

Petrobras (PETR4): Uma revolução cultural

Uma revolução cultural: mais enxuta é melhor

A PETR apresentou mais detalhes sobre o plano de 5 anos revelado na semana passada, junto com atualizações sobre sua transformação cultural em curso. Com os mercados decepcionados com a curva de crescimento de produção mais baixa do novo plano (cerca de 5% ao ano abaixo do plano anunciado há um ano), a administração disse que as metas de crescimento da produção podem ser sacrificadas, já que a empresa visa uma alocação de capital ainda mais criteriosa. Isso sem dúvida é uma mudança dramática para uma empresa onde o crescimento sempre vem em primeiro lugar. A administração está tentando garantir que toda a empresa esteja alinhada, e o uso das métricas de EVA (Valor Econômico Adicionado) como parte das metas de 2021 é mais uma prova disso. A mensagem de desalavancagem mais forte, dividendos mais altos e um maior compromisso com o ESG esteve presente ao longo da apresentação.

Alguns chamam de conservadorismo, nós chamamos de prudência

O maior foco na eficiência de capital foi resumido da seguinte forma: novos investimentos precisam ser economicamente viáveis a US\$ 35/b Brent e, ao mesmo tempo, ter baixas emissões de carbono. Mesmo a recuperação recente em Brent não deve mudar isso, de acordo com a administração, o que explica por que o novo plano de investimentos de 5 anos está agora 28% abaixo dos níveis do ano passado. Se as vendas de ativos forem incluídas, a curva de produção de 5 anos não implica nenhum crescimento em relação a 2020, embora também implique que o pré-sal atingiria 80% da produção de petróleo (contra 69% em 2020), conduzindo a retornos mais fortes com um baixo custo de extração por barril. Mais do que nunca, a PETR se tornará uma máquina de dinheiro.

Vendas de ativos: BRDT, BRKM, Refinarias...

As vendas de ativos foram novamente um tema quente. A PETR espera arrecadar US\$ 25-35 bilhões até 2025, o suficiente para financiar quase metade de seu plano de investimentos. Os principais são: (i) venda de 8 de suas 13 refinarias (que avaliamos em ~\$ 9 bilhões); (ii) participações na BRDT e Braskem (que avaliamos em US\$ 3,5 bilhões); (iii) mais de 200 ativos terrestres e de águas rasas, juntamente com ativos de Gás e Energia, incluindo a Gaspetro e que não estamos contabilizando. O *timing* permanece incerto, embora a assinatura da venda das três primeiras refinarias possa acontecer no início de 2021, de acordo com a gestão. Para a BRKM e a BRDT, o *timing* do mercado é crucial e permanece uma variável desconhecida.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Petrobras (PETR4)

Data	01/12/2020
Ticker	PETR4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	34,0
Preço (R\$)	24,9
Listagem	Nível 2

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	329.638,06
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1555,37

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	9,3x
EV/EBITDA	4,9x	4,0x

Stock Performance:

Novembro (%)	315%
LTM (%)	-13,4%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	9,9	12,2	8,5	13,1	14,2
EV/EBITDA	5,0	5,0	4,9	4,0	3,7
P/L	10,7	12,8	-7,0	9,3	9,8
Dividend Yield %	1,1	2,1	0,6	2,7	10,3

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	95.767	76.617	51.955	60.288	63.540
EBITDA	31.413	34.145	24.518	29.467	31.093
Lucro Líquido	7.057	7.607	-8.637	6.488	6.159
LPA (US\$)	1,08	1,17	-1,32	0,99	0,94
DPA líquido (US\$)	0,13	0,31	0,06	0,25	0,95
Dívida Líquida/Caixa	-69.263	-79.071	-63.823	-58.483	-55.493

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 19,88, em 28 de Outubro de 2020.

Do fluxo de caixa livre ao fluxo de dividendos

Isso nos leva ao que a PETR fará com todo o seu excesso de caixa. Considerando os fluxos de caixa orgânicos, esperamos que a PETR atinja seu limite de aumento de dividendos (\$ 60 bilhões de dívida bruta e abaixo de 2x a alavancagem líquida) em algum momento de 2022. Incluindo os rendimentos das vendas de ativos, isso poderia acontecer mais cedo e aumentar os dividendos ainda mais. A PETR tem como meta um pagamento de dividendos de 5 anos de US\$ 30-35 bilhões, incluindo o produto da venda de ativos, em linha com nossa expectativa de US\$ 30 bilhões para o período. Isso representa um dividend yield médio anual de 11,6%. Assim, os acionistas da PETR podem estar a um ano ou mais de distância dos dividend yields de dois dígitos...

A valorização recente ainda não precifica a história toda; Ajustando estimativas e preço-alvo

Embora a recente alta obviamente tenha tornado os valuations da PETR mais palatáveis, ainda permanecem poucos exigentes. Um portfólio resiliente e muito mais enxuto de ativos de Exploração & Produção de classe mundial e de baixo custo prestes a sofrer uma redução maciça do risco político não pode ser ignorado. Ainda vemos geração de FCFE de \$ 9,4 bilhões e \$ 11 bilhões em 2021 e 2022, respectivamente, implicando rendimentos FCFE de 16% e 18%, enquanto um dividend yield de dois dígitos sugere que a PETR ainda tem um longo caminho a percorrer para estreitar o gap de valuation para os pares. Estamos ajustando nossas estimativas para refletir o novo plano estratégico e elevando nosso preço-alvo para R\$ 34/ação. Nossas premissas ainda se baseiam em um Brent de US\$ 50/bbl de longo prazo, o que poderia apresentar alguma alta incremental se a recente alta das commodities continuar a seguir seu curso.

Tabela 1: Estimativas novas vs. antigas

PETR US\$ milhões	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita	60.288	59.493	1,3%	63.540	67.079	-5,3%
EBITDA ajustado	29.467	28.769	2,4%	31.093	32.457	-4,2%
Margem EBITDA	48,9%	48,4%	52 bps	48,9%	48,4%	55 bps
Lucro Líquido	6.488	5.530	17,3%	6.159	6.337	-2,8%
Margem Líquida	10,8%	9,3%	147 bps	9,7%	9,4%	25 bps

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: BTG vs. consenso

PETR US\$ milhões	2021E			2022E		
	BTG	Consens.	Diferença	BTG	Consens.	Diferença
Receita	60.288	60.434	-0,2%	63.540	68.589	-7,4%
EBITDA ajustado	29.467	26.833	9,8%	31.093	31.645	-1,7%
Margem EBITDA	48,9%	44,4%	448 bps	48,9%	46,1%	280 bps
Lucro Líquido	6.488	4.972	30,5%	6.159	7.073	-12,9%
Margem Líquida	10,8%	8,2%	253 bps	9,7%	10,3%	-62 bps

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTGPactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatos sobre os quais o BTGPactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTGPactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo de decisão do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTGPactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTGPactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx