

PetroRio (PRIO3): Iniciando a cobertura com uma Compra

Iniciando cobertura na maior produtora independente de petróleo do Brasil com uma Compra

Nos aprofundamos no caso de investimento da PetroRio (PRIO), que oferece um raro conjunto de crescimento com um forte histórico, apoiado por uma estratégia sólida de revitalização de campos de Petróleo & Gás, reposição contínua de reservas, M&As bem-sucedidos e redução de custos. Vemos a PRIO fortemente posicionada para explorar o que deve se tornar uma indústria mais diversificada no Brasil, com um portfólio resiliente mesmo em um ambiente de preço do petróleo mais baixo, e com aumento de produção à frente, ajudando a justificar múltiplos de curto prazo mais caros.

Revitalização dos campos de Petróleo & Gás: um novo segmento para a maioria... não para a PRIO

O segmento upstream do Brasil está evoluindo. Esperamos que mais participantes se juntem à indústria e projetamos um número crescente de campos maduros sendo reconstruídos. Os investidores devem, portanto, priorizar casos de investimento como a PRIO, que se transformou em uma história de baixo risco exploratório e comprovado histórico de execução – um caso raro em um segmento que nunca foi devidamente desenvolvido no mercado brasileiro.

Procurando crescimento em Exploração & Produção? Ou custos baixos? A PRIO oferece ambos

A PRIO realizou várias fusões e aquisições desde 2014 (a última foi há menos de três meses) e esperamos mais. Com uma forte agenda regulatória de suporte ao segmento e uma alavancagem confortável, continuará a explorar oportunidades inorgânicas com potencial sinérgico com seus ativos, que combinadas com melhorias expressivas de custos operacionais nos últimos anos devem proporcionar retornos atraentes.

Nosso preço-alvo de R\$ 100/ação implica em um potencial de valorização de 12%

Avaliamos as ações da PRIO3 com base em um modelo de valuation combinado, que combina uma análise DCF, EV-para-reservas e criação de valor potencial de fusões e aquisições futuras, uma vez que coloca os recursos de um follow-on recente para trabalhar. Nosso preço-alvo de R\$ 100/ação reflete uma premissa do Brent de longo prazo de \$ 52/bbl. O valuation não é uma pechincha em 9,9x EV/2P, mas (i) o CAGR de produção de 20% até 2025, (ii) uma alta % das reservas 1P em seu portfólio e (iii) as melhorias de governança corporativa, todas suportam o prêmio nos múltiplos de curto prazo, em nossa visão. Reconhecemos que as vantagens decorrentes do portfólio da PRIO "como está"

BTG Pactual – Equity Research:

Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Petrorio (PRIO3)

Data	19/02/2021
Ticker	PRIO3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	100,0
Preço (R\$)	88,4
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	14.688,56
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	203,89

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	13,2x	10,7x
EV/EBITDA	5,6x	4,6x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	25,4%
LTM (%)	88,3%



são mais limitadas, dado o desempenho recente das ações. Em nossa opinião, há boas razões para acreditar que o perfil de negociador da administração e o sólido histórico geram ainda mais valor à frente.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	43,4	42,0	15,8	28,1	30,6
EV/EBITDA	3,0	6,5	12,3	5,6	4,6
P/L	0,6	5,2	787,5	13,2	10,7
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	849	1.644	1.962	3.780	4.070
EBITDA	279	967	1.187	2.630	2.976
Lucro Líquido	206	842	15	1.123	1.385
LPA (R\$)	16,97	6,30	0,09	6,69	8,25
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	489	-1.520	-2.156	32	1.223

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\$ 88,41, em 18 de Fevereiro de 2021.

O renascimento de uma indústria

Como é de conhecimento geral, foi somente em 1997 que o governo federal aprovou uma lei (9.478/97) permitindo um regime em que empresas privadas pudessem explorar e produzir óleo e gás no país. Mesmo assim, a produção e exploração continua nas mãos de poucas e grandes multinacionais que, muitas vezes, estão focadas no desenvolvimento e na produção de grandes prospectos geológicos como o pré-sal.

A revitalização dos campos de óleo e gás é um braço importante do segmento upstream e um mercado maduro em muitos países. Mas, devido a um cenário regulatório desfavorável e ao histórico perfil monopolista do setor, a indústria nunca foi totalmente desenvolvida.

À medida que a Petrobras acelera seu programa de venda de ativos, as principais empresas globais otimizam seu portfólio e uma agenda favorável é apoiada pela ANP (regulador do petróleo), recentemente começamos a ver o (re) nascimento da indústria, com oportunidades para novos operadores e operadores privados crescerem.

A PetroRio parte na frente nesta corrida. Projeto que teve início em 2014, quando passou por um processo de transformação para se tornar um operador de campo maduro, cada vez mais focado na produção de óleo e gás offshore brasileiro e com baixa exposição à atividade exploratória.

Ser rápido será fundamental, pois o espaço para consolidação deve ser pequeno. Mas, ainda mais importante, à medida que os investidores discutem cada vez mais as perspectivas de longo prazo do setor de petróleo e potenciais interrupções na matriz energética global, um sólido histórico de execução será a chave para atrair investidores e reduzir a percepção de risco. A PRIO oferece uma estratégia única e testada pelo tempo, apoiada por um histórico de M&As inteligentes e casos de redesenvolvimento bem-sucedidos.

Com uma produção CAGR de 20% e custos de extração em média \$ 8/bbl nos próximos 5 anos, a PRIO também oferece resiliência bem-vinda, mesmo em um ambiente de baixo preço. Após o recente aumento de capital por meio de uma oferta subsequente, estimamos a Dívida Líquida/EBITDA para o fim de 2021 da PRIO em 0,0x, o que significa que seu balanço é leve e a alavancagem é confortável, o que acreditamos deve acelerar a criação de valor para os acionistas, acelerando os planos de revitalização e apoiando aquisições.

O valuation não é uma pechincha a 9,9x EV/boe (2P). Mas levando em consideração o forte crescimento de Frade e Wahoo, uma equipe com gestão comprovada, baixos custos de produção e melhor governança corporativa nos últimos anos, 3,8x, 3,2x e 1,7x EV/EBITDA em 2022, 2023 e 2024, respectivamente, oferecem um bom risco-retorno.

Iniciamos a cobertura das ações da PRIO3 com uma classificação de COMPRA

Sumário

O renascimento de uma indústria.....	3
Visão geral da empresa – da exploração à produção.....	5
Tese de investimento – Porque comprar as ações da PetroRio (PRIO3)?.....	10
M&As - Mais por vir? Nós pensamos que sim.....	11
Revitalização de campos – Um dos poucos casos no Brasil	13
Controle de custos - Prometendo e entregando.....	18
RRR + histórico + baixo risco exploratório.....	23
Projeções e valuation.....	26
Riscos e análises de sensibilidade.....	31
Campos maduros no Brasil - Uma agenda regulatória favorável.....	34
ESG - Melhor, mas ainda há espaço para mais.....	35

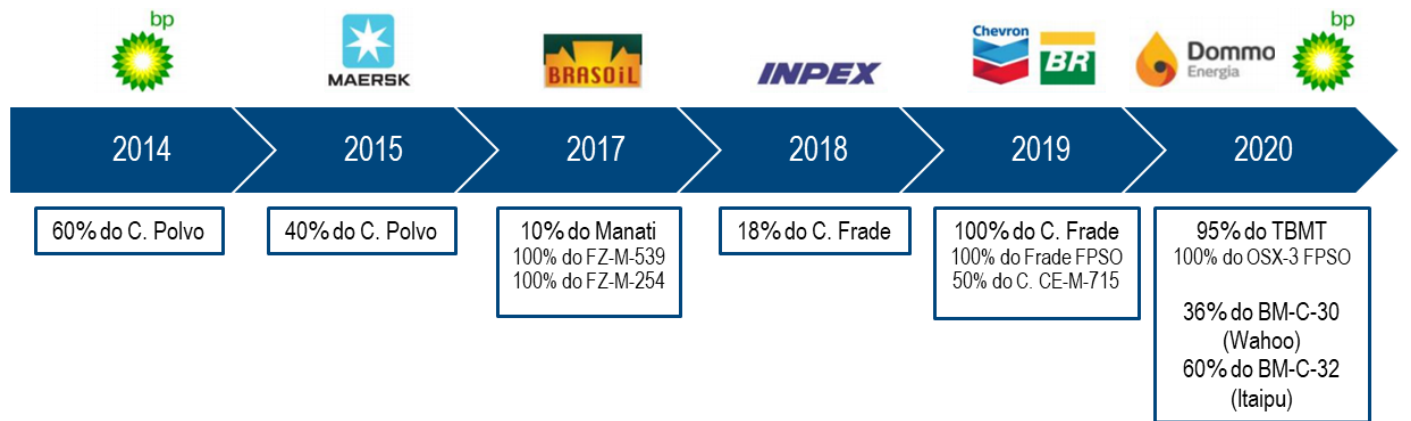
Visão geral da empresa - da exploração à produção

A PetroRio (daqui em diante PRIO) é uma operadora de óleo e gás com ativos produtivos na bacia de Campos e ativos exploratórios nas bacias do Ceará e Foz do Amazonas, todos no Brasil. Foi fundada originalmente no final dos anos 2000 por Marcio Mello (ex-geólogo da Petrobras) e era conhecida como HRT. Em seus estágios iniciais, seu portfólio consistia em ativos exploratórios na bacia do Solimões e na Namíbia, e no fim do seu 13 ano não tinha reservas provadas (1P) de óleo e gás e receitas quase zero.

Em 2014, já sob nova gestão liderada por Nelson Tanure (na época já um grande acionista), mudou seu curso de navegação para se tornar uma empresa upstream, focada principalmente na revitalização de campos maduros de petróleo e gás offshore com baixos riscos exploratórios.

Para isso, fez diversas fusões e aquisições desde 2014 para diluir grande parte de seus custos fixos operacionais e diminuir o risco de seu portfólio. A PRIO comprou participações em 4 campos produtivos de O&G (5 assumindo a viabilidade da produção de Wahoo em 2021) e opera 3 (a exceção é Manati, que foi recentemente vendido), tornando-se o 8º produtor de O&G do Brasil. A aquisição recentemente anunciada do Wahoo pode adicionar ~ 50MMbbl em reservas (2P) (+ 26%) e produção de 14kb/d adicional.

Figura 1: Estratégia de sucesso na aquisição de campos maduros de petróleo



Fonte: Dados da empresa, BTGP

Abaixo, fornecemos mais detalhes sobre cada um dos ativos da empresa:

Campo de Polvo

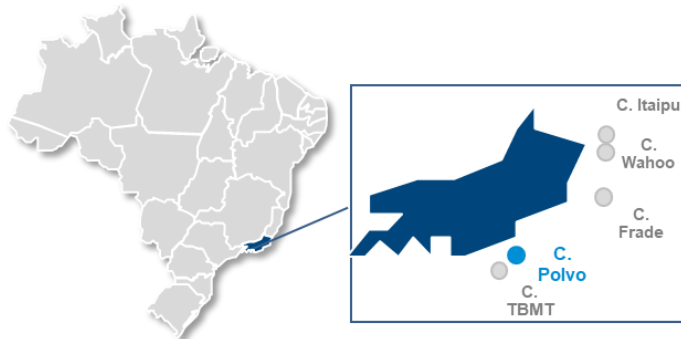
Descoberto em 1993 (primeiro óleo em 2007) pela Petrobras e localizado na bacia de Campos, ~ 100km a leste de Cabo Frio, no Rio de Janeiro. O campo foi a primeira aquisição da PRIO após o processo de foco em ativos produtivos. Ela adquiriu inicialmente uma participação de 60% da BP em 2014 e os 40% restantes da Maersk no ano seguinte.

O campo é 35% da produção da PRIO. A densidade média do petróleo bruto de Polvo é 21º API. A licença de concessão de produção para Polvo é válida até 2032 e prorrogável até 2059 se o pedido da PRIO for aprovado pela ANP, o que esperamos.

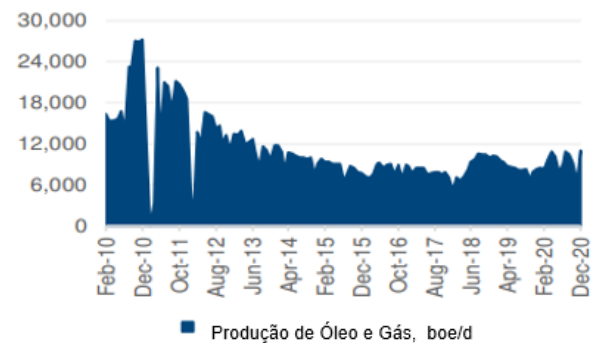
Tabela 1: Resumo do Campo de Polvo

Campo	Bacia	WI	Unidades Produtivas	Produção 2020	% da PRIO	Reservas, MMboe			Profundidade em m
				Total, kboe/d		1P	2P	1P %	
Polvo	Campos	100%	1 Plataforma Fixa	9,2	35%	20,9	48,7	43%	100

Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP

Gráfico 1: O Campo de Polvo está localizado a ~100km de Cabo Frio, no estado do Rio de Janeiro


Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP – fora de escala

Gráfico 2: Produção histórica de Óleo e Gás do Campo de Polvo (100%)


Fonte: ANP, BTGP

Manati

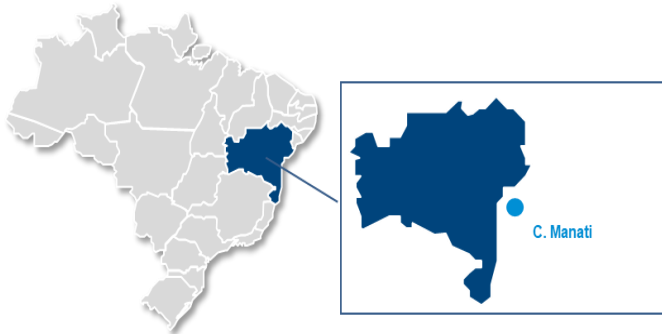
Manati é um campo produtor de gás descoberto em 1990 (produção iniciada em 2007) pela Petrobras. Está localizado na bacia de Camamu, a 65km de Salvador, na Bahia. A PRIO tinha uma participação de 10% no campo desde 2017 após a compra da Brasoil. É o único ativo não operado pela empresa. Em novembro, a PRIO anunciou a venda de sua participação em Manati para a Gas Bridge. A PRIO tem direito à geração de caixa de Manati até dezembro-20, razão pela qual ainda deve figurar nos resultados do 4T20 da empresa.

Tabela 2: Resumo do campo Manati

Campo	Bacia	WI	Unidades Produtivas	Produção 2020	% da PRIO	Reservas, MMboe			Profundidade em m
				Total, kboe/d		1P	2P	1P %	
Manati	Camamu	10%	-	1,5	6%	2,8	3,1	91%	40

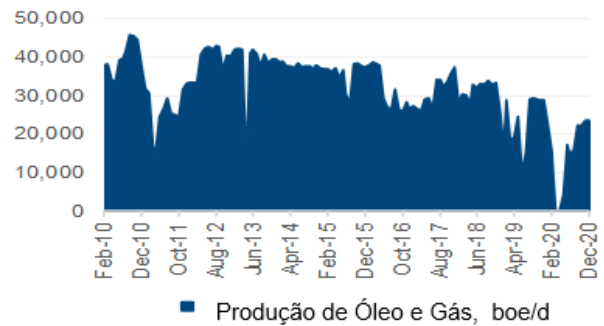
Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP

Gráfico 3: Campo de Manati fica a 65km de Salvador, no estado da Bahia



Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP – fora de escala

Gráfico 4: Produção histórica de Óleo e Gás do Campo de Manati (100%)



Fonte: ANP, BTGP

Frade

Descoberto em 1986 (primeiro óleo em 2009) pela Petrobras e localizado na bacia de Campos, a 300km do Rio de Janeiro. Sua aquisição pode ser dividida em 3 etapas nos últimos dois anos. A PRIO concluiu primeiro a aquisição de uma participação de 18% da Inpex, depois uma participação de trabalho de 52% da Chevron e o restante foi adquirido da PETR, negócio recentemente concluído.

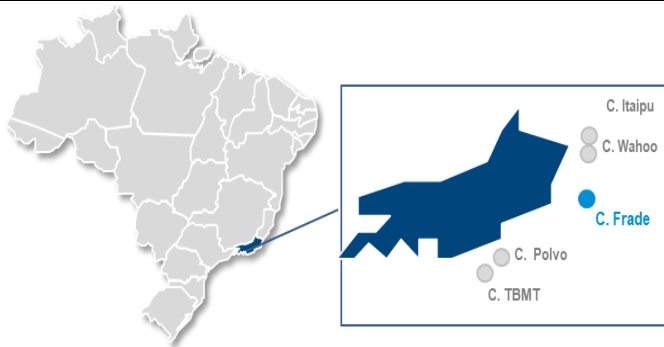
O campo é 49% da produção da PRIO (58% considerando um WI de 100%). A densidade média do óleo de Frade está entre 16º e 24º API. A licença de concessão de produção do Frade, incluindo a licença de extensão potencialmente concedida pela ANP, é válida até 2052.

Tabela 3: Resumo do campo de Frade

Campo	Bacia	WI	Unidades Produtivas	Produção 2020	% da PRIO	Reservas, MMboe			Profundidade em m
						1P	2P	1P %	
						Total, kboe/d			
Frade	Campos	70%	1 FPSO	12,9	49%	42,2	64,6	65%	1.200
Frade 100%		100%	1 FPSO	18,5	58%	60,2	92,3	65%	

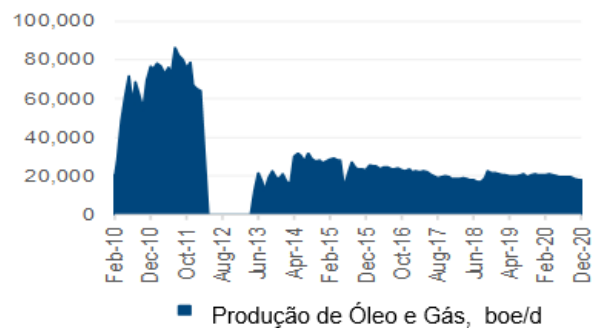
Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP

Gráfico 5: Campo de Frade também está localizado na bacia de Campos, ~370km a noroeste do Rio de Janeiro



Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP – fora de escala

Gráfico 6: Produção histórica de Óleo e Gás do Campo de Frade (100%)



Fonte: ANP, BTGP

Tubarão-Martelo (TBMT)

O TBMT está localizado na bacia de Campos, a 86km da Armação de Búzios, no Rio de Janeiro, e foi descoberta pela OGX em 2010 (a produção foi iniciada em 2013). PRIO detém 80% de participação operacional após a aquisição da Dommo Energia no ano passado. Mas após a conclusão de uma operação de tieback, que ligará TBMT a Polvo (prevista para 2021), a PRIO deterá 100% do campo e 95% da produção combinada do polo Polvo/TBMT até os primeiros 30 milhões de barris de produção e 96% depois.

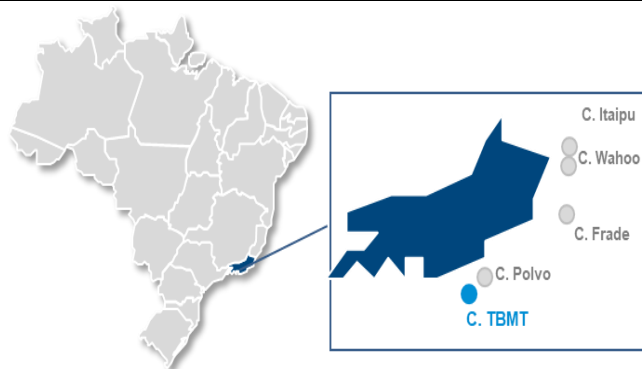
O campo é atualmente 11% da PRIO. A densidade média do óleo da TBMT é de 22º API. A licença de concessão de produção da TBMT é válida até 2039, mas a PRIO solicitará à ANP uma extensão da licença de concessão até 2066.

Tabela 4: Resumo do campo Tubarão-Martelo

Campo	Bacia	WI	Unidades Produtivas	Produção 2020	% da PRIO	Reservas, MMboe			Profundidade em m
						1P	2P	1P %	
				Total, kboe/d					
TBMT	Campos	80%	1 FPSO	3,0	11%	29,7	46,7	64%	100

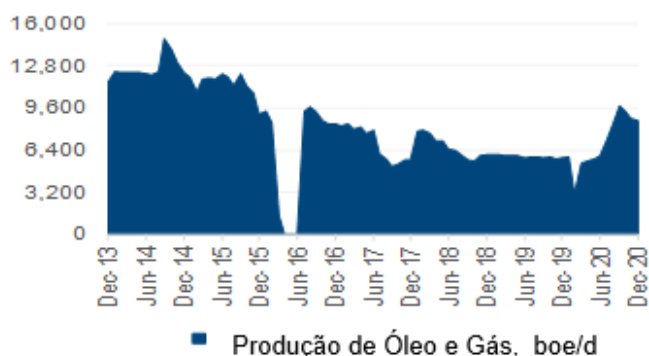
Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP

Gráfico 7: O campo de Tubarão-Martelo está localizado perto do campo de Polvo



Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP – fora de escala

Gráfico 8: Produção histórica de Óleo e Gás do Campo de TBMT (100%)



Fonte: ANP, BTGP

Wahoo + Itaipu

Em novembro, a PRIO anunciou a aquisição de 36% do bloco BM-C-30 (campo Wahoo) e 60% do bloco BM-C-32 (campo Itaipu) da BP, ambos localizados na bacia de Campos, distante apenas 30km do Campo de Frade. A transação vem em linha com a estratégia da companhia de buscar ativos com sinergias com seu portfólio, pois a grande proximidade com o campo de Frade permitirá a formação de outro polo (como o polo TBMT + Polvo) com baixo custo operacional.

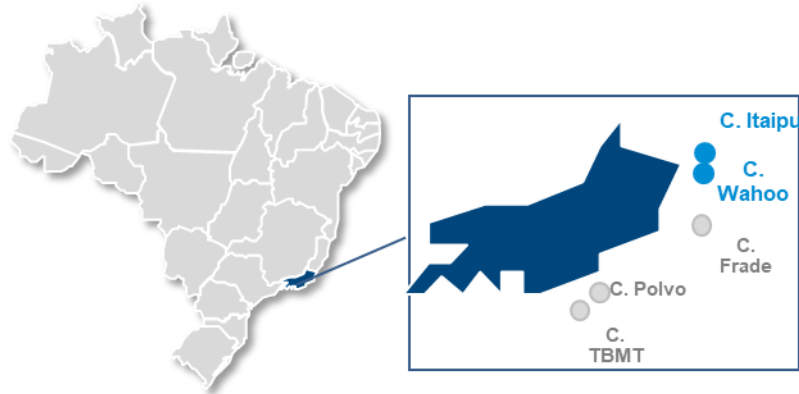
De acordo com a PRIO, Wahoo tem potencial para produzir 140 milhões de barris de petróleo a uma taxa de produção diária de 40kbbbl, ou 31% da produção da PRIO, considerando sua participação de 36% no campo. A PRIO espera que o Wahoo seja declarado economicamente viável este ano. A densidade média do óleo de Wahoo é 30º API.

O desenvolvimento de Itaipu ainda depende de um processo de unificação com o polo do Parque das Baleias e não é esperado para um futuro próximo.

Tabela 5: Resumo do campo Wahoo

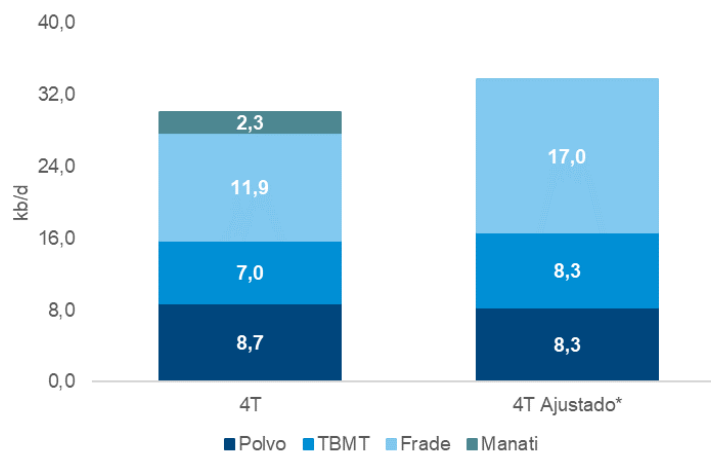
Campo	Bacia	WI	Unidades Produtivas	Produção, kboe/d*	% da PRIO*	Reservas (2P) Mmboe**	Profundidade em m
Wahoo	Campos	35%	-	14,3	31%	50,0	1.400

Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP *assumindo um WI de 36%** assumindo um WI de 36% e o guidance não oficial*

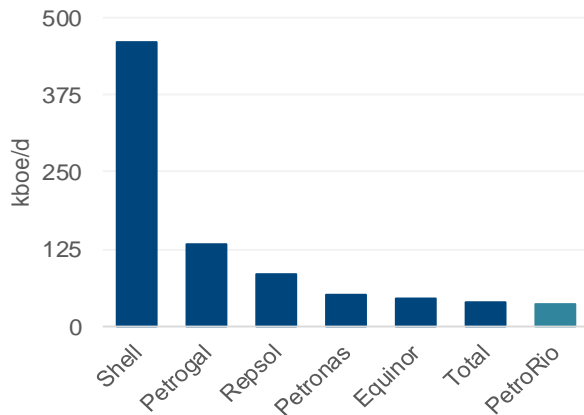
Figura 2: Prospectos Wahoo-Itaipu também permitirão sinergias com o campo de Frade


Fonte: Dados da empresa, ANP, BTGP – fora de escala

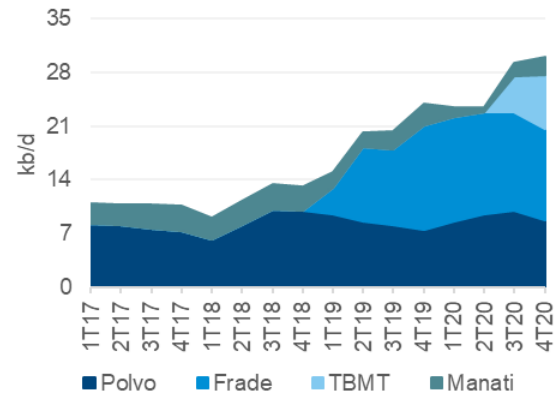
Depois de obter a aprovação regulatória e antitruste pendente, a PRIO terá uma produção total de 34kb/d (com base no ajuste do quarto trimestre), ou 4x maior do que 2015, uma grande conquista sustentada pelas fusões e aquisições acima, mas também graças a um plano bem executado de revitalização de campo e redução de custos operacionais. De uma empresa com produção zero em 2014, a PRIO logo se tornará a 8ª produtora O&G do Brasil (nº 7 ex -PETR), e a 1ª empresa privada.

Gráfico 9: Com base em acordos recentes, a produção atual da PRIO seria de ~ 34kb/d


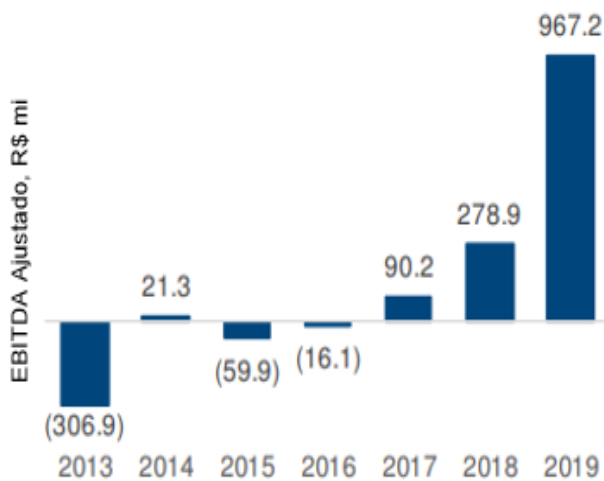
Fonte: Dados da empresa, BTGP *assumindo 100% do C. de Frade, 95% do polo TBMT e 0% do C. Manati*

Gráfico 10: ... o que a torna o 7º maior produtor de petróleo e gás do Brasil (ex-PETR)


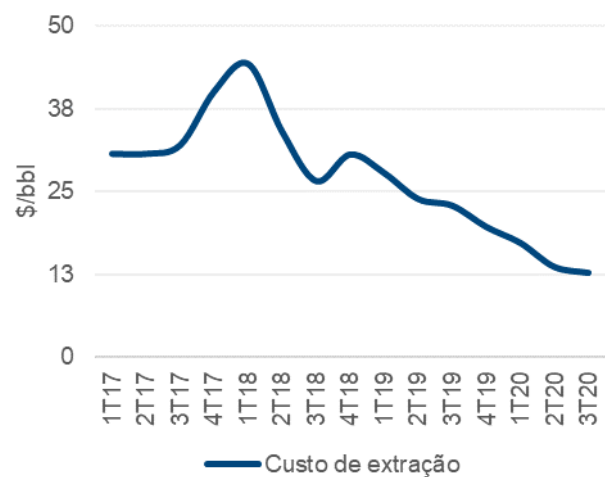
Fonte: ANP/BTGP* 100% do C. de Frade, 95% do TBMT/Pdvo

Gráfico 11: PRIO registrou crescimento consistente de produção no passado recente...


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 12: ...levando a um crescimento de EBITDA também forte ...


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 13: ... e uma substancial alavancagem operacional


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Tese de investimento – Por que comprar as ações da PetroRio (PRIO3)?

Em um mundo em que investidores e empresas exigem uma mudança na matriz energética, as discussões sobre a sustentabilidade dos preços do petróleo no longo prazo são cada vez mais comuns, levantando inúmeras questões sobre a sustentabilidade de altos retornos para as empresas de petróleo e gás.

Mas embora reconheçamos que a idade de ouro dos preços do petróleo parece ter passado, quando uma indústria enfrenta uma crise, alguns participantes mais eficientes e resilientes geralmente capturam as maiores oportunidades. E esse é o caso da PRIO, como uma das empresas mais bem posicionadas, pronta para oferecer alta lucratividade, mesmo em cenários de estresse.

Nossa tese de investimento é sustentada por quatro pilares:

(i) Crescimento sustentado por:

- **M&A:** Desde 2014, a estratégia da PRIO era crescer por meio de fusões e aquisições valiosas. À medida que a PETR e outras operadoras importantes simplificam seu portfólio, esperamos vendas de campo mais maduros e que o crescimento inorgânico da PRIO não termine aqui.
- **Revitalização de campos:** PRIO é provavelmente uma das primeiras peças de redesenvolvimento relevantes no setor de O&G do Brasil, e tem forte capacidade para continuar aumentando a curva de produção de seu portfólio maduro, apoiado por campanhas de perfuração eficientes, tiebacks bem executados e geólogos talentosos.
- **Níveis de reservas saudáveis:** Apoiado por M&A e pela revitalização de seus campos nos últimos anos, o RRR (razão de reposição de reserva) e RLI (índice de vida da reserva) da PRIO estão em níveis bastante saudáveis, o que será fundamental para dar mais visibilidade na geração de fluxo de caixa e reduzir o perfil de risco.

(ii) Eficiência de custos: Como um operador de campo maduro, ser um produtor de baixo custo é um dos principais pilares da lucratividade de longo prazo (2020 foi mais uma prova disso). A PRIO já entregou algumas melhorias significativas nos últimos anos, e prevemos mais crescimento com a formação dos polos TBMT + Polvo e Wahoo + Frade, que combinados com o crescimento de produção esperado podem garantir ainda mais alavancagem operacional.

(iii) Histórico de resultados: Quer sejamos positivos ou não sobre o futuro dos preços de petróleo, acreditamos que os investidores estão cada vez mais exigentes quando se trata de novas histórias no setor e exigem descontos maiores para os recém-chegados com altos riscos de execução. A PRIO oferece um histórico raro e comprovado no redesenvolvimento de campos maduros, dando-lhe um valuation premium em relação aos seus principais pares no futuro.

(iv) Baixos riscos exploratórios: A empresa tem 5 ativos não produtores, ou 4 assumindo que Wahoo seja declarado comercialmente viável este ano, conforme esperado pela administração. Mas a capacidade da PRIO de criar valor não está conectada à sua atividade exploratória. Na verdade, nosso NAV para ações PRIO3 não incorpora qualquer lado positivo de seus campos exploratórios. Com 60% em reservas provadas (sem considerar as perspectivas do Wahoo), a percepção de risco deve permanecer baixa.

M&As - Mais por vir? Nós pensamos que sim

Um dos pilares da estratégia da PRIO é o crescimento inorgânico por meio da aquisição de ativos maduros e já em produção. A única exceção foi a recente aquisição do campo Wahoo, onde se espera a declaração de comercialidade para este ano, pois ofereceu diversas sinergias com o campo Frade que esperamos justificar a transação. Outras fusões e aquisições não estão excluídas. Na verdade, vemos este cenário como muito plausível e a PRIO está pronta para capturar oportunidades no futuro próximo.

Como é amplamente conhecido, a PETR está passando por um processo de venda de ativos em grande escala em todos os níveis da cadeia O&G (upstream, midstream e downstream), já que se concentra em ser puramente uma operadora de E&P em águas profundas e ultraprofundas. A PETR provavelmente venderá todos os seus campos onshore e também esperamos grandes vendas de outros ativos offshore.

Tabela 6: A Petrobras ainda representa 73% da produção de Óleo e Gás no Brasil

Produção 2020 Petrobras	Óleo, b/d	Gás, '000m³/d
Onshore	82.918	16.100
Offshore	2.082.925	79.675
Pós-sal	587.695	18.895
Pré-sal	1.495.230	60.780
Total	2.165.843	95.775
<i>% do Brasil</i>	73%	75%

Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Consideramos importante sublinhar, no entanto, que exceto por uma das aquisições de participação de Frade, nenhum dos ativos da PRIO era propriedade da Petrobras. Em outras palavras, o crescimento da PRIO foi virtualmente não dependente dos desinvestimentos de empresa petrolífera nacional do Brasil. Assim, embora o programa de venda de ativos da Petrobras crie vários alvos potenciais, acreditamos que a PRIO continuará a buscar caminhos alternativos.

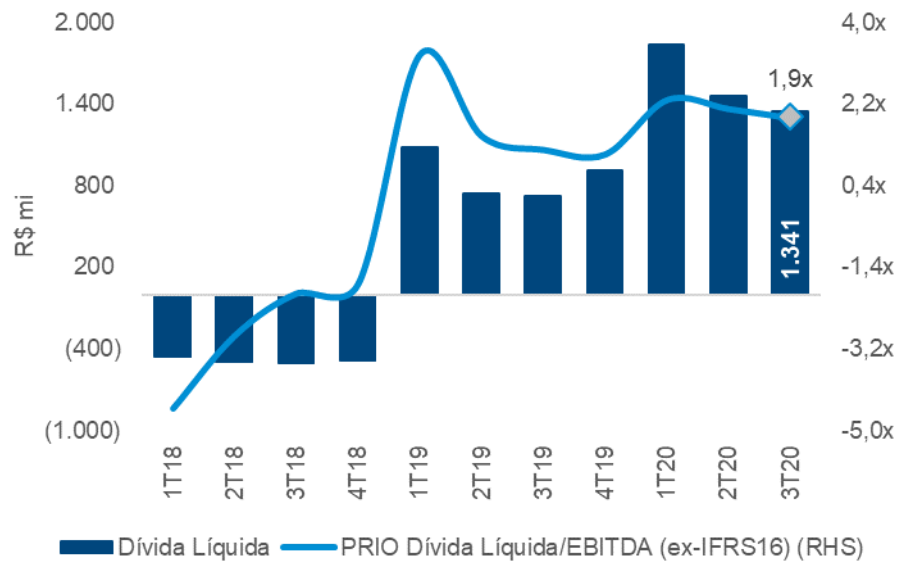
Para proporcionar um processo de desinvestimento justo para todo o mercado, o governo estipulou que a Petrobras deveria abrir um processo formal sempre que um ativo estiver sendo vendido, com mais transparência vs. as negociações usuais entre dois participantes privados - aumentando a competição por alguns de seus ativos e, portanto, também aumentando os preços de oferta. Ao entrar em negociações bilaterais com outros participantes privados, pode-se argumentar que os riscos de alta para a PRIO conseguir aquisições a múltiplos de valuation mais baratos são maiores.

Alavancagem sob controle, mas o follow-on bem-sucedido deve acelerar as coisas

Ainda mais surpreendente do que esses movimentos inorgânicos ousados é que a PRIO os fez sem sacrificar um ponto vital para as empresas expostas a commodities: um balanço patrimonial saudável.

Em 2019-20, quando foi anunciada a compra da Frade e da TBMT, a alavancagem atingiu 3,3x LTM EBITDA, mas caiu rapidamente e se estabilizou em uma média de 1,7x. Mesmo agora, depois de comprar Wahoo, não esperamos que a alavancagem ultrapasse 2,2x. 2020 foi um ano de teste para os produtores de petróleo (por razões óbvias), tornando essa conquista ainda mais notável e mostrando a resiliência da PRIO.

Gráfico 14: Apesar das fusões e aquisições e dos investimentos em campanhas de perfuração, a alavancagem permaneceu sob controle



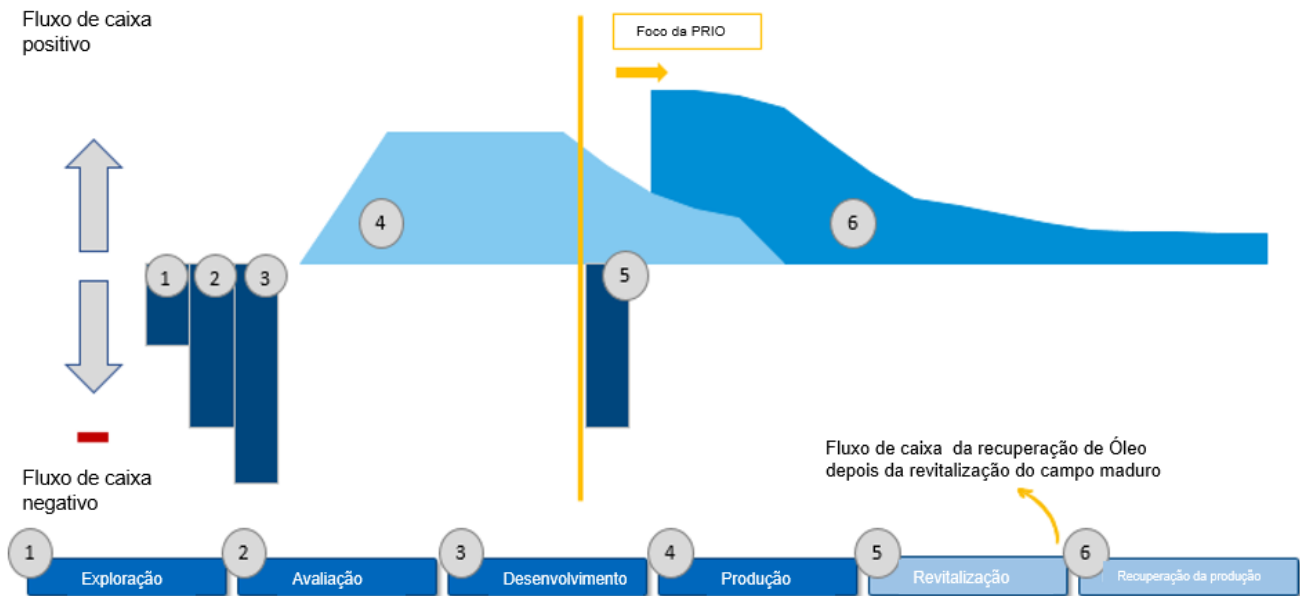
Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Também é importante destacar que há menos de 3 semanas a empresa precificou sua oferta subsequente, levantando um valor total de R\$ 2,05 bilhões. Isso deve oferecer um impulso à já confortável alavancagem da PRIO (esperamos que a PRIO tenha caixa líquido no final do 1T21), fornecendo poder de fogo extra para novas fusões e aquisições.

Revitalização de campos - Um dos poucos casos no Brasil

A vida útil de um campo de óleo e gás consiste em 4 fases: (i) exploração da área com potencial de produção, (ii) avaliação para verificar a viabilidade comercial uma vez que os hidrocarbonetos sejam descobertos, (iii) desenvolvimento uma vez que as condições se mostrem favoráveis, e finalmente (iv) Produção. No entanto, a fim de aumentar o comprimento do campo e reduzir as taxas de esgotamento da produção durante a vida útil do campo, é possível adicionar dois estágios extras (v) o redesenvolvimento do campo, que inclui workovers para avaliar mais reservatórios de hidrocarbonetos, e (vi) produção de óleo ou gás extra.

Gráfico 15: Vida útil de um campo de Óleo e Gás: o crescimento da PetroRio foi baseado na recuperação de campos maduros



Fonte: BTGP

No Brasil, no entanto, essas duas últimas fases nunca foram totalmente desenvolvidas devido à falta de incentivos regulatórios (mais sobre isso depois) ou, mais importante, devido ao monopólio do setor pela Petrobras. Como a empresa petrolífera nacional há muito é responsável por explorar e desenvolver os maiores campos do país, não houve grande progresso na revitalização dos campos nos últimos anos, e este braço do segmento upstream ficou dormente no país.

Apesar de ser uma indústria relativamente antiga e madura em outras partes do mundo, a PRIO é um dos poucos casos de uma tese de revitalização de campos no Brasil.

Revitalização de Polvo – A referência

O plano de revitalização de Polvo é simbólico e fornece um sabor sobre a capacidade da PRIO de executar um dos principais aspectos de sua proposta de criação de valor. O campo está produzindo desde 2007 e o pico de produção foi alcançado em 2010, com 27kb/d. A taxa de esgotamento de seu pico até a aquisição da PRIO foi em média de 15% ao ano.

Desde 2016, a PRIO concluiu 3 campanhas de revitalização de Polvo. A primeira incluiu nenhuma atividade de perfuração e envolveu principalmente intervenções e workover em 3 poços, enquanto a 2ª e 3ª campanhas de revitalização incluíram a adição de 3 e 2 poços, respectivamente.

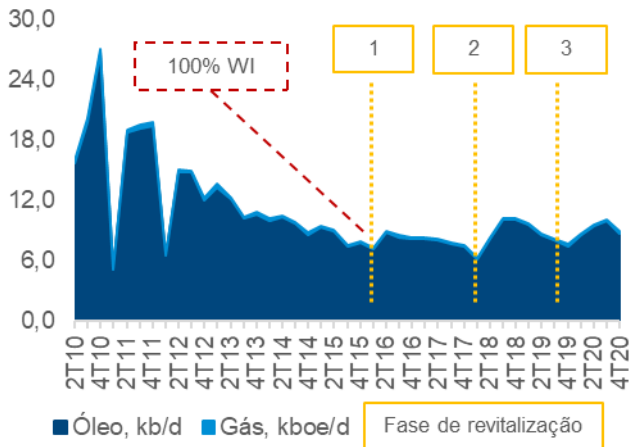
Tabela 7: Campanhas de revitalização do campo de Polvo

Fase	Data	Poços furados	Custo, \$mi	\$/poço, mi	Adição nas reservas	
					MMbbl	%
1	2016	No	17,9	-	0,8	9%
2	2018	3	42,0	14	6,5	66%
3	2019/20	2	20,0	10	3,0	17%

Fonte: BTGP

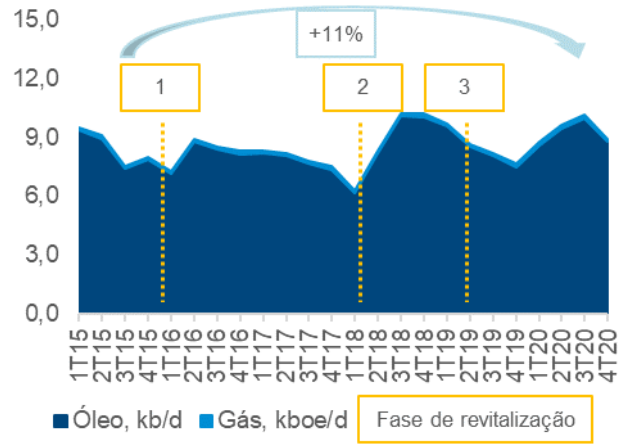
Todas as três fases aumentaram as reservas de Polvo em +10 milhões de barris de óleo equivalente e interromperam o declínio da produção. Na verdade, o índice de exaustão de Polvo desde o 4T15, quando passou a consolidar 100% do resultado financeiro do campo, é próximo a zero, com produção acima de 11%.

Gráfico 16: A produção atual do campo de Polvo está no mesmo nível de 2014 ...



Fonte: Dados da empresa, ANP, BTG Pactual

Gráfico 17: ... e 11% acima do 4T15, quando seu WI em campo atingiu 100%

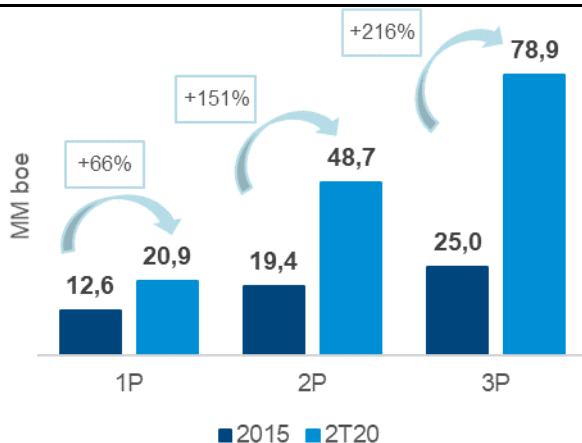


Fonte: Dados da empresa, ANP, BTG Pactual

Também contribuindo para as perspectivas da empresa no futuro e reduzindo seu perfil de risco, as reservas 1P e 2P aumentaram 66% e 151%, respectivamente, com base nos relatórios de 2015 e relatórios mais recentes.

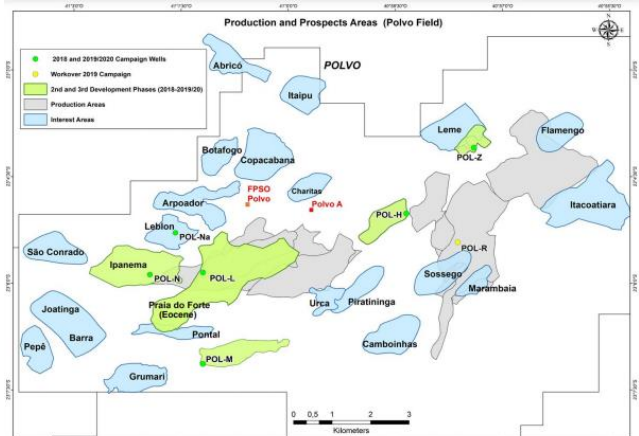
Embora seja mais difícil e caro entregar campanhas com resultados semelhantes, não descartamos a revitalização de outras áreas em Polvo. O Gráfico 19 mostra muitas áreas de interesse em potencial, embora nosso modelo não leva em consideração o preço de nada disso e deixemos isso como riscos de alta.

Gráfico 18: O crescimento das reservas do campo de Polvo é um testemunho do know-how de revitalização da PRIO



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 19: Não são esperadas campanhas adicionais de perfuração em Polvo por enquanto, mas se as condições do mercado permitirem, acreditamos que não podem ser descartadas



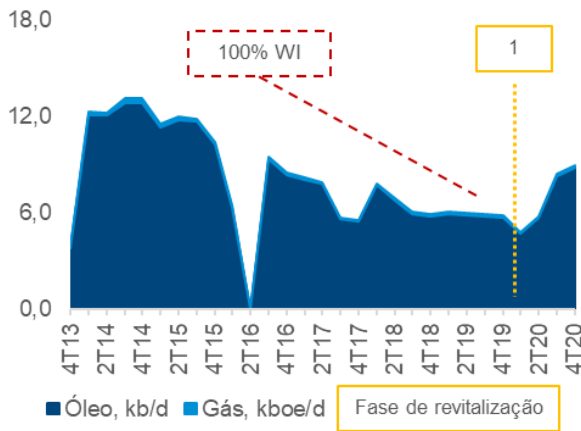
Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Revitalização da TBMT – muita coisa ainda por vir

O farm-in da TBMT foi concluído em agosto, o que pode reduzir a disposição dos investidores de pagar adiantado pela execução do plano de revitalização da PRIO no campo.

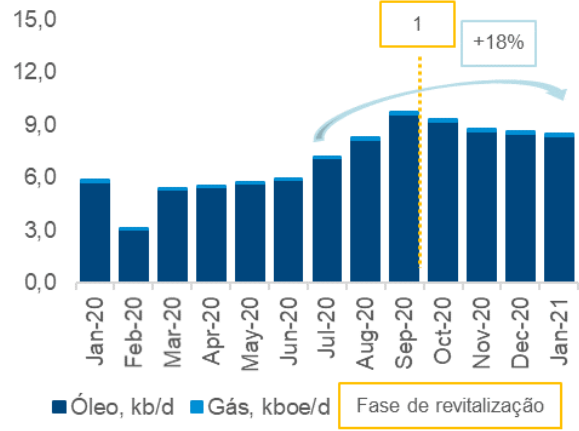
Mas no âmbito do acordo entre a PRIO e a Dommo Energia (ex-operadora da TBMT), esta já iniciou uma 1ª fase da campanha de revitalização, que incluiu workover de 1 poço e adição de um 5º poço produtor. A produção de petróleo e gás de janeiro foi 18% acima de julho (após atingir um aumento de 35% em setembro), o que nos deixou otimistas com o potencial de aumento da produção.

Gráfico 21: 1ª fase da campanha de perfuração TBMT mostrou boas perspectivas ...



Fonte: Dados da empresa, ANP, BTG Pactual

Gráfico 21: A produção total é 18% acima dos números de julho



Fonte: Dados da empresa, ANP, BTG Pactual

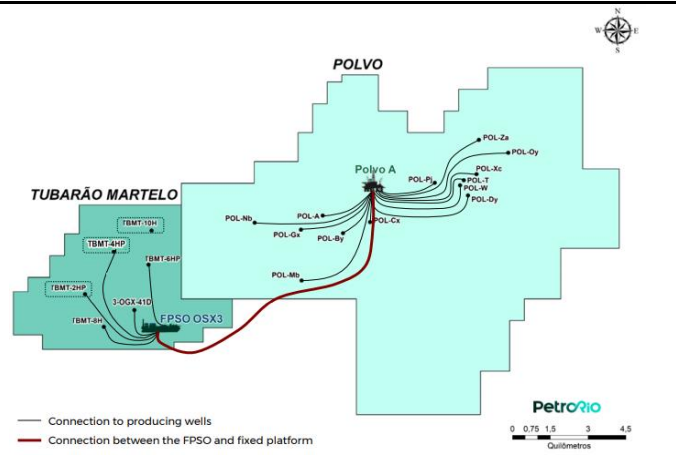
Esperamos agora que uma segunda fase do projeto TBMT seja concluída este ano. Nesta fase, a PRIO planeja entregar o tieback da TBMT com Polvo e a conexão de um 6º poço produtor.

Tabela 8: Resumo da campanha de revitalização de campo TBMT

Primeira Fase
(executada pela Dommo)
Workover (substituição da bomba submersível) no
Conexão do 5º poço produtor: TBMT-4HP
A produção aumentou 40% (~ 3 Mbbl por dia)
Segunda Fase - 1S21
(executada pela PetroRio)
Tieback TBMT com Polvo em \$ 45m CAPEX, com
Conexão de um 6º poço produtor (TBMT-10H) a um
custo de \$ 25 milhões

Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Tabela 9: A proximidade da TBMT com Polvo permitirá a redução de custos



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Revitalização do campo de Frade - Atrasado, mas fator de recuperação baixo sugere grande potencial

Devido a covid-19, a PRIO adiou o início da campanha de perfuração do campo de Frade originalmente programada para março como parte de várias iniciativas para aumentar a liquidez e a resiliência financeira em meio a um ambiente de negócios incerto e volatilidade aguda do preço do petróleo.

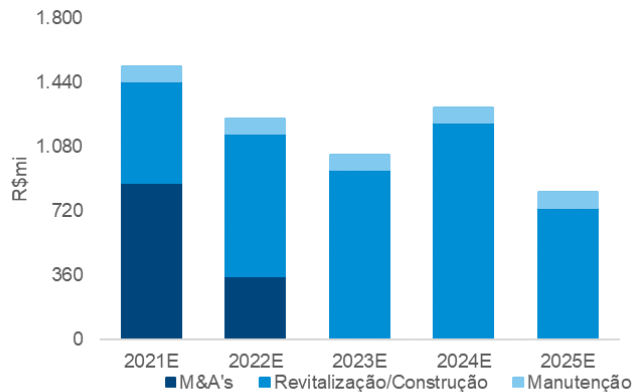
Como os fundamentos da indústria mostram sinais contínuos de melhoria, os planos de investimento da PRIO estão definidos para se normalizar, incluindo a adição de um novo poço de produção em Frade nos próximos meses (O campo de Wahoo também mostra confiança da administração nas condições de mercado).

Durante o plano de redesenvolvimento do campo de Frade, a PRIO planeja perfurar 4 poços de produção adicionais e 3 poços de injeção. O atual fator de recuperação de Frade é muito baixo (~10%) e pode chegar a 30% após a conclusão da campanha de perfuração.

Nosso modelo considera apenas a adição de um poço de produção em 2021 em Frade, com os outros 3 a serem retomados junto com o desenvolvimento de Wahoo, incluindo tieback com Frade e perfuração de seus próprios poços.

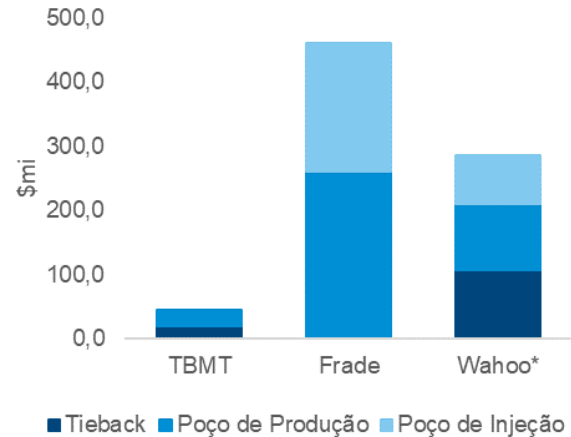
Em uma base consolidada, estimamos que a curva de capex da PRIO totalize R\$ 5,9 bilhões nos próximos 5 anos. Nossa estimativa incorpora um investimento de manutenção de R\$ 433 milhões, sendo R\$ 1,2 bilhão para pagar fusões e aquisições recentes (a serem concluídas) e R\$ 4,3 bilhões para investimentos em revitalização. Devido à profundidade muito maior de Frade e Wahoo (~ 1,3 km em média) versus Polvo e TBMT (~ 0,1 km), o custo esperado por broca também é maior.

Gráfico 22: Estimamos um investimento total de R\$ 5,9 bilhões entre 2021-25, refletindo as campanhas de revitalização na TBMT, Frade e o desenvolvimento de Wahoo...



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 23: Frade vai concentrar a maior parte dos investimentos da PRIO, mas Wahoo também será relevante

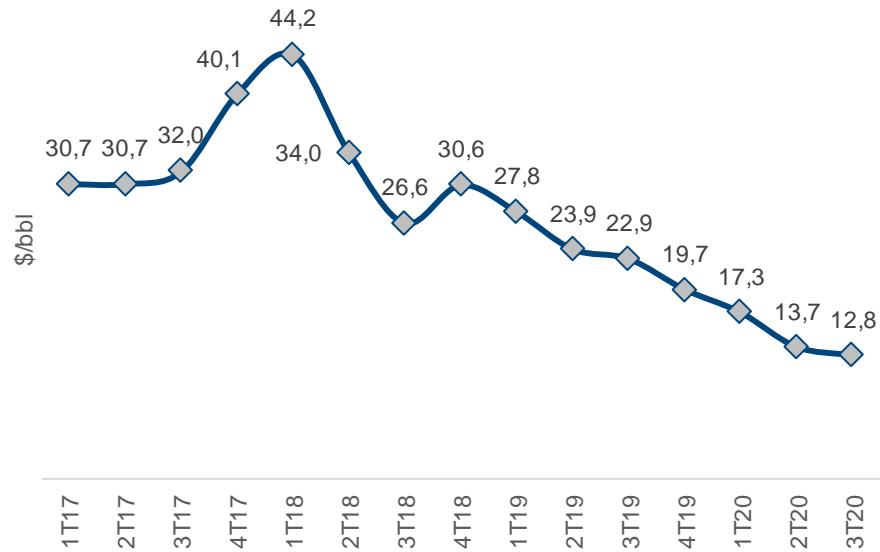


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual *Assumindo participação de 36%

Controle de custos - Prometendo e entregando

Como qualquer empresa de commodities, a PRIO tem pouco controle sobre sua receita. O uso de instrumentos de hedge pode ajudar durante períodos de volatilidade aguda de preços (por exemplo, 2020), mas a lucratividade de longo prazo, e até mesmo a sobrevivência neste setor, deve ser impulsionada, principalmente, pela capacidade das empresas de manter o equilíbrio de caixa do fluxo de caixa livre tão baixo quanto possível.

Elogiamos o trabalho da PRIO nesta frente. Junto com a estratégia de aumentar seu tamanho via crescimento inorgânico, o que ajudou a diluir os custos fixos conforme a produção cresceu, a PRIO conciliou um plano de controle de custos muito objetivo, incluindo renegociações de contratos de fornecimento, melhorias logísticas e captura de sinergias possibilitadas pela proximidade de ativos em seu portfólio. Os custos de extração no 3T foram de \$ 12,8/bbl, uma queda de 44% nos últimos doze meses e 64% desde 2015, quando a PRIO assumiu as operações de Polvo a um custo de extração de \$ 36/bbl.

Gráfico 24: Custos de extração despencaram


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

A estratégia de cluster

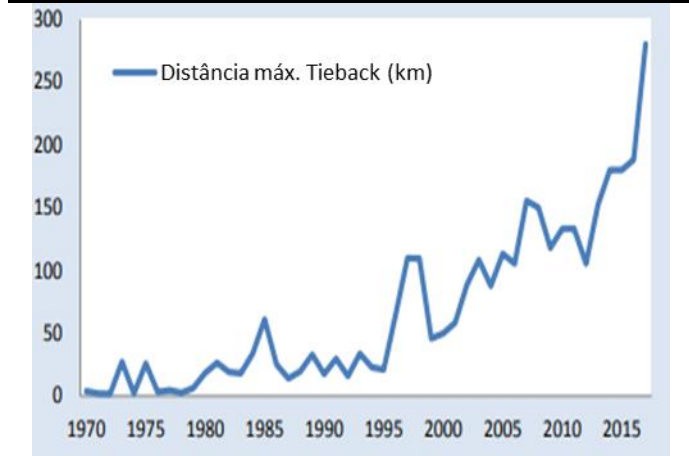
Vemos espaço para mais. Após a conclusão da venda de Manati, a PRIO operará 3 ativos produtivos (Polvo, TBMT e Frade), com potencial de médio prazo para adicionar Wahoo. Olhando de perto para as aquisições de 2020 (TBMT e Wahoo), a meta da PRIO de continuar perseguindo negócios de Exploração & Produção não vem às custas de uma estrutura de custo menos racional.

Polvo e TBMT são vizinhos geográficos na bacia de Campos, enquanto Frade também fica próximo a Wahoo (~30km), permitindo a formação de dois clusters produtivos com grande potencial de upside para maior alavancagem operacional.

A PRIO planeja dois tiebacks submarinos. Tieback é um processo de engenharia na indústria offshore que consiste em conectar risers adicionais de um campo vizinho a uma plataforma de produção (por exemplo, FPSO) para atingir produção adicional, reduzindo despesas de capital que não justificam economicamente a construção ou arrendamento de uma nova unidade.

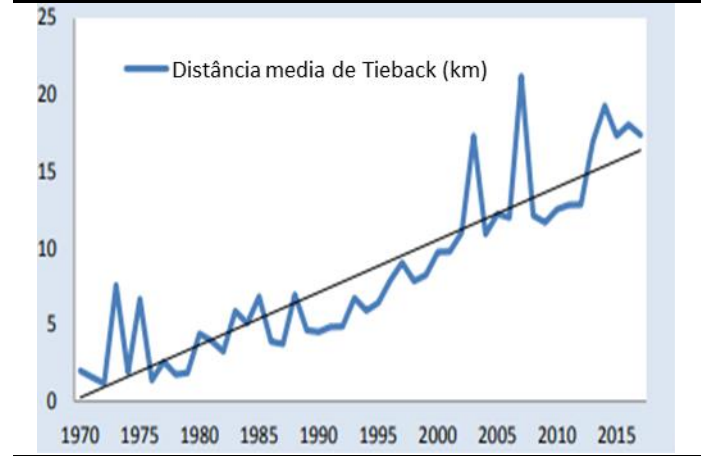
No passado, a viabilidade dos tiebacks e a implantação de alto capital necessária para executá-los eram um tópico comum de discussão, mas conforme a tecnologia e a engenharia avançavam, os operadores de Petróleo & Gás superaram os obstáculos mais comuns, como profundidade e distância da água.

Gráfico 25: As novas tecnologias permitiram que a distância máxima de Tieback aumentasse...



Fonte: Infield

Gráfico 26: ... permitindo que as empresas capturem sinergias mesmo em campos distantes uns dos outros

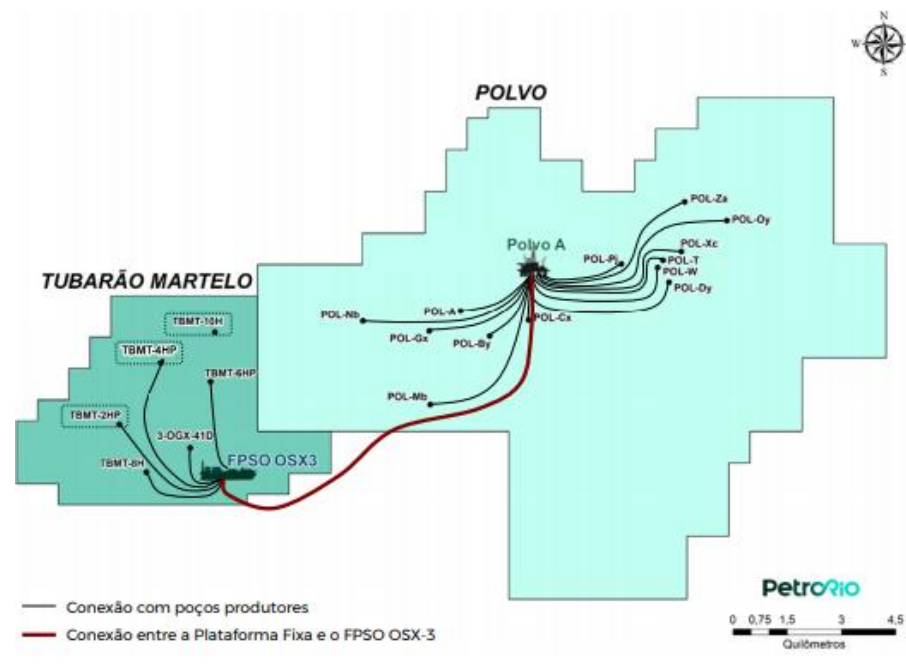


Fonte: Infield

Cluster TBMT + Polvo

Neste ano, a PRIO deverá concluir seu primeiro tieback, onde a TBMT será conectada a Polvo, reforçando sua capacidade de continuar entregando e controlando custos.

Figura 3: Tieback Polvo - TBMT é esperado para 1S21 e incluirá um poço produtor extra

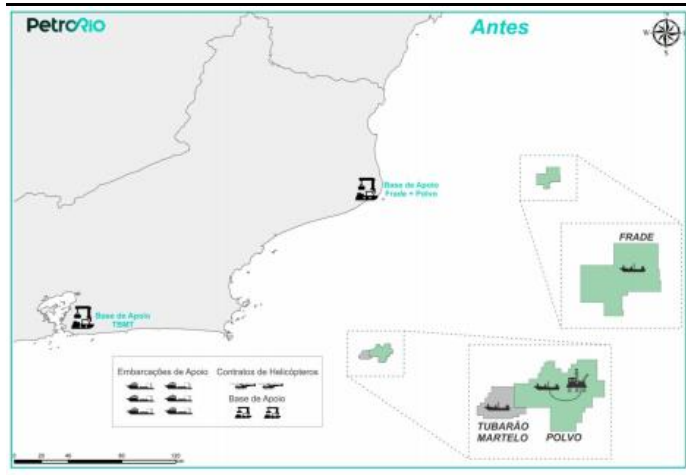


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Atualmente, a produção de Polvo conta com 1 plataforma fixa própria (plataforma Polvo A) e 1 FPSO alugado. Com a aquisição da TBMT, que incluiu a compra de um novo FPSO (FPSO OSX3), e conclusão da interligação dos dois campos, a PRIO poderá descomissionar o FPSO atualmente locado em Polvo e todo o processo de unitização do novo cluster permitirá redução adicional de custos logísticos, como centralização de bases de apoio, fusão de contratos de embarcações

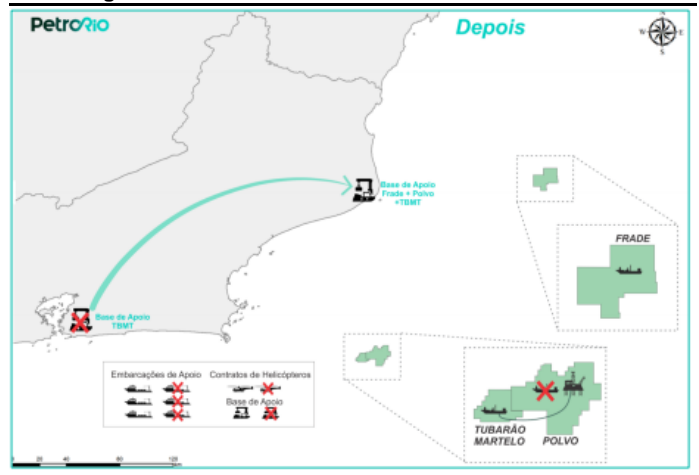
e simplificação do transporte aéreo. Estimamos que o custo de arrendamento do FPSO pode chegar a R\$ 200 milhões, ou 17% do EBITDA estimado da PRIO para 2020.

Figura 4: Atualmente, o campo de Polvo opera com uma plataforma fixa e um FPSO arrendado...



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Figura 5:... após o tieback com TBMT, a empresa será capaz de descomissionar Polvo FPSO ao mesmo tempo em que reduz os custos logísticos adicionais



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

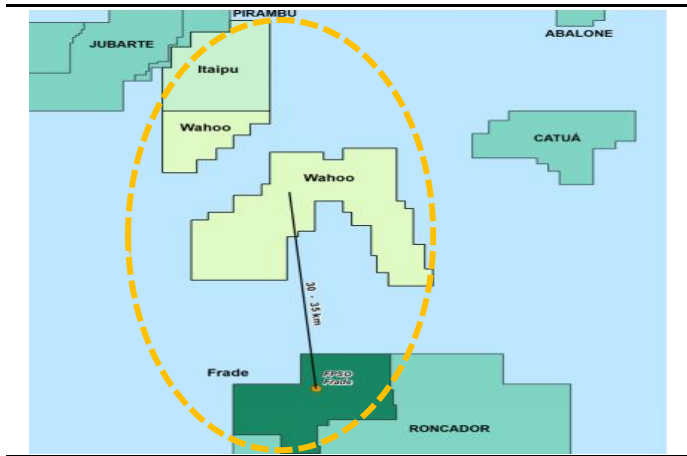
Cluster Frade + Wahoo

Só projetamos o tieback em 2022, após todas as aprovações regulatórias para o negócio e declaração de comercialidade do campo. Mas o procedimento é muito semelhante.

Em um webinar recente da administração da PRIO, sobre as vantagens e fundamentos da aquisição do Wahoo, algumas questões relacionadas às diferenças entre os dois procedimentos de tieback foram destacadas, principalmente a profundidade da água do cluster Frade + Wahoo, que é de ~ 1.400m, enquanto a profundidade do cluster Polvo + TBMT é apenas ~ 100m.

Isso representará uma dose extra de complexidade, mas, como mencionado acima, o recente progresso tecnológico tomou possíveis tiebacks ainda mais desafiadores, atingindo locais com profundidade de mais de 2 km.

Tabela 10: A aquisição da Wahoo ressalta o compromisso da PRIO em buscar oportunidades com sinergias com seu portfólio atual



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Tabela 11: Procedimentos de tieback em águas profundas também se tornaram mais comuns nos últimos anos, conforme a engenharia avançou

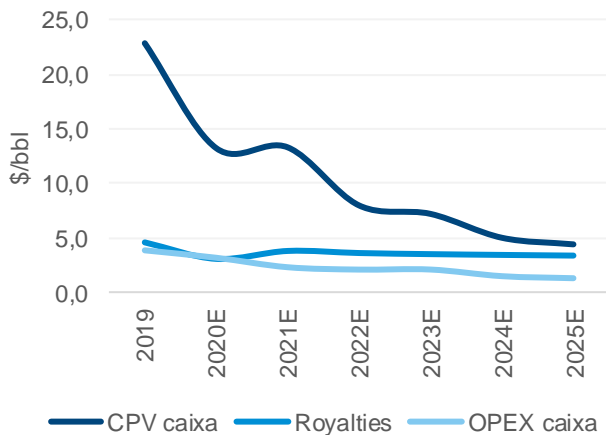
Ativo	Dalmatian South	Gunflint	Big Bend
Distância	55km	37km	29km
Profundidade	1,950m	1,250m - 1,859m	2,195m
Região	Golfo do México	Golfo do México	Golfo do México
Operador	Murphy Oil	Noble	Noble

Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Projetamos uma boa alavancagem operacional da "formação de cluster" da PRIO. A maior parte dos custos unitários + redução de OPEX não vai começar este ano, já que a maior parte do crescimento da produção da nova campanha de perfuração da TBMT, bem como o redesenvolvimento do Frade e o desenvolvimento do Wahoo, começarão a mostrar resultados mais expressivos de 2023 em diante.

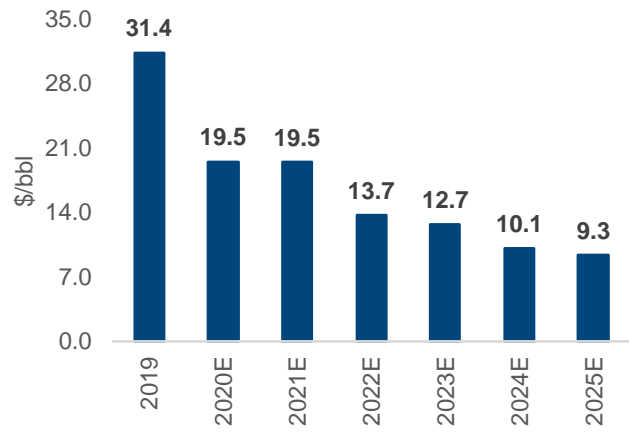
Estamos modelando os custos de levantamento para 2021 em \$ 13/bbl (incluindo alguns dos custos de arrendamento relacionados ao FPSO do campo de Polvo - desativado pós-tieback), garantindo uma rentabilidade operacional sólida. Assim que todas as campanhas de tieback forem concluídas, vemos a PRIO entregando um OPEX total na faixa de US\$ 140 a US\$ 150 milhões. À medida que a produção de petróleo bruto cresce, acreditamos que os custos de caixa totais da empresa (CPV + royalties + despesas operacionais) serão em média \$ 13/bbl até 2025.

Gráfico 27: Esperamos que os custos caiam significativamente nos próximos anos à medida que a produção aumenta...



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 28: ... o que levará os custos totais* a uma média de US\$ 13/bbl entre 2021-2025



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual * CPV + royalties + despesas operacionais

RRR + histórico + baixo risco exploratório

Apoiando os principais pilares do nosso caso de investimento (M&A, revitalização dos campos e controle de custos), destacamos três outros aspectos que devem reduzir a percepção de risco para investidores ainda céticos quanto à exposição a esta indústria e a uma empresa "esquecida".

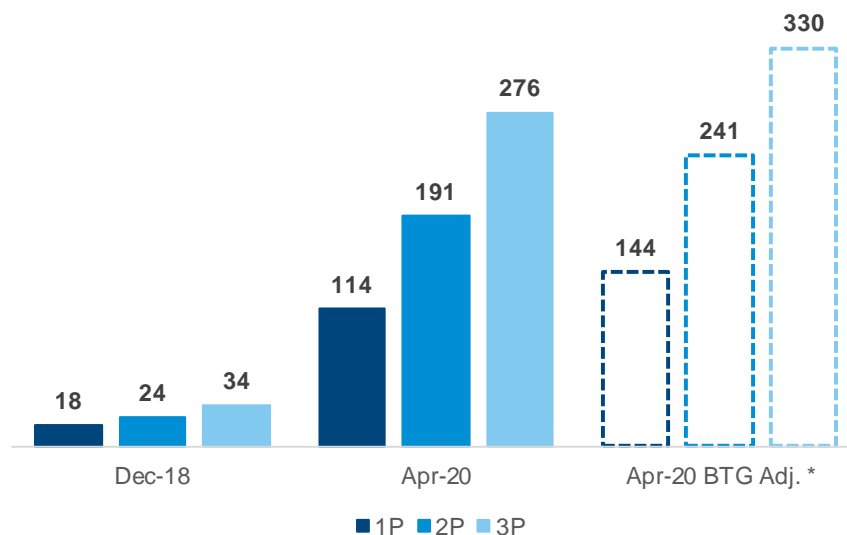
Reservas - Esqueça os preços por um minuto, primeiro você precisa do petróleo!

Além de entregar um crescimento consistente dos lucros, uma questão igualmente importante para avaliar a sustentabilidade de longo prazo de uma operadora de Exploração & Produção é sua capacidade de reabastecer os reservatórios de petróleo e gás, a fim de fornecer maior clareza sobre os fluxos de caixa futuros. Este processo costuma ser um bom indicador de seu know-how industrial e da qualidade de sua equipe geológica.

Existem três maneiras de fazer isso: (i) campanhas exploratórias bem-sucedidas, resultando na viabilidade econômica de novas descobertas, (ii) programas de revitalização de um campo de hidrocarbonetos na tentativa de aumentar os fatores de recuperação do ativo, e (iii) M&A. Após renunciar à maioria de suas atividades exploratórias, a PRIO registrou forte crescimento em suas reservas de petróleo e gás ao escolher as duas últimas opções.

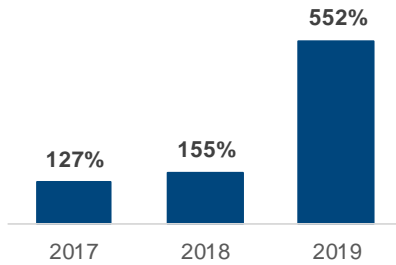
Notamos a qualidade do crescimento das reservas. De 2018 até hoje, as reservas prováveis (2P) da PRIO aumentaram 7,8x, enquanto as reservas provadas aumentaram 6,4x no mesmo período.

Gráfico 29: O crescimento das reservas da PRIO deve contribuir para diminuir a percepção de risco no caso

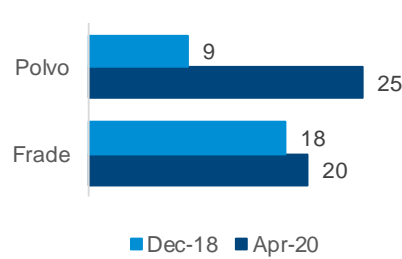


Fonte: Dados da empresa, cenário BTGP * assumindo a perspectiva Wahoo | Adj., = ajustado

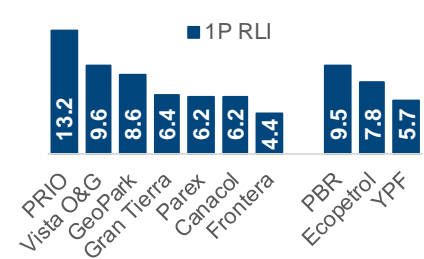
O IRR (Índice de reposição de reserva) da PRIO, calculado dividindo o acréscimo de reservas anuais pela respectiva produção anual, é mais uma prova disso. Desde 2017, este IRR tem estado regularmente acima de 100%, mostrando a capacidade da PRIO de sustentar os níveis de produção atuais. O 1P RLI (índice de vida da reserva) da empresa de 13 anos também mostra que a PRIO está em uma situação muito mais confortável do que seus pares latino-americanos.

Gráfico 30: IRR da PRIO (2P) permaneceu consistentemente acima de 100%...


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 31: ...contribuindo para um aumento no RLI (2P)...


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 32: ... que está acima dos pares latino-americanos


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Histórico - Não é fácil encontrar na pequena lista de operadoras de Exploração & Produção do Brasil

Existem poucos veículos de investimento em petróleo e gás no Brasil. Além da PRIO, PETR e 3R Petroleum (que recentemente fez seu IPO e está focada em campos terrestres e em águas rasas), o único outro player listado como uma opção nos últimos 5 anos foi a Enauta (sem rating), que é mais dependente da exploração potencial. Com a gigante do petróleo brasileira focada exclusivamente no desenvolvimento de seus ativos em águas ultraprofundas no pré-sal, a PRIO é a única empresa listada que oferece uma combinação de (i) uma equipe de gestão com um histórico comprovado na revitalização de campos de produção maduros no Brasil e (ii) ativos já conhecidos pelo mercado, oferecendo uma alternativa para aqueles que desejam explorar o momentum atraente do setor.

Tabela 12: Principais executivos da PRIO e Conselho de Administração

Principais Diretores Executivos	Cargo	Currículo
Roberto Bernardes Monteiro	CEO & CFO	O Sr. Monteiro está no PRIO desde 2014, tendo exercido os cargos de COO, CFO, Diretor de RI e Diretor de Novos Negócios, atualmente acumulou com o de CEO. Anteriormente, foi CFO e RI da OGX Petróleo e Gás e CFO e RI da OSX, na área de navegação e offshore. Ele também ocupou vários cargos anteriores na ALL, incluindo Diretor de Operações e Diretor Executivo da Argentina. O Sr. Monteiro é formado em Engenharia Civil pela Universidade de São Paulo e possui MBA pela Carnegie Mellon University.
Francisco Francilmar Fernandes	COO	O Sr. Fernandes ocupou vários cargos desde que ingressou na PRIO, como Engenheiro de Poços, Gerente de Perfuração e Gerente de Operações. Ele tem mais de 16 anos de experiência na indústria de P&G e participou ativamente da recuperação da PRIO. Ele foi responsável pelo workover de 2016 e pelo sucesso da campanha de perfuração de 2018 no Campo de Polvo. Francilmar é formado em Engenharia Mecânica pela UFPB onde também cursou Administração de Empresas. Ele também tem especialização em Engenharia de Petróleo pela UNP e MBA em Gerenciamento de Projetos pela FGV.
Conselho Administrativo	Cargo	Currículo
Nelson Queiroz Tanure (prazo até 2022)	Presidente do Conselho	Participa ativamente da gestão da PetroRio desde o relançamento da Companhia em 2014, após a bem-sucedida reestruturação que resultou em uma das maiores Companhias independentes de óleo e gás do país. Possui vasta experiência em diversos casos de recuperação de empresas em setores como óleo e gás e infraestrutura. Nelson Tanure cursou Economia no IBMEC, com especialização na Boston College. E é filho do Sr. Nelson Tanure
Emiliano Fernandes Lourenço Gomes (prazo até 2022)	Vice-presidente do Conselho	Emiliano Gomes é Diretor Jurídico, Regulatório e de Gestão na PetroRio O&G, tendo ingressado na Companhia em 2015 e participado ativamente do processo de turnaround da Companhia. Advogado formado pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio, é pós-graduado em Direito Empresarial pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais – IBMEC e em Direito Societário e Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas – FGV. Emiliano possui vasta experiência em Direito Corporativo e Regulatório, tendo trabalhado em empresas como Vesper, Docas Investimentos S.A., Globo.com, e Intelig Telecomunicações, onde foi Diretor Jurídico e Regulatório.
Felipe Bueno Da Silva (prazo até 2022)	Membro Independente	Economista formado pela PUC-Rio, foi associado do Banco Votorantim, onde trabalhou durante 11 anos no large corporate em operações estruturadas de crédito, equity, mercado de capitais e derivativos. Nos últimos 5 anos, atuou como principal sócio e executivo da BX Capital, tendo trabalhado em diversas operações de M&A, reestruturação de dívidas, compra de créditos estressados, honorários advocatícios e precatórios, podendo citar a Oi Telefonias, ZPMC Holdings e BTG Pactual. É investidor ativo nos mercados locais e internacionais.
Felipe Villela Dias (prazo até 2022)	Membro Independente	Felipe Villela Dias é sócio da Visagio onde atua como especialista em finanças e investimento. Foi conselheiro de administração da Smiles Fidelidade S.A. Foi sócio da Squadra Investimentos por dez anos, especializando-se nos setores de construção civil, logística, aviação e de programas de fidelidade. Como sócio da Squadra, atuou por um ano como Diretor Financeiro e de Relações com Investidores da Brasil Brokers Participações S.A. É formado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, com especialização em logística pela Coppead. É membro independente do Conselho de Administração do Grupo Technos S.A., da Santos Brasil Participações S.A., e da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – ELETROBRAS.
Gustavo Rocha Gattass (prazo até 2022)	Membro Independente	Economista formado pela PUC-RIO, foi sócio responsável pela equipe de análise de empresas do banco BTG Pactual, banco de investimento e também analista responsável pela cobertura do setor de óleo e gás na América Latina do BTG Pactual. É membro do Conselho de Administração da Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa-MG) e Omega Geração S.A.. Gustavo Gattass foi reconhecido como um dos três maiores analistas nos setores cobertos tanto na América Latina quanto no Brasil em diversas oportunidades durante os últimos 10 anos pela revista Institutional Investor e, com o time de análise de empresas, também reconhecido entre os três melhores ao longo dos últimos anos.
Marcia Raquel Cordeiro De Azevedo (prazo até 2022)	Membro Independente	Márcia Raquel Cordeiro de Azevedo é sócia da Falconi Consultores de Resultado, onde atua há mais de 20 anos como consultora de gestão em projetos nos segmentos de óleo e gás, químico e petroquímico, construção civil, educação, entretenimento, transporte, terceiro setor, hospitalar, telecomunicações, laticínios e governos estaduais e municipais. É instrutora de cursos de Gerenciamento de Processos, Gerenciamento da Rotina e Gestão para Resultados. Marcia Raquel Azevedo é formada em administração pela Universidade Federal de Minas Gerais, com especialização em gestão de organizações e recursos humanos, e possui MBA em finanças pela UFRJ.
Roberto Bernardes Monteiro (prazo até 2022)	Membro do Conselho e CEO	Ver acima

Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Risco exploratório?

A PRIO possui quatro ativos exploratórios, incluindo Itaipu (parte do negócio Wahoo) localizados nas bacias de Foz do Amazonas, Ceará e Campos. Não esperamos utilização de capex nessas áreas em um futuro previsível. Na verdade, todos os potenciais de valorização incorporados em nossas estimativas são totalmente derivados dos campos de produção atuais com reservas auditadas, e não assumimos qualquer criação de valor dependente da atividade exploratória.

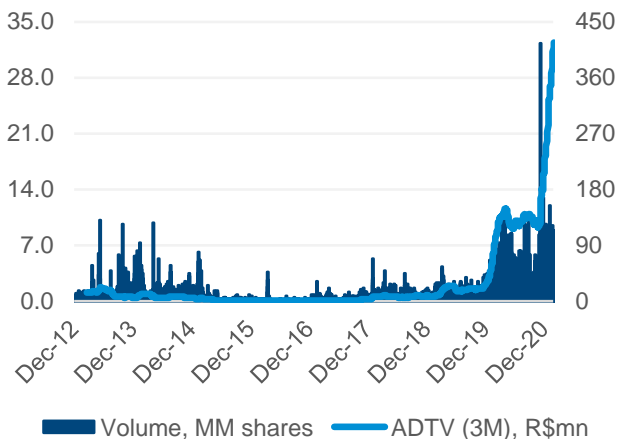
Com base em comentários recentes da administração, o desenvolvimento de Itaipu não deve ser descartado, pois um processo de unitização é possível. Mas olhando individualmente individualizada, o projeto é economicamente inviável, apoiando nossa decisão de deixá-lo como uma potencial opcionalidade.

Projeções e valuation

Nos primeiros anos após seu IPO, as ações da PRIO (HRT naquela época) tiveram um bom desempenho devido ao entusiasmo sobre as perspectivas da região do pré-sal para a indústria de petróleo do Brasil. Mas a falta de descobertas concretas de hidrocarbonetos e a ausência de fluxo de petróleo que poderiam garantir a geração de caixa em meio a intensa atividade exploratória reduziram o apetite dos investidores.

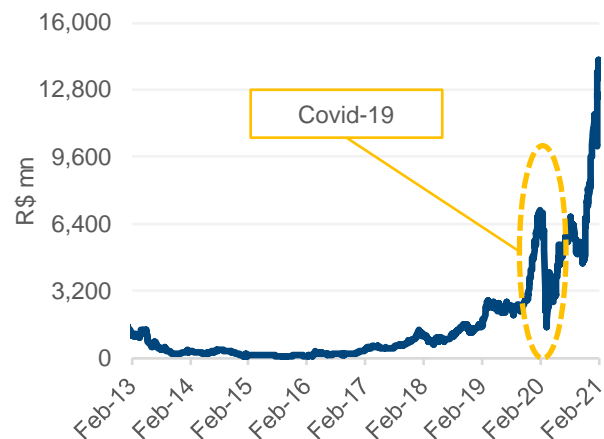
A reviravolta começou há +5 anos, mas foi apenas em 2019 que os investidores se sentiram mais confortáveis com a execução e o potencial de crescimento. O ADTV (3M) passou de R\$ 33 milhões no final de 2019 para ~ R\$ 400 milhões, e o estoque subiu 106% nos últimos 12 meses, apesar dos desafios impostos pelo covid-19 aos produtores de petróleo.

Gráfico 33: A liquidez da PRIO aumentou significativamente desde 2019



Fonte: Bloomberg, BTGP | Shares = ações

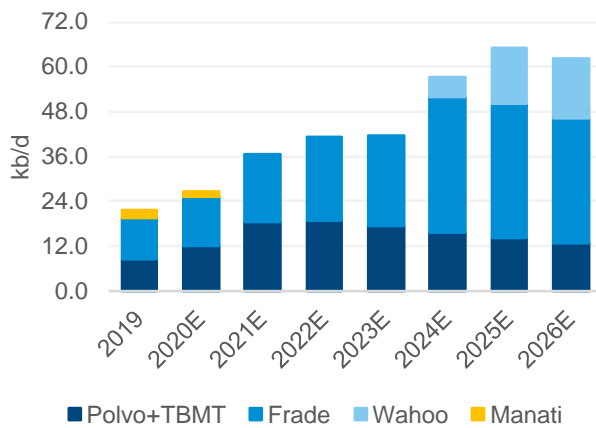
Gráfico 34: O market cap da PRIO3 subiu 106% nos últimos doze meses; nós vemos espaço para mais



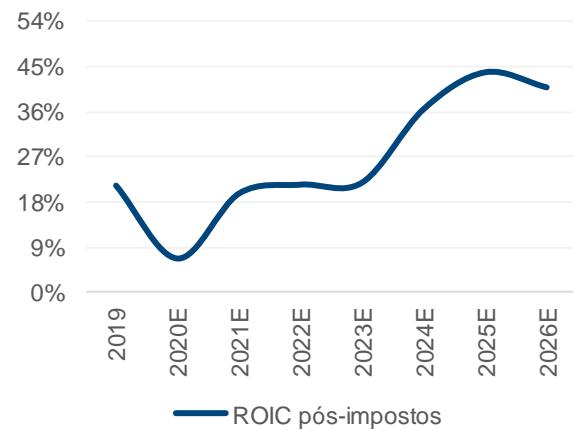
Fonte: Bloomberg, BTGP

Mas pode existir mais valor a ser capturado pelos acionistas, e o recente aumento nos preços das ações não reflete totalmente a capacidade da empresa de se tornar um produtor de custo ainda mais baixo nem de continuar a aumentar a produção usando os ativos de seu portfólio.

Em linha com nossas premissas de capex, nosso preço-alvo implica que a PRIO entregará maior crescimento de produção no campo TBMT após a adição de um poço de produção extra, crescimento de produção em Frade após concluir todas as suas campanhas de perfuração e o desenvolvimento de Wahoo, com primeiro petróleo esperado apenas para 2024. Não incorporamos mais nenhum valor de Manati. Nossa curva de produção indica que a produção total da PRIO atingirá 65kb/d em 2025, ou um CAGR de 20% de 2020-25.

Gráfico 35: O crescimento da produção da PRIO será impulsionado principalmente por Frade e Wahoo ...


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Gráfico 36: ...também levando a altos ROICs conforme as campanhas de revitalização / desenvolvimento são concluídas e os lucros aumentam


Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

É importante destacar que a PRIO tem grandes perdas acumuladas em seu balanço patrimonial, devido às operações altamente não lucrativas da HRT em seus primeiros dias de atividade exploratória. Com base em nossos cálculos e assumindo uma compensação máxima de 30% ao ano fiscal, o VPL total dos prejuízos fiscais da PRIO é de R\$ 554 milhões, ou R\$ 3,3/ação.

Além disso, embora parte da receita deva ser usada para apoiar o crescimento orgânico da empresa por meio da revitalização de seus ativos maduros e do desenvolvimento do Wahoo, lembramos que a PRIO não exigiu nenhum tipo de capital adicional para apoiar esse plano e manter a alavancagem abaixo de 2x EBITDA. Portanto, com mais de R\$ 2 bilhões em caixa excedente após precificar com sucesso o follow-on há menos de 3 semanas, consideramos justo supor que a PRIO usará tecnicamente esses recursos para aumentar seu poder de criação de valor por meio de novas oportunidades inorgânicas.

O market cap. da PRIO disparou +100% desde o acordo com a Wahoo e reconhecemos que a maioria dos potenciais do portfólio da empresa "como está" já está precificada, mas acreditamos que as ações têm refletido a disposição dos investidores de pagar adiantado por algum movimento adicional, sustentado pela execução comprovada da administração.

Assumindo que a empresa usará esse caixa excedente para adquirir novas reservas em uma média de \$ 5/ bl e atribuindo um valuation de \$ 11 por barril às reservas da PRIO (veja mais nas tabelas 13 e 15), projetamos uma criação de valor potencial total de mais de R\$ 2,5 bilhões, ou R\$ 15/ação. No caso de parte desse montante ser usado para adquirir o restante da participação na Wahoo nos mesmos múltiplos implícitos do negócio de novembro (~ \$ 2, 1/2P), os potenciais de valorização seriam ainda maiores.

Tabela 13: Acreditamos que os recursos do follow-on poderiam criar R\$ 15/ação de valor se usados para M&A

M&As potenciais		Valor	Unidade	Comentários
Caixa do Follow-on		2.049,3	R\$ milhões	
Uso para M&A	a	2.049,3	R\$ milhões	Assumindo caixa
	b = a / FX	394,1	US\$ milhões	para M&A
Custo de aquisição por barril	c	5,0	\$/bbl	Aquisição da wahoo
Reservas adquiridas	d = b / c	78,8	Mmboe	foi de ~ \$ 2,1/bbl
Valor das reservas da PRIO3	e	11,1	\$/bbl	assumindo que 1P é
Valor das reservas adquiridas	f = e * d	877,5	US\$ milhões	50%
	g = f - b	483,4	US\$ milhões	
NAV reservas adquiridas	h = g * FX	2.513,8	R\$ milhões	
		15,0	R\$/ação	

Fonte: BTGP

Em resumo, avaliamos as ações PRIO3 com base em um valuation combinado, que combina uma análise DCF, EV para reservas e a criação de valor potencial acima mencionado de futuras fusões e aquisições. Usamos um WACC denominado em BRL de 9% e uma taxa de esgotamento (*depletion*) média de 9% após o pico. Assumimos também que será concedido prazo de prorrogação pela ANP no compromisso de continuar desenvolvendo seus ativos. Nosso preço-alvo de R\$ 100/PRIO3 incorpora um Brent de longo prazo de \$ 52/bbl, preços realizados com um desconto de \$ 4/bbl em relação ao benchmark e um VPL de prejuízos fiscais de R\$ 3,3/ação. Tudo considerado, projetamos 12% de potencial de valorização para os preços atuais das ações. Para além disso, precisaríamos ver um preço do petróleo muito mais favorável para encontrar mais valor.

Tabela 14: Avaliamos a PRIO3 com base em um valuation combinado usando um WACC nominal Reais de 9% e Brent de longo prazo de \$ 52/bbl

PRIO DCF, R\$ milhões		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT			1.540	1.855	1.928	3.384	4.278	4.479	4.471	4.435	3.329	1.452
(-) Impostos	34%		(524)	(631)	(655)	(1.150)	(1.455)	(1.523)	(1.520)	(1.508)	(1.132)	(494)
NOPLAT			1.016	1.224	1.272	2.233	2.824	2.956	2.951	2.927	2.197	958
(+) Depreciação			1.090	1.121	1.103	1.145	1.078	868	704	575	474	394
(-) Capex			(1.530)	(1.238)	(1.036)	(1.301)	(827)	(92)	(94)	(96)	(97)	(99)
(-) Capital de Giro líquido			(543)	(78)	4	(485)	(258)	19	65	64	398	653
Fluxo de Caixa Livre			33	1.030	1.344	1.592	2.816	3.752	3.626	3.470	2.971	1.905
Fluxo de caixa descontado, R\$m				966	1.156	1.257	2.041	2.495	2.213	1.943	1.527	899

VP para 2035, R\$m **15.654**

R\$ milhões	
Valor da Firma	15.654
(-) Dívida líquida/caixa 2021	32
(-) VPL de custos de abandono	(2.158)
(+) VPL de perdas fiscais	554
(+) Reservas (2P) em 2035	236
(+) M&As potenciais	2.514
Equity value, R\$ milhões	16.833
# ações, milhões	168
Equity value, R\$/ação	100,0
Preço da ação, R\$/ação	77,3
Potencial de valorização	29%

Fonte: BTGP

A fim de fornecer uma verificação sobre ao nosso modelo DCF, também estimamos o que seria o NAV da PRIO a partir de uma perspectiva baseada em reserva, atribuindo diferentes múltiplos para seus recursos comprovados e desenvolvidos, provados e não desenvolvidos e prováveis (2P). Também decidimos não atribuir valor às reservas 3P e estamos incorporando parte dos recursos potenciais do bloco Wahoo para fins de comparabilidade com nosso DCF.

No total, chegamos a R\$ 101/ação com as reservas 1P representando a maior parte do valor da empresa. Com base nesta abordagem, também podemos inferir que os preços atuais das ações incorporam praticamente nenhum valor às reservas 2P da PRIO, o que consideramos exagerado, dada a capacidade comprovada da empresa de aumentar os fatores de recuperação de seus campos.

Tabela 15: Como alternativa ao nosso modelo, nosso único exercício baseado em múltiplos estima um preço-alvo de R\$ 101/ação

Valuation baseado em múltiplos	reservas	unidade	múltiplo, \$/boe	\$ milhões	R\$ milhões	R\$/ação	% of NAV
PDP	65,1	MMboe	20,5	1.338	6.956	41,4	41%
PUD	78,9	MMboe	12,4	978	5.084	30,3	30%
1P	144,0	MMboe	16,1	2.315	12.040	71,7	71%
2P	127,1	MMboe	6,2	787	4.092	24,4	24%
Valor das Reservas, \$ milhões							
Valor das reservas, R\$ milhões					16.133	96,1	95%
(-) Dívida líquida/caixa 2021					32	0,2	0%
(-) VPL de custos de abandono					(2.158)	-12,9	-13%
(+) VPL de perdas fiscais					554	3,3	3%
(+) M&As potenciais					2.514	15,0	15%
(-) Despesas corporativas					(165)	-1,0	-1%
NAV, R\$ milhões					16.910	101,0	100%
NAV, R\$/ação						101,0	

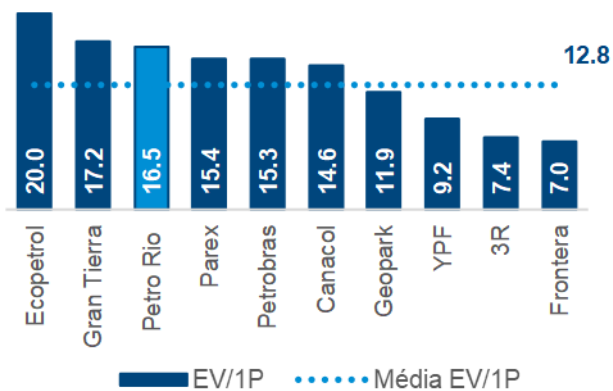
Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Vis-à-vis seus pares...

Reconhecemos que o múltiplo atual de \$ 16,5/boe EV/1P e \$ 9,9/boe EV/2P não é barato e indica um prêmio para seus principais pares na América Latina. No entanto, observamos mais uma vez que assumindo que a PRIO entregará alguma aquisição em um futuro projetável, o que consideramos justo dado o perfil de negociador da empresa, os múltiplos da PRIO estão em linha com outras operadoras na região.

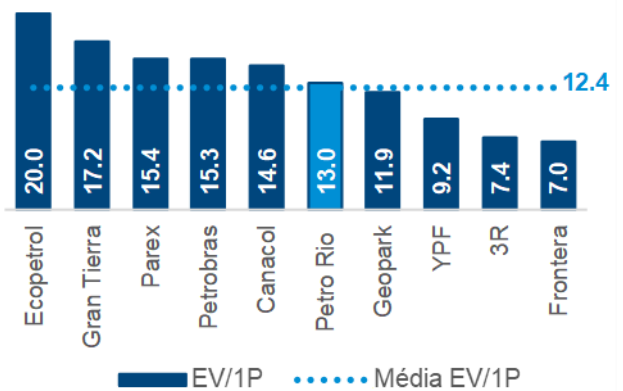
Considerando as reservas adicionais decorrentes dos recursos do follow-on em novos M&As, que totalizariam ~79MMboe de reservas 2P (como na tabela 13) e assumindo que 1P representa 50% do total, os múltiplos da PRIO seriam de \$ 13,0/1P e \$ 7,5/2P.

Gráfico 37: A PRIO negocia com prêmio para seus pares com base no EV/1P, mas...



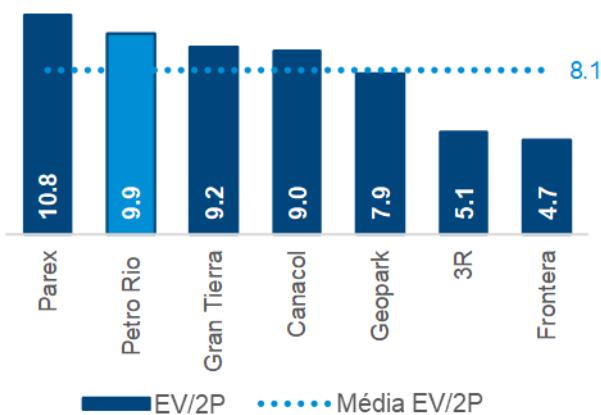
Fonte: Dados da empresa, Bloomberg, BTGP

Gráfico 38: ...considerando novos M&As com recursos do follow-on, os múltiplos estão realmente em linha



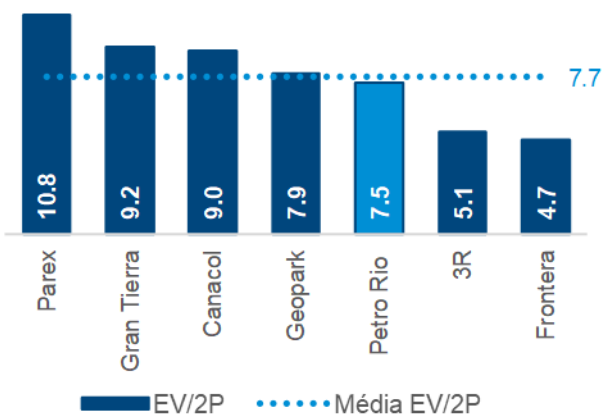
Fonte: Dados da empresa, Bloomberg, BTGP

Gráfico 39: O mesmo acontece para múltiplos EV/2P...



Fonte: Dados da empresa, Bloomberg, BTGP

Gráfico 40: ...apesar da performance superior da PRIO3, os múltiplos não parecem esticados



Fonte: Dados da empresa, Bloomberg, BTGP

Além disso, junto com a 3R Petroleum, a PRIO é uma das poucas histórias de crescimento do setor e a maior parte do crescimento de sua produção é esperada apenas a partir de 2022, o que significa que os múltiplos baseados em reservas não capturam totalmente o aumento esperado na produção e nos resultados financeiros da PRIO. De uma perspectiva de EV/EBITDA, os múltiplos da PRIO em 2022, 2023 e 2024 oferecem um desconto de 15%, 23% e 56% para seus pares, o que parece não ser merecido dado o histórico de execução da empresa, reduzindo custos e capacidade de continuar entregando M&As a preços mais baratos.

Tabela 16: A PRIO negocia com desconto para os pares com base em EV/EBITDA

Empresa	Market Cap (US\$mm)	EV / EBITDA			
		2021E	2022E	2023E	2024E
Petrobras	68.027	3,7x	3,6x	3,5x	3,2x
3R Petroleum	690	9,6x	5,8x	3,9x	2,6x
PetroRio	2.419	4,7x	3,8x	3,2x	1,7x
Brazil Petróleo & Gás		6,0x	4,4x	3,5x	2,5x
Geopark	918	5,9x	4,4x	4,2x	4,0x
Canacol	647	4,2x	3,2x	3,2x	2,8x
Ecopetrol	25.328	5,7x	5,0x	4,9x	5,0x
YPF	1.778	5,2x	4,7x	5,1x	5,4x
LatAm Petróleo & Gás ex-Brasil		5,2x	4,3x	4,4x	4,3x
LatAm Petróleo & Gás		5,6x	4,4x	4,1x	3,8x

Fonte: BTGP

Riscos e análises de sensibilidade

Desnecessário dizer que os preços do petróleo estão além do controle da PRIO e representam a principal variável exógena em seu caso de investimento. Dado o perfil inorgânico de seu crescimento nos últimos anos, as ações da PRIO3 se desvincularam dos preços do petróleo. Mas não temos motivos para acreditar que o desempenho das ações não estará altamente sujeito à volatilidade e às tendências dos preços da commodity.

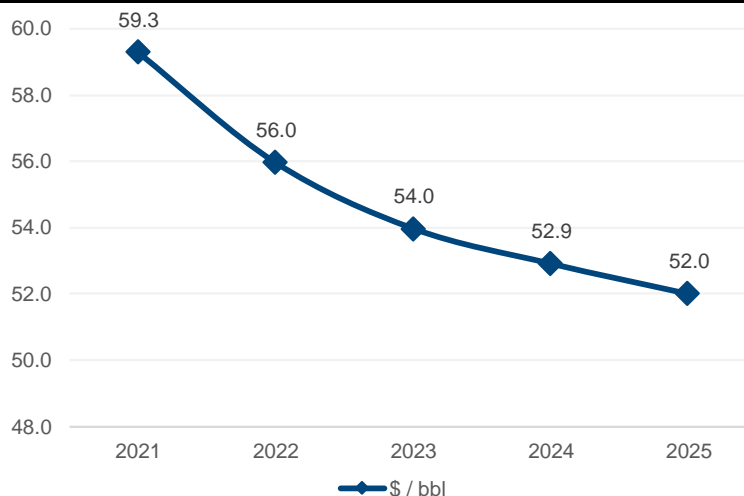
A projeção dos preços do petróleo está longe de ser um exercício trivial, e a política global frequentemente interfere na oferta e na demanda. De forma conservadora, usamos as curvas de futuros atuais para as projeções de nossos modelos. Com base em nossas análises de oferta-demanda, o risco-retorno para os preços do petróleo de curto prazo é assimétrico para o lado positivo.

Na verdade, o aumento recente de 18% nos preços do petróleo no acumulado do ano é uma prova disso, em nossa opinião, refletindo uma vacinação mais rápida do que o esperado em 2021 e um aumento esperado na demanda de petróleo bruto próximo aos níveis pré-pandêmicos de ~100 mb/d a ser alcançado no 2S21, suportando a pressão de alta nos preços, uma vez que a oferta global atual (~96 mb/d) não atende ao consumo geral.

Tabela 17: Oferta e demanda mundial de petróleo: no curto prazo, acreditamos que a assimetria dos preços do petróleo é inclinada para o lado positivo

Países/Grupos, mb/d	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Produção											
Arábia Saudita	9,1	9,5	9,4	9,5	10,1	10,4	10,0	10,3	9,8	9,2	9,6
Irã	3,6	3,0	2,7	2,8	2,9	3,6	3,8	3,6	2,4	2,0	2,0
Iraque	2,7	3,0	3,1	3,3	4,0	4,4	4,5	4,6	4,7	4,1	4,1
UAE	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9	3,1	2,9	3,0	3,2	2,9	2,8
Kuwait	2,2	2,5	2,6	2,6	2,8	2,9	2,7	2,8	2,7	2,4	2,5
Outros	8,8	9,7	9,0	8,2	7,8	7,3	7,6	7,1	6,8	5,3	5,9
Total NGLs	5,9	6,3	6,3	6,5	6,5	6,8	5,5	5,5	5,4	5,2	5,4
Total Membros Opec *	34,8	36,6	35,7	35,7	36,9	38,4	37,0	36,9	34,9	31,0	32,2
Azerbaijão	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8	0,8	0,7	0,7
Cazaquistão	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,9	1,9	1,8	1,8
México	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,5	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9
Omã	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Rússia	10,6	10,7	10,8	10,9	11,1	11,3	11,3	11,5	11,6	10,6	10,7
Outros **	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0
Total Membros Opec+	49,3	51,2	50,4	50,4	51,6	54,5	52,7	55,3	53,3	48,2	49,3
Estados Unidos	8,1	9,2	10,2	12,0	13,0	12,5	13,3	15,5	17,2	16,6	16,6
Canadá	3,5	3,8	4,0	4,3	4,4	4,5	4,8	5,4	5,5	5,3	5,7
Noruega	2,0	1,9	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,7	2,0	2,1
Outros membros OECD	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,1	2,0	2,0
Total Membros OECD ***	16,0	16,9	18,1	20,1	21,3	20,9	22,0	24,8	26,6	25,9	26,4
China	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,0	3,9	3,8	3,9	4,0	3,9
Brasil	2,2	2,2	2,1	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,9	3,1	3,2
Outros	17,1	16,5	16,7	16,6	16,8	14,9	16,1	13,6	13,8	12,8	13,0
Oferta Global	88,6	91,0	91,4	93,7	96,6	97,0	97,4	100,3	100,5	94,0	95,9
Demanda											
EUA	19,0	18,5	19,0	19,1	19,5	19,7	20,0	20,5	20,5	18,0	19,4
China	9,3	9,8	10,4	10,8	11,6	12,0	12,5	13,0	13,7	13,9	14,6
Europa OECD	14,3	13,8	13,6	13,5	13,8	14,0	14,4	14,3	14,3	12,4	13,4
Oriente Médio	7,5	7,8	7,9	8,4	8,4	8,5	8,4	8,3	8,3	7,6	8,0
Brasil	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,0	3,1	2,9	3,0
Outros	36,2	37,7	38,0	38,0	38,6	39,3	39,8	40,2	39,8	36,1	38,1
Demanda mundial	89,1	90,6	91,9	93,0	95,0	96,5	98,1	99,3	99,7	91,0	96,4
Superávit / (déficit) mundial	-0,45	0,34	-0,56	0,75	1,58	0,50	-0,66	1,00	0,78	3,06	-0,50

Fonte: IEA, OPEC, EIA, BTGP * Com base na base de membros de hoje ao longo da série temporal | ** Ex-México

Gráfico 41: Nossas projeções do Brent são conservadoras e assumem a atual curva futura


Fonte: Bloomberg, BTGP

Gráfico 42: Sensibilidade do EBITDA de 2021 aos preços do petróleo e câmbio

PRIO3 2021	Preços médios de Brent 2021, \$ / bbl					
	EBITDA, R\$m	49,3	54,3	59,3	64,3	69,3
FX, BRL / USD	4,2	1.484	1.746	2.007	2.269	2.530
	4,7	1.733	2.026	2.319	2.611	2.904
	5,2	1.982	2.306	2.630	2.954	3.278
	5,7	2.231	2.586	2.941	3.296	3.651
	6,2	2.480	2.866	3.253	3.639	4.025

Fonte: BTGP | FX = Câmbio

Gráfico 43: Sensibilidade do preço-alvo da PRIO3 aos preços do Brent de longo prazo e custo de capital

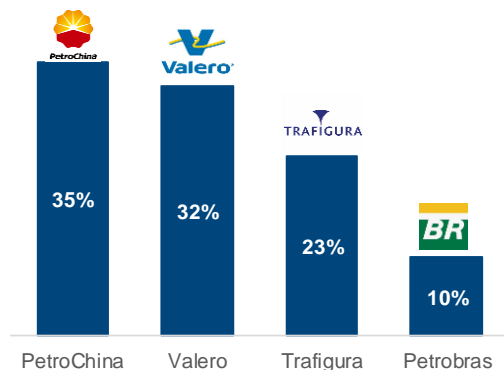
PRIO3 Preço-alvo, R\$/ação	Preços do Brent de longo prazo, \$ / bbl					
	42,0	47,0	52,0	57,0	62,0	
WACC Nominal BRL	7%	95	105	115	125	134
	8%	89	98	107	116	125
	9%	83	92	100	109	117
	10%	78	86	94	102	110
	11%	73	80	88	95	103

Fonte: BTGP

Devido à produção relativamente pequena da empresa em relação aos principais concorrentes no Brasil, ela está exposta a um número menor de compradores. As vendas de petróleo da PRIO em um determinado período costumam ser menores que a respectiva produção, pois tende a concentrar a produção e a vender cargas de maior volume, com o objetivo de reduzir custos de frete e descontos em relação ao Brent.

Para compensar parcialmente os riscos de preço mais altos envolvidos no menor número de compras durante o ano, a PRIO usa mecanismos de hedge. Este ano, essa estratégia contribuiu muito para os sólidos preços realizados da empresa em meio ao colapso da demanda, mas também aumenta a complexidade de sua estratégia de preços.

Tabela 18: A fim de reduzir os custos de logística, as compras da PRIO são geralmente concentradas em poucos players: em 2019, a lista totalizava 4 players



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Tabela 19: O uso de instrumentos de hedge provou ser uma decisão lucrativa em 2020; mas sem dúvida aumenta a complexidade das operações

Tipo	Vencimento	Exercido?	Strike \$/bbl	Quantidade	Posição \$ '000
Put	Jan-20	Sim	65,0	(451)	630
Put	Mar-20	Sim	65,0	(500)	15.554
Put	Mar-20	Sim	65,0	(975)	30.329
Put	Apr-20	Sim	65,0	(250)	1.359
Put	May-20	Sim	65,0	(341)	11.072
Put	Jun-20	Sim	65,0	(250)	6.056
Put	Jul-20	Sim	40,0	(2.400)	(5.736)
Put	Oct-20	-	44,0	(975)	(154)
Put	Nov-20	-	43,0	(1.000)	(306)
Put	Dec-20	-	44,0	(2.000)	(771)
Total				(9.142)	58.033

Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Campos maduros no Brasil - Uma agenda regulatória favorável

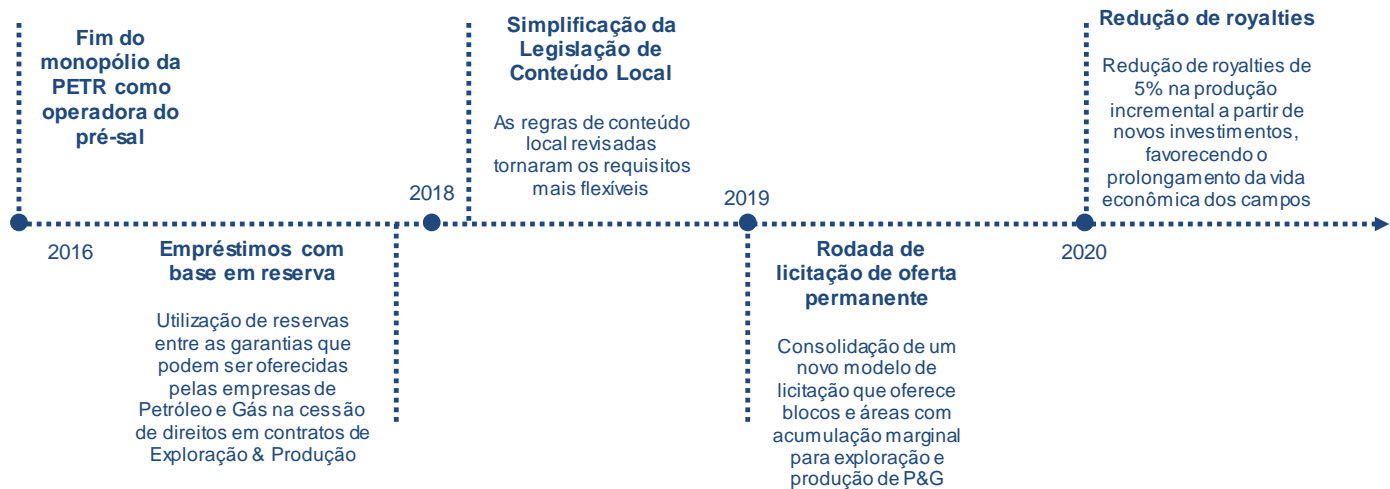
Diversos motivos justificam o baixo número de reformas de campos no Brasil. O fato de players privados terem conseguido ingressar no setor apenas na década de 1990 e a PETR ainda desempenhar um papel importante na agenda exploratória do Brasil definitivamente dificultou as coisas.

Combinado com um sistema regulatório complexo e leis federais imprevisíveis, havia poucos incentivos para as PMEs e os recém-chegados explorarem os recursos das formações de hidrocarbonetos que não eram mais do interesse da PETR e de outras grandes empresas.

Tão importante quanto na lista de vendas de ativos da PETR (conforme discutido acima), elogiamos a agenda favorável da ANP e do Ministério da Energia (MME) para (finalmente) fomentar o que tem sido uma indústria dormente. Esse processo, iniciado em 2016, criou marcos importantes para um quadro de negócios mais favorável às empresas de Exploração & Produção.

Até o momento, vimos a aprovação de um (i) modelo de empréstimo baseado em reservas, permitindo que os produtores de petróleo e gás usem as reservas como garantia ao acessar o mercado de crédito, (ii) um modelo de licitação de oferta permanente que permite aos players avaliar os blocos em quaisquer bacias onshore ou offshore (a única exceção é o polígono do pré-sal), e (iii) taxas de royalties mais baixas (de 10% a 5%) mediante o compromisso de programas adicionais de revitalização (no caso de campos onshore, a ANP provavelmente estenderá a redução de royalties a todos os operadores PMEs e respectivas produções).

Em fevereiro de 2020, a PRIO foi a primeira empresa a receber a redução da taxa de royalties do campo de Polvo juntamente com a aprovação da revisão do seu plano de desenvolvimento. A produção incremental dos poços POL-L e POL-N está, portanto, sujeita a uma taxa de royalties de 5%. Qualquer extensão da vida econômica de Polvo para além de 2030 terá sua taxa de royalties reduzida na mesma proporção, uma vez que ultrapassaria o corte do plano de desenvolvimento atual.

Figura 6: MME e ANP implementaram mudanças regulatórias importantes no setor de Petróleo & Gás do Brasil


Fonte: Dados da empresa, ANP, BTG Pactual

Esperamos que a ANP e o MME continuem discutindo mudanças futuras que podem fornecer incentivos adicionais para o redesenvolvimento de campos. Na semana passada, o CNPE (Conselho de Política Energética - órgão do MME responsável pela formulação de políticas energéticas) aprovou o PROMAR, programa de revitalização de campos de petróleo offshore, “proporcionando melhores condições de uso dos recursos nacionais”. As ações e políticas propostas serão apresentadas em 2021.

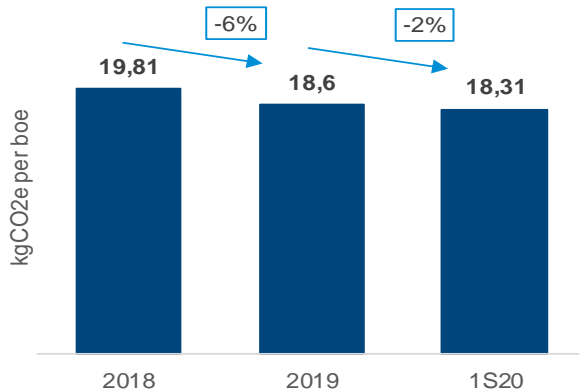
Como o país já está bem atrás nesta parte do segmento upstream, recebemos bem essas iniciativas. Mas as eleições presidenciais do Brasil a cada quatro anos (próximas em 2022) sempre apresentam riscos para uma mudança no cenário político.

ESG - Melhor, mas ainda há espaço para mais

Do ponto de vista ambiental, não há dúvidas de que a PRIO não é o veículo mais atraente para quem tem limitações em relação a investimentos com altas emissões de carbono. A principal atividade da PRIO é a produção de petróleo, um dos combustíveis fósseis mais poluentes do mundo. Até hoje, quase não tem investimentos em qualquer tipo de atividade renovável.

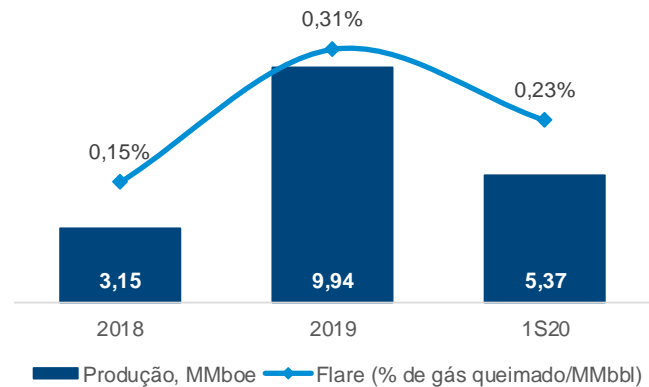
Olhando o que foi feito até agora, destacamos a redução da PRIO nas emissões totais por barril de petróleo produzido, apesar do recente crescimento da produção, com números agora mais próximos da Empresa nacional de petróleo do Brasil, a PETR, que é um dos produtores mais eficientes com base nesta métrica. Não houve derramamento de hidrocarbonetos nos últimos anos, mas mais ainda precisa ser feito.

Gráfico 44: A emissão de carbono da PRIO caiu e agora está 6% acima da impressão da PETR de 17,3 kgCO₂e/boe (uma das mais baixas do mundo)



Fonte: Dados da empresa, PETR, BTG Pactual | 1H20 = 1S20

Gráfico 45: Aumento em % de gás queimado em 2019 é resultado de um desligamento de emergência no FPSO de Frade. Acreditamos que há espaço para mais melhorias



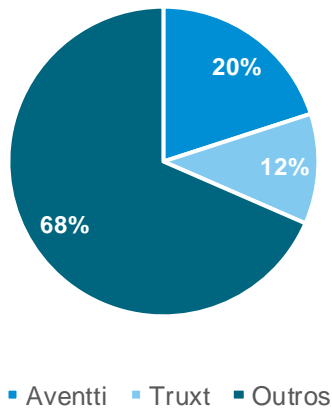
Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Dada a falta de ativos de produção e liquidez muito baixa, não deveria ser uma surpresa que as ações da PRIO estivessem subvalorizadas quando a empresa iniciou seu processo de turnaround (fácil dizer agora que vimos o quanto foi realizado). Mas nossa sensação é que uma mudança turbulenta na cadeia de comando da empresa naquela época também contribuiu para um maior grau de incerteza e menor visibilidade nos planos de longo prazo que estavam sendo desenhados para a PRIO.

Após a oferta secundária recentemente concluída, a estrutura acionária da PRIO consiste, principalmente, em acionistas minoritários (~68% ex-ações em tesouraria). A Aventti Strategic Partners (20% das ações ex-tesouraria) e a Truxt (12%) permanecem como acionistas importantes. Com base em nossa pesquisa, o Sr. Tanure tem uma participação na Aventti. Não temos certeza do tamanho de sua participação e da interferência no processo de tomada de decisão deste fundo, mas consideramos justo presumir que sua participação econômica é PRIO próximo a 20%.

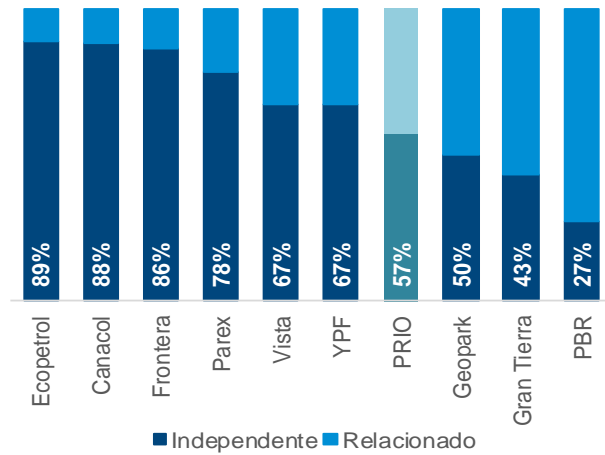
Dito isso, as principais melhorias na governança corporativa nos últimos anos devem contribuir para um alto grau de alinhamento com os acionistas minoritários. Em abril, o Nelson de Queiroz Tanure (filho de Nelson Tanure) deixou o cargo de CEO e agora se dedica exclusivamente à presidência do Conselho, que também se diversificou desde a última eleição deste ano. O número total de membros agora é de 7 (de 6 anteriormente) e inclui 4 membros independentes vs. 3 antes (consulte a tabela 12). Embora esteja melhorando, a porcentagem de membros independentes da PRIO está abaixo da média de seus pares latino-americanos.

Gráfico 46: Estrutura acionária da PRIO (ex- ações da tesouraria)



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

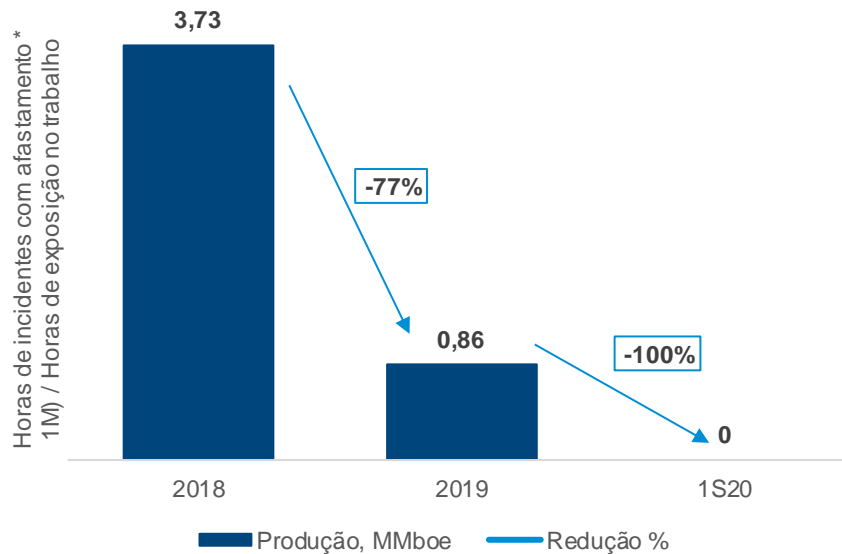
Gráfico 47: % de membros independentes no Conselho de Administração da PRIO é maior do que seus pares



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

A primeira e mais tangível iniciativa social que um produtor de petróleo deve garantir diz respeito à segurança dos seus colaboradores, dados os elevados riscos envolvidos nas operações offshore. Nesse sentido, a PRIO reduziu o LTIR (taxa de acidentes com afastamento) em 100% desde 2018, o que significa zero acidentes apesar do aumento no número de horas de trabalho, à medida que o número de funcionários cresceu junto com as aquisições da empresa nos últimos anos.

Gráfico 48: LTIR caiu para zero no 1S20



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 fatores sobre os quais o BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual 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 decisório 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual 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 BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual 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 BTG Pactual 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 BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual 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 BTG Pactual 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