

## Braskem (BRKM5): Os fundamentos vieram para ficar; Rating de Compra

### Os fundamentos vieram para ficar...

Quando iniciamos a cobertura em BRKM, a pandemia estava em seus estágios iniciais. Juntamente com "distrações" em Alagoas e no México, isso impedia uma visão mais positiva sobre o caso de investimento. Menos de um ano depois, esses aspectos melhoraram muito. Não apenas os spreads subiram mais rápido do que o esperado, mas as "soluções" em Alagoas e no México parecem mais próximas do que nunca, permitindo que os investidores se concentrem apenas nos fundamentos. Fornecemos alguns dados que mostram que o risco-retorno permanece atraente, apesar de uma valorização das ações de 106% no acumulado do ano.

### ...e eles não poderiam ser melhores

Vários fatores impulsionaram os spreads petroquímicos nos últimos 6 meses, mas é difícil apontar um único fator. Eles agora estão próximos de recordes históricos em todas as regiões onde a BRKM opera. Sim, alguma "normalização" deve ser esperada, já que as adições de capacidade de resina ainda são esperadas no curto prazo. Mas mesmo após traçar spreads menores no 2S21 e 2022, permanecemos acima do consenso e esperamos um processo de desalavancagem rápida.

### O momento da venda da participação da BRKM também não poderia ser melhor

Nas últimas semanas, as notícias reportaram sobre os planos da Novonor (ex-Odebrecht) de acelerar a venda de sua participação na BRKM. Não é uma grande novidade, pois a Novonor já informou o início deste processo no ano passado, mas o momento (apoiado pelos fundamentos acima) parece perfeito. Junto com uma alavancagem muito menor, isso deixa muito valor a ser capturado pelos acionistas em relação ao ano passado, quando a dívida líquida era de dois terços do EV.

### O re-rating da ação é totalmente merecido; Uma tese de valor

Sem grande expansão de capacidade a caminho e menos ruído político, o desconto de 43% da BRKM para pares globais não é merecido. Negociando a um valuation barato de 3,5x em 2021 e 4,5x EBITDA de 2022 (assumindo spreads 16% mais baixos, em média, em comparação com 2021E) e 18% abaixo da média histórica, vemos a BRKM5 como uma tese de valor. Depois de ajustar nossas estimativas, nosso novo preço-alvo de R\$ 63/ação oferece 30% de potencial de valorização.

#### 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](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Braskem (BRKM5)

Data	16/04/2021
Ticker	BRKM5
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	63,0
Preço (R\$)	48,5
Listagem	Nível 1

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	37.387,02
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	95,10

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	4,2x	8,8x
EV/EBITDA	3,5x	4,5x

#### Stock Performance:

Abril (%)	22,2%
LTM (%)	126,4%



Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	7,0	15,2	38,8	26,7	30,0
EV/EBITDA	6,1	4,2	3,5	4,5	4,3
P/L	-	-	4,2	8,8	7,8
Dividend Yield %	2,8	0,0	0,0	5,9	2,8

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	52.324	58.543	93.859	89.520	89.848
EBITDA	7.551	11.252	22.504	15.991	16.206
Lucro Líquido	-2.798	-6.692	9.187	4.374	4.967
LPA (R\$)	-3,51	-8,41	11,54	5,50	6,24
DPA Líquido (R\$)	0,84	0,00	0,00	2,89	1,37
Dívida Líquida/Caixa	-35.347	-41.786	-30.869	-27.975	-21.144

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\$ 48,52, em 15 de Abril de 2021.

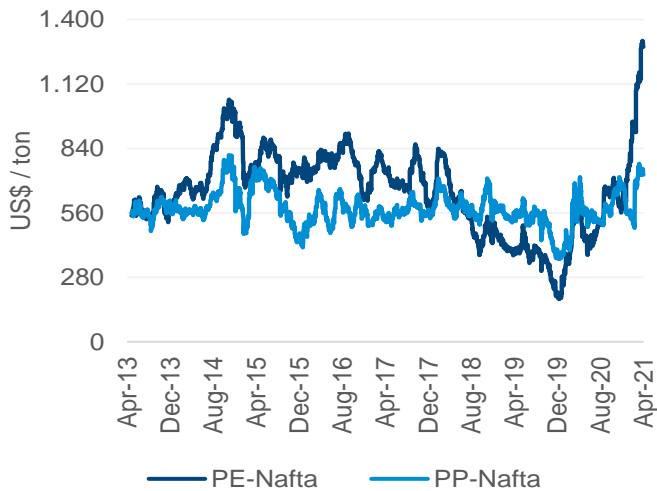
## Onde os spreads petroquímicos irão chegar?

Esperava-se uma recuperação nos spreads de resina e vinil após seu colapso no final do 1T20. Mas o ritmo de recuperação nos surpreendeu positivamente. Os spreads spot de PE-nafta no Brasil estão agora em \$ 1,3 mil/ton, 95% maior no acumulado do ano e o maior já registrado, enquanto a diferença de preço spot de PVC-nafta atingiu ~ \$ 950/ton este mês, também um recorde de alta e 81% acima da média de 2020.

Os negócios nos Estados Unidos também vão muito bem, com spreads de PP-propeno agora negociados a US\$ 630/t, e na Europa as coisas não são assim tão diferentes. No México, os spreads spot de PE-etano são os mais altos já registrados, a US\$ 1,7 mil/tonelada, compensando os custos mais altos para importar a matéria-prima necessária, causados pelo menor fornecimento da Pemex.

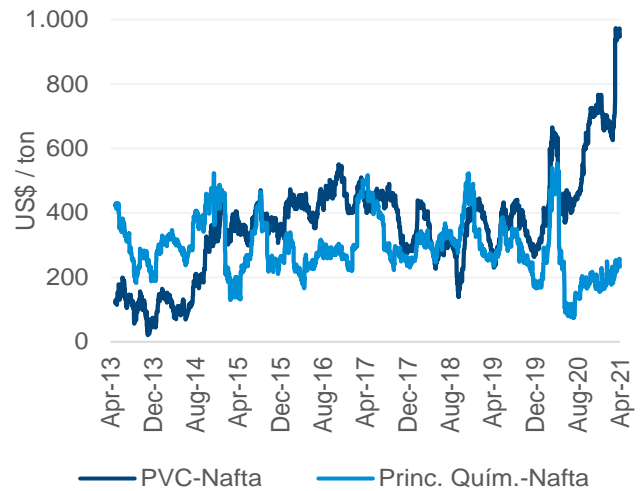
Vários fatores ajudam a compreender melhor esse ambiente favorável: (i) registrar baixos estoques de PE (polietileno) globalmente, (ii) consumo persistentemente forte de PE e PVC (policloreto de vinila) na China, (iii) atrasos na adição de capacidade de resina e (iv) clima gelado nos EUA em fevereiro, causando paralisações operacionais em várias fábricas de cracker, para citar alguns.

**Gráfico 1: Spreads de resina do Brasil atingiram níveis históricos, principalmente impulsionados pelo preço do polietileno**



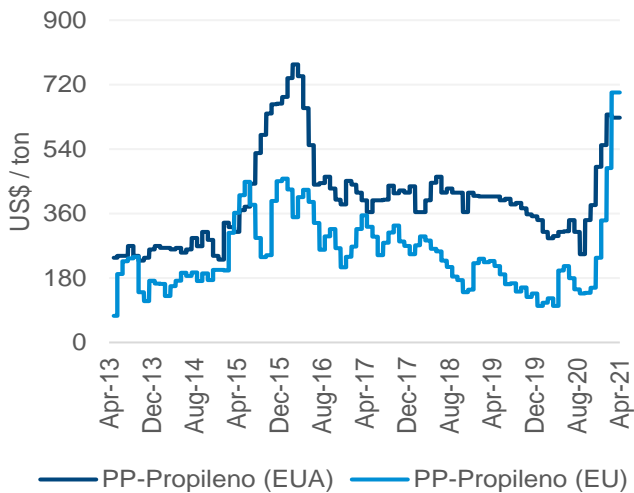
Fonte: Bloomberg, BTGP \*benchmarks de mercado, não necessariamente spreads realizados pela BRKM

**Gráfico 2: Os spreads de PVC também estão incrivelmente fortes; enquanto os spreads dos principais químicos estão abaixo**



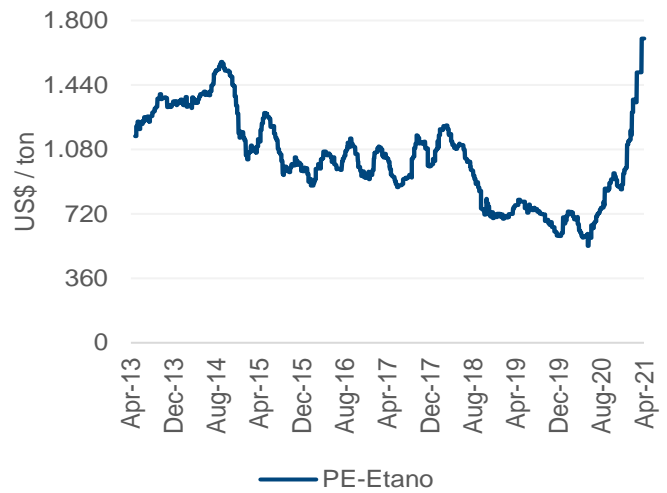
Fonte: Bloomberg, BTGP \*benchmarks de mercado, não necessariamente spreads realizados pela BRKM

**Gráfico 3: Paradas na produção de PP nos EUA contribuíram para uma melhora sólida do ambiente de spreads no país**



Fonte: Bloomberg, BTGP \*benchmarks de mercado, não necessariamente spreads realizados pela BRKM

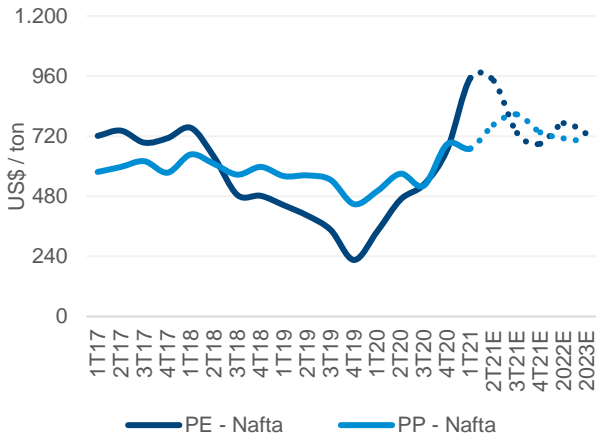
**Gráfico 4: No México, os spreads de PE-etano estão ajudando a compensar a menor oferta de matéria-prima**



Fonte: Bloomberg, BTGP \*benchmarks de mercado, não necessariamente spreads realizados pela BRKM

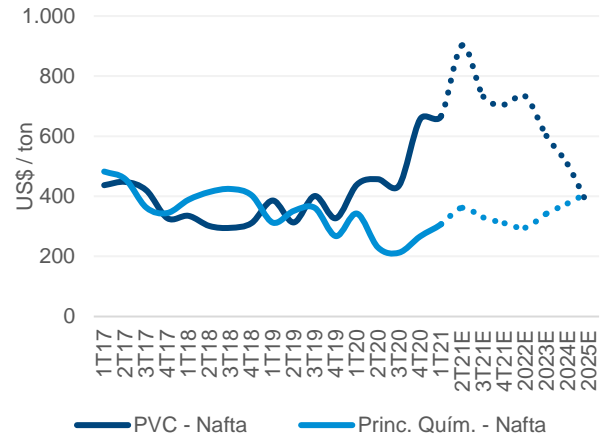
Esperamos que as margens permaneçam em níveis saudáveis em 2021, principalmente porque a demanda continua a se recuperar junto com a vacinação global. Mas alguma "normalização" é muito provável no 2S, conforme o fornecimento aumenta e a nova capacidade fica pronta, o que significa que, após o pico no 2T21, esperamos que as margens diminuam (veja os gráficos abaixo). De 2022 em diante, também estamos ajustando nossas estimativas para refletir as curvas futuras "retroativas" atuais.

**Gráfico 5: Nossas estimativas para a curva de spreads de resina da BRKM no Brasil...**



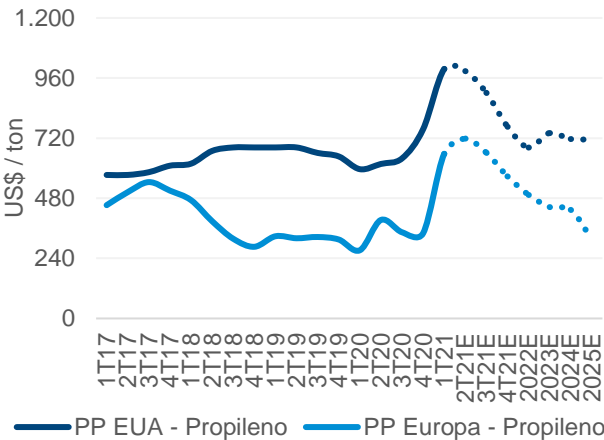
Fonte: Bloomberg, BTGP

**Gráfico 6: ...e para PVC e produtos químicos de 1ª geração**



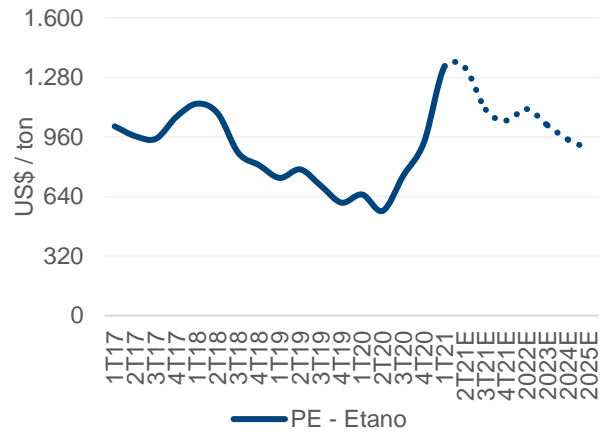
Fonte: Bloomberg, BTGP

**Gráfico 7: Nos EUA e na Europa, também estamos assumindo uma desaceleração**



Fonte: Bloomberg, BTGP

**Gráfico 8: Spreads do México também devem desacelerar à frente**



Fonte: Bloomberg, BTGP

**O valuation ainda está barato, mesmo após a alta**

Um dos aspectos mais atraentes do caso de investimento é o valuation. Em nosso caso base, que já assume alguma 'normalização' no curto/médio prazo, vemos a BRKM sendo negociada a 3,5x e 4,5x EBITDA em 2021 e 2022. E de acordo com nossas análises de sensibilidade abaixo, os múltiplos parecem bastante razoáveis mesmo em mais cenários estressados para spreads de resina no Brasil, Estados Unidos e México.

**Tabela 1: Sensibilidade do EV/EBITDA da BRKM de 2022 para spreads no Brasil e nos EUA**

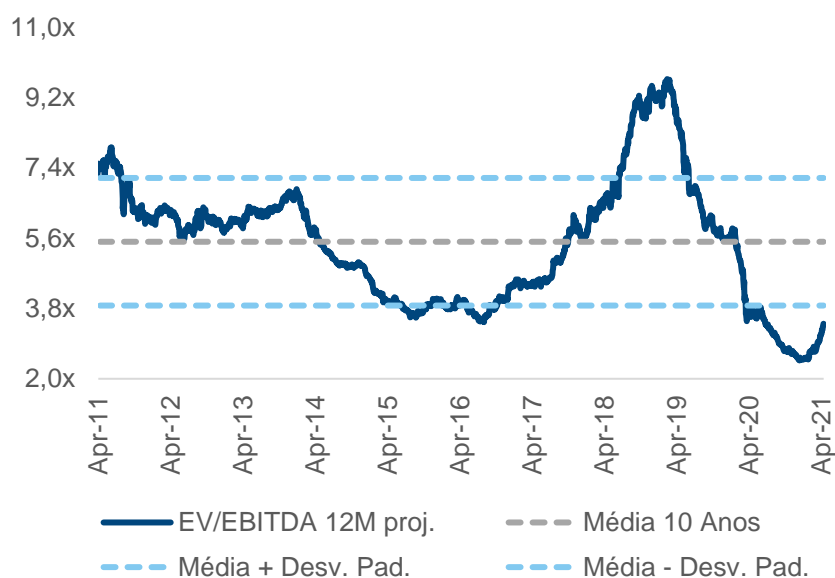
2022 EV/EBITDA	Spreads de poliolefinas-nafta do Brasil					
	425	567	708	850	992	
Spreads de PP- propileno dos EUA	410	12,9x	8,0x	5,7x	4,4x	3,5x
	546	10,2x	6,8x	5,0x	4,0x	3,2x
	683	8,5x	5,9x	<b>4,5x</b>	3,6x	3,0x
	819	7,2x	5,3x	4,1x	3,3x	2,8x
	956	6,2x	4,7x	3,7x	3,1x	2,6x

Fonte: BTGP

**Tabela 2: Sensibilidade do EV/EBITDA da BRKM de 2022 aos spreads do Brasil e do México**

2022 EV/EBITDA	Spreads de poliolefinas-nafta do Brasil					
	425	567	708	850	992	
Spreads de PE- etano no México	648	10,7x	7,0x	5,2x	4,0x	3,3x
	863	9,5x	6,5x	4,8x	3,8x	3,1x
	1.079	8,5x	5,9x	<b>4,5x</b>	3,6x	3,0x
	1.295	7,7x	5,5x	4,3x	3,4x	2,9x
	1.511	7,0x	5,1x	4,0x	3,3x	2,7x

Fonte: BTGP

**Gráfico 9: A BRKM está atualmente sendo negociada com um desconto de 18% em relação à média histórica, mesmo assumindo spreads 16% menores em 2022**


Fonte: Dados da empresa, Bloomberg, BTGP

A BRKM está bem posicionada para começar a reduzir a lacuna de valuation em relação aos pares globais. O desconto estava historicamente relacionado à sua matéria-prima menos diversificada (dependente excessivamente da nafta) e distribuição geográfica (operações principalmente no Brasil). Conforme discutido em nosso relatório inicial, sua expansão na última década permitiu que a BRKM acessasse mercados adicionais e aumentasse o uso de outras matérias-primas, como etano e propeno.

Seu envolvimento nas investigações e distrações da Lava Jato (incidente geológico em Alagoas + contrato de fornecimento de etano da Pemex) levou a múltiplos menores em comparação com players estrangeiros. Mas isso está quase acabando depois que a administração anunciou o fim das ações judiciais em Alagoas e um MoU (memorando de entendimento) com a Pemex para iniciar negociações sobre possíveis alterações ao contrato de fornecimento de etano e o desenvolvimento de um terminal de importação de etano.

**Tabela 3: Acreditamos que a histórica lacuna de valuation para pares globais finalmente diminuirá**

Empresa	País	Ticker	Market Cap (USD mi)	Preço (Câmbio)	EV/EBITDA		
					2021E	2022E	2023E
Braskem	BR	BRKM5	6.665	48,5	3,5x	4,5x	4,3x
Alpeka	MX	Alpeka MM	2.144	20,2	6,5x	5,6x	5,6x
Orbia	MX	Orbia* MM	5.470	51,9	8,2x	7,3x	7,1x
<b>LatAm</b>					<b>6,1x</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,7x</b>
Dow Chemical	EUA	DOW US	48.119	64,6	11,2x	7,0x	7,4x
LyondelBasell	EUA	LYB US	35.805	107,1	13,5x	7,2x	7,4x
Eastman	EUA	EMN US	15.653	114,7	11,9x	10,1x	9,7x
Westlake Chemical	EUA	WLK US	12.163	94,9	11,9x	7,2x	7,8x
Huntsman	EUA	HUN US	6.421	29,0	11,4x	7,1x	6,5x
Saudi Basic	AS	SABIC AB	93.268	116,6	19,9x	11,6x	10,4x
<b>Global ex-Latam</b>					<b>13,3x</b>	<b>8,4x</b>	<b>8,2x</b>
<b>Global</b>					<b>11,8x</b>	<b>7,9x</b>	<b>7,7x</b>

Fonte: Bloomberg, BTGP

### Processo de venda da Braskem: o momento poderia ser melhor?

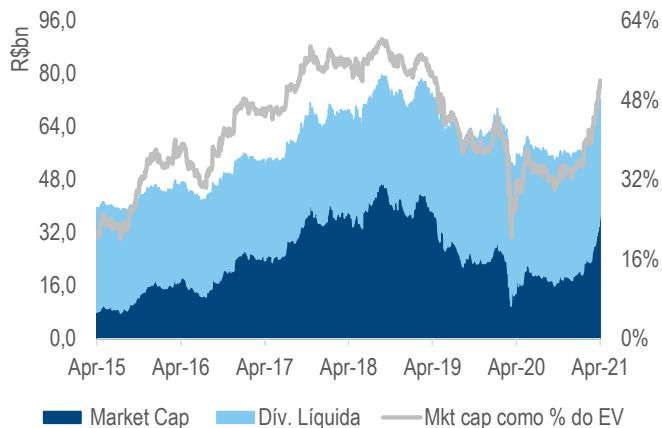
Em agosto passado, a Novonor (ex-Odebrecht e controladora da BRKM) informou que iniciou procedimentos para assegurar a venda de 38% de sua divisão petroquímica (50,1% do controle acionário) após a homologação judicial da recuperação judicial - Novonor deve concluir o desinvestimento dentro de 3 anos da decisão do tribunal.

Naquela época, não víamos motivos para a Novonor buscar um processo de venda rápido. Os fundamentos de spread careciam de visibilidade e a grande incerteza sobre os referidos eventos políticos exigia uma abordagem mais "paciente". Mais importante, a alavancagem líquida da BRKM de 7x no final do 2T20 significava que, no caso de uma venda, os acionistas não seriam capazes de capturar muito valor.

Com base em spreads excelentes e um real fraco, a BRKM reduziu a alavancagem líquida em 3,4x desde então para 3,7x (incluindo BRKM-Idesa), e vemos espaço para mais. Para o final do 1S21 e de 2021, projetamos Dívida Líquida/EBITDA em 1,8x e 1,4x, respectivamente.

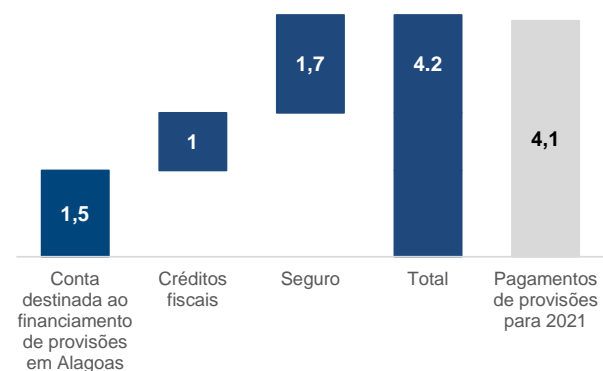
Embora o balanço da BRKM ainda contenha muitas provisões (principalmente relacionadas a rescisões de ações cíveis em Alagoas) a serem desembolsadas durante este ano, esperamos que pouca geração de fluxo de caixa operacional seja utilizada por esse motivo, uma vez que a empresa deve monetizar ganhos fiscais no valor de R\$ 1 bilhão e apólices de seguros no valor de R\$ 1,7 bilhão.

**Gráfico 10: O acionista deve continuar a capturar mais valor à medida que a BRKM se desalavanca. A dívida líquida agora representa 49% do EV da empresa**



Fonte: Dados da empresa, Bloomberg, BTGP

**Gráfico 11: A fim de honrar os desembolsos das provisões em 2021, não esperamos que a BRKM use muito de sua geração de fluxo de caixa operacional**



Fonte: Dados da empresa, BTGP

Nas últimas semanas, os jornais noticiaram sobre a possibilidade de a Novonor vender os ativos da BRKM separadamente para facilitar o processo de venda, reduzindo o valor em dinheiro necessário para comprar a empresa. Ainda não podemos avaliar se essas são as reais intenções da Novonor. Nosso valuation atualizado é baseado em uma abordagem de Soma das Partes, ajudando os investidores a avaliar melhor quanto valem as principais divisões da BRKM. Do ponto de vista jurídico, questionamos também quais são os procedimentos necessários para a concessão do direito de tag along aos demais acionistas, conforme estipulado no estatuto.

## Atualizando estimativas

Agora estamos executando um valuation de Soma das Partes para as ações da BRKM, onde aplicamos um DCF para cada divisão antes de usar múltiplos como uma forma verificação. Usamos um WACC de 7,6% (denominado em dólares americanos) e uma perpetuidade real de 2%.

**Tabela 4: Avaliamos a BRKM5 com base em Soma das Partes**

Soma das Partes	DCF, US\$ mi	crescimento	Perpetuidade, US\$ mi	EV justo, US\$ mi
Brasil	6.392	2,0%	8.156	14.548
EUA & Europa	1.563	2,0%	1.796	3.359
México	837	2,0%	844	1.681
Outros/Corporate	(1.294)	0,0%	(1.593)	(2.887)
<b>BRASKEM</b>	<b>7.499</b>		<b>9.202</b>	<b>16.701</b>

US\$ mi	
<b>EV</b>	<b>16.701</b>
(-) Dívida Líquida (caixa) 2021E	5.716
(-) Provisões	1.699
<b>NAV</b>	<b>9.285</b>
<b>NAV por ação (R\$)</b>	<b>63,0</b>
Preço BRKM5 atual	48,5
<b>Pot. Valorização / Desvalorização</b>	<b>29,8%</b>

Fonte: BTGP

Tabela 5: Esperamos mais revisões positivas de resultados pelo consenso

BRKM5 R\$ milhões	2021E			2022E		
	BTGe	Cons.	Difer.	BTGe	Cons.	Difer.
<b>Receita</b>	<b>93.859</b>	<b>82.821</b>	<b>13,3%</b>	<b>89.520</b>	<b>79.019</b>	<b>13,3%</b>
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>22.504</b>	<b>17.815</b>	<b>26,3%</b>	<b>15.991</b>	<b>12.644</b>	<b>26,5%</b>
Margem EBITDA	24,0%	21,5%	2,5p.p	17,9%	16,0%	1,9p.p
<b>Lucro Líquido</b>	<b>9.187</b>	<b>5.844</b>	<b>57,2%</b>	<b>4.374</b>	<b>3.067</b>	<b>42,6%</b>
Margem Líquida	9,8%	7,1%	2,7p.p	4,9%	3,9%	1,0p.p

Fonte: Reuters, BTGP



## 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 e 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)