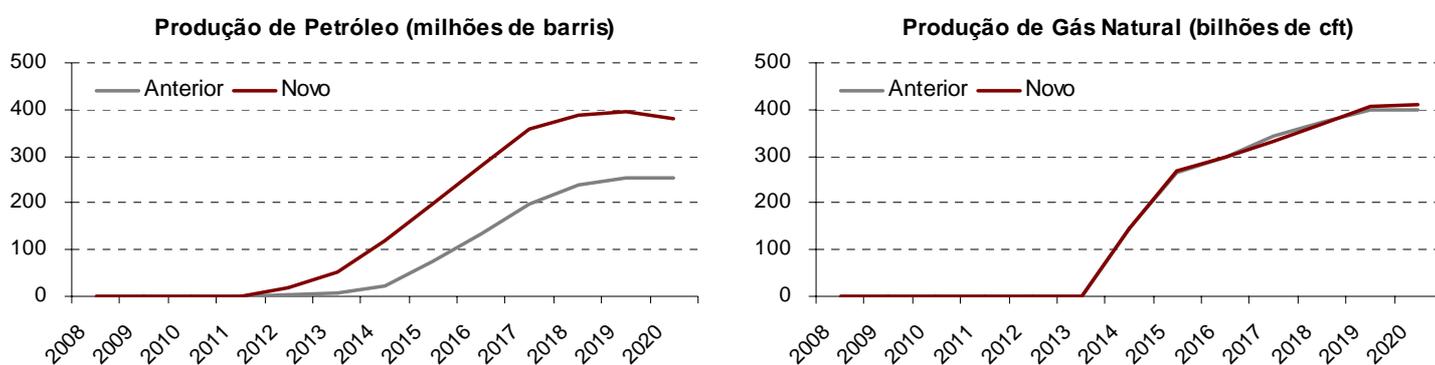


Fonte: estimativas da Bradesco Corretora

**O novo plano eleva significativamente a produção de petróleo e a geração de caixa.**

Ajustamos a estimativa de produção em cada um dos projetos da OGX para refletir o volume mais alto das reservas nas diferentes bacias, bem como o novo plano de produção. Considerando as indicações de produção dadas pela companhia para os primeiros 5 anos (2011-2015), a produção de petróleo se eleva em 3,6x, enquanto a de gás se mantém estável. Para o período coberto pelo nosso modelo (até 2020), o peso do petróleo no total da produção sobe para 85%, dos anteriores 75%. Uma das razões para a elevação do peso do petróleo é o fato de a revisão ter coberto somente dados das Bacias de Campos e do Espírito Santo, que têm mais potencial de produção de petróleo que de gás.

**Figura 5: Curvas de produção de petróleo (milhões bbl) e de gás natural (bilhões cft)**



Fonte: estimativas da Bradesco Corretora

**A ampliação dos recursos não deve afetar a qualidade média do petróleo da companhia.**

Mantivemos nossas premissas de prêmios/descontos sobre os preços de referência internacionais do petróleo (Brent). A OGX possui blocos em diferentes bacias, cada projeto tem uma qualidade diferente de petróleo. Durante a teleconferência de 9 de novembro (apresentação do relatório da D&M) perguntamos à administração da companhia sobre possíveis mudanças na qualidade média do petróleo dos projetos Campos e Espírito Santo, devido à expansão dos recursos e às mudanças decorrentes nos prêmios/descontos. A empresa afirmou que não haverá alterações na qualidade do petróleo. Por isto, conservamos os seguintes prêmios/descontos em relação aos preços do Brent:

- Bacia de Campos: 15% de desconto
- Bacia do Espírito Santo: 5% de prêmio
- Bacia de Santos: nem prêmio, nem desconto
- Bacia do Pará-Maranhão: 5% de prêmio

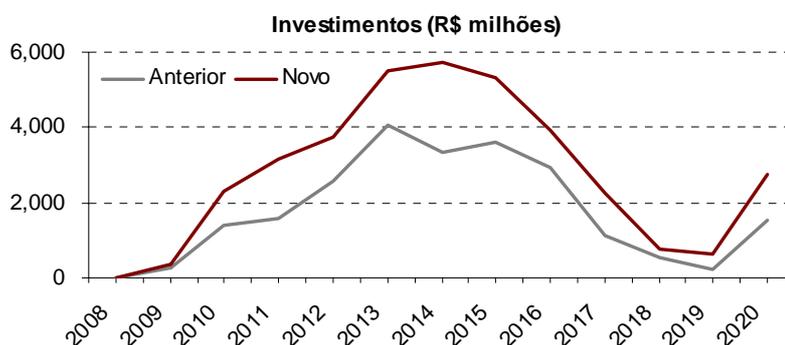
**Novos investimentos em consonância com a elevação dos recursos potenciais.**

Elevamos nossas premissas de investimentos para refletir a ampliação da campanha exploratória (investimentos em exploração), assim como a expansão da produção (investimentos em desenvolvimento).

- Investimentos em exploração: a OGX elevou o número de poços de perfuração para 79, dos anteriores 51. Em decorrência disto, elevamos nossa premissa de investimentos em exploração em 44%, atingindo US\$2,8 bilhões, dos anteriores US\$2,0 bilhões.

- Investimentos em desenvolvimento: elevamos nossa premissa de investimentos em desenvolvimento (no período 2009-2020) em aproximadamente 60%, totalizando US\$13,3 bilhões (ponderados pela probabilidade econômica), de US\$8,3 bilhões. O aumento reflete basicamente a necessidade de um maior número de poços (de produção e injeção), assim como mais instalações para desenvolver cada projeto/campo. Para dar uma ideia, o novo relatório da D&M eleva o número de poços em desenvolvimento para 973 (+41,8%), sendo 693 poços produtores e 292 injetores (anteriormente eram 686, dos quais 545 produtores e 141 injetores).

Figura 6: Comparação dos investimentos (em milhões de R\$)



Fonte: estimativas da Bradesco Corretora

#### Próximos eventos:

- A OGX deve continuar perfurando no poço OGX-2.** Ontem a empresa anunciou a descoberta de indícios de hidrocarbonetos no poço localizado no bloco BM-C-41, e informou, também, que ela deverá continuar perfurando objetivos mais profundos, até uma profundidade máxima de 3.425m.
- A OGX deve perfurar outros 3 poços adicionais na Bacia de Campos esse ano:** OGX-3, OGX-4 e OGX-5.
- Coleta de informação adicional sobre a Bacia do Parnaíba.** A empresa tem planos de colher novos dados sísmicos na bacia do Parnaíba para ampliar o conhecimento sobre as áreas de prospecção já mapeadas, além de identificar novas áreas. As atividades de perfuração devem ter início em meados de 2010.
- Split de ações agendado para dezembro.** Um desmembramento de ações de 100 para 1 deverá elevar a liquidez das ações da companhia, com um impacto positivo sobre o papel.

Mantemos uma visão positiva em relação à OGX e reiteramos nossa recomendação de **ALTA PERFORMANCE** para as ações, com o novo preço alvo de R\$2.258,8.

## Principais definições

**Preço Alvo:** Expectativa para o preço da ação para até 31/12/2010.

### Recomendações

Nosso sistema de recomendações é composto pelos seguintes ratings:

**Alta Performance:** Expectativa de performance para a ação superior ao Ibovespa em mais de 10%.

**Performance de Mercado:** Expectativa de performance para a ação entre 10% acima ou abaixo do Ibovespa.

**Baixa Performance:** Expectativa de performance para a ação inferior ao Ibovespa em mais de 10%.

Além das recomendações específicas, podemos também utilizar os seguintes termos:

**Top Pick:** Principal recomendação do analista para o setor. Necessariamente a ação tem que possuir recomendação de Alta Performance.

**Em revisão:** Indica que a recomendação e o preço alvo da ação estão em processo de revisão.

**Restrito:** O analista está impedido de emitir opiniões sobre a empresa.

Nossos analistas definem suas recomendações com base no conjunto de suas expectativas para as empresas analisadas, com o objetivo de que as recomendações sempre reflitam a melhor ação de investimento possível. Fatores puramente de curto prazo, com efeito temporário sobre os preços das ações, são comunicados aos clientes apenas no texto de nossos relatórios sem alteração de recomendação.

As recomendações são constantemente revisadas, sendo que possíveis divergências temporárias entre o potencial de valorização indicativo da recomendação e o potencial de valorização relativo ao preço alvo são sempre intencionais. Deve prevalecer sempre a recomendação oficial.

A divergência entre a recomendação e o preço alvo pode ocorrer principalmente devido à expectativa do analista de que fatores de curto e médio prazo, que ainda não podem ser precificados em nossa avaliação, levem a distorções entre o comportamento das ações e nossa visão de valor. Entre outros, os seguintes fatores podem ser considerados: expectativas em relação aos resultados trimestrais, condições de mercado, questões societárias e expectativas relacionadas a operações de fusões e aquisições.

As recomendações representam exclusivamente a expectativa do analista a respeito do desempenho futuro das ações analisadas.

Não necessariamente uma recomendação de "Alta Performance" representa uma chancela definitiva para a empresa e sua administração, assim como uma recomendação de "Baixa Performance" não significa necessariamente que temos uma visão negativa sobre a empresa. Frequentemente uma ótima empresa, para a qual há consenso sobre os fundamentos, possui uma ação bem precificada e, portanto, não se constitui em um bom investimento.

## Aviso Legal

As informações financeiras usadas neste relatório foram obtidas diretamente das empresas analisadas e as estimativas e cálculos são de autoria da **Bradesco S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (Bradesco Corretora)**. Todas as informações foram obtidas de fontes públicas, as quais acreditamos serem confiáveis e de boa fé. Entretanto, as referidas informações não foram verificadas por entidade independente e não há garantias, expressas ou implícitas, de sua exatidão e integridade.

Este documento foi preparado pela **Bradesco Corretora** e está sendo divulgado exclusivamente para fins de informação. As informações, opiniões, estimativas e projeções refletem a situação na data de hoje e ficam sujeitas a modificações sem aviso prévio por mudanças em condições de mercado.

Este documento não consiste em oferta de venda ou oferta de compra de ações ou outros ativos financeiros. Ocasionalmente, alguns executivos ou funcionários da **Bradesco Corretora** ou de empresas vinculadas, na medida permitida por lei, ocupam um cargo ou têm algum tipo de interesse em operações envolvendo ativos direta ou indiretamente relacionados a este relatório.

As empresas vinculadas à **Bradesco Corretora** poderão, ocasionalmente, atuar como banco de investimento ou prestar algum tipo de serviço financeiro ou estar interessado em prestar os referidos serviços à empresa analisada no relatório. A **Bradesco Corretora** e suas empresas vinculadas se eximem de qualquer responsabilidade, direta ou indireta, de quaisquer prejuízos decorrentes do uso deste relatório.

Este documento não poderá (i) ser copiado, fotocopiado ou duplicado, em todo ou em parte, por qualquer meio, e/ou (ii) ser distribuído sem o prévio consentimento da **Bradesco Corretora**. Qualquer investidor no Brasil que receber este relatório e desejar negociar com as ações aqui analisadas deverá contatar a **Bradesco Corretora** para execução de pedidos pelo telefone: (55 11) 2178-2365.

## Instrução CVM 388/03

O analista declara que:

- 1) as recomendações indicadas neste relatório refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais, e que foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação à **Bradesco Corretora**.
- 2) não mantém vínculo com qualquer pessoa física que atue no âmbito da(s) companhia(s) analisadas neste relatório.
- 3) a Bradesco Corretora, bem como os clubes de investimento por ela administrados não possuem participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% (um por cento) do capital social de quaisquer das companhias cujos valores mobiliários foram alvo de análise no relatório divulgado.
- 4) a instituição à qual a **Bradesco Corretora** está vinculada, pode estar envolvida na aquisição, alienação e intermediação dos valores mobiliários da empresa analisada neste relatório.
- 5) não é titular direta ou indiretamente de valores mobiliários de emissão da companhia objeto de sua análise neste relatório que representem 5% (cinco por cento) ou mais de seu patrimônio pessoal, bem como não está envolvido na aquisição, alienação e intermediação dos valores mobiliários no mercado da empresa analisada neste relatório.
- 6) não recebe remuneração por serviços prestados e não tem relações comerciais com a(s) companhia(s) analisadas neste relatório ou com pessoas físicas, jurídicas, fundos, trustes ou espólios que atuem representando o mesmo interesse dessa(s) companhia(s). Declara ainda que tem ciência que a **Bradesco Corretora** pode receber remuneração por serviços prestados, porém não tem relações comerciais com a(s) companhia(s) analisadas neste relatório ou com pessoas físicas, jurídicas, fundos, trustes ou espólios que atuem representando o mesmo interesse dessa(s) companhia(s)
- 7) sua remuneração não tem vínculo com a precificação de quaisquer dos valores mobiliários emitidos por companhia(s) analisada(s) neste relatório ou às receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela **Bradesco Corretora**.