

3R Petroleum (RRRP3): Uma combinação atraente de crescimento

Uma combinação atraente de crescimento orgânico e inorgânico

Estamos reiterando nossa visão positiva sobre 3R após a recente oferta de ações (follow-on), o que lhe permitiu levantar R\$ 0,8 bilhão e trazer poder de fogo adicional para financiar seu crescimento inorgânico sem sacrificar o aumento da produção orgânica. Depois de comprar três ativos adicionais desde o IPO, a produção pro-forma da 3R está em ~ 16kboed, e acreditamos que há mais por vir. Embora seu plano de crescimento seja agressivo, consideramos necessário aproveitar as vantagens do programa de desinvestimento em andamento da Petrobrás, que traz uma oportunidade única para empresas menores e bem capitalizadas como a 3R. As reservas auditadas recentemente suportam nossa visão da capacidade da equipe de buscar oportunidades com preços atrativos (múltiplos de entrada baratos).

Uma história relativamente nova; nossa análise de sensibilidade sinaliza avaliação atrativa

Um dos empecilhos mais comuns desde seu IPO foi que, apesar da grande quantidade de reservas e baixos riscos exploratórios da 3R, a falta de histórico de execução reduz a disposição dos investidores de pagar antecipadamente pelo crescimento esperado da produção. No entanto, como mostramos nas análises de sensibilidade neste relatório, o preço atual das ações nem mesmo incorpora a revitalização das reservas de PUD, o que parece muito conservador, em nossa opinião.

Offshore agora também é uma oportunidade

Com a recuperação dos preços do petróleo, a competição pelos ativos onshore do Brasil se intensificou. Como resultado, a 3R voltou suas atenções para as oportunidades offshore. A Peroá, adquirida em janeiro, é um exemplo, mas a Papa-Terra pode ser a próxima. Embora concordemos que isso adiciona complexidade ao caso, a chegada de membros com expertise offshore à sua equipe de gestão, bem como a parceria com a DBO, devem facilitar consideravelmente o processo. Além disso, com poucas empresas juniores de Exploração & Produção autorizadas a licitar ativos offshore, vemos a 3R em uma boa posição.

Os gatilhos de curto prazo à frente oferecem um bom ponto de entrada. Compra!

Estamos elevando nossas estimativas e preço-alvo para R\$ 80/ação, agora refletindo as aquisições da Peroá e Duna. E com três clusters adicionais a serem operados em breve pela 3R, também vemos gatilhos à frente, que combinados com um valuation de \$ 5,6/2P, a possibilidade de novas fusões e aquisições e

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

BTG Pactual Digital – Equity Research:

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

3r Petroleum (RRRP3)

Data	05/07/2021
Ticker	RRRP3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	80,0
Preço (R\$)	46,2
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	6.115,02
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	73,71

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	33,6x	6,1x
EV/EBITDA	13,9x	5,0x

Stock Performance:



bons fundamentos do petróleo, oferecem um ponto de entrada muito atraente. Portanto, reiteramos a Compra.

Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	-	-12,8	26,2	43,5	49,1
EV/EBITDA	-	-46,1	13,9	5,0	3,5
P/L	-	-24,9	33,6	6,1	4,0
Dividend Yield %	-	0,0	1,5	8,2	12,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	-	167	703	1.710	2.375
EBITDA	-	-107	500	1.418	2.033
Lucro Líquido	-	-198	182	1.000	1.544
LPA (R\$)	-	-1,50	1,38	7,55	11,67
DPA líquido (R\$)	-	0,00	0,69	3,78	5,83
Dívida Líquida/Caixa	-	4	-840	-962	-917

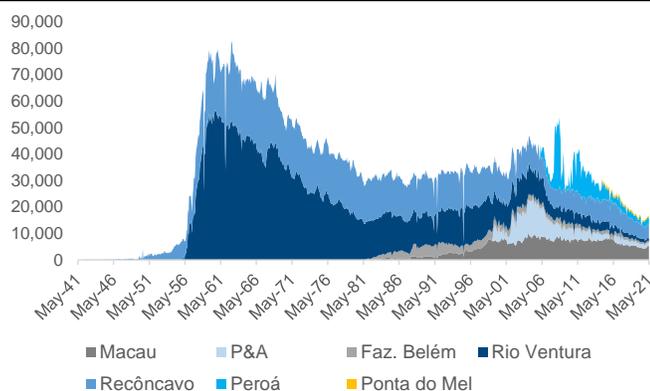
Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 46,20, em 02 de Julho de 2021.

"Sete" ativos da 3R

Quando iniciamos a cobertura da 3R, defendíamos a estratégia de rápido crescimento da empresa, que na época era evidenciada pelos 5 ativos que já haviam adquirido. Desde então, a empresa adquiriu dois ativos adicionais, o complexo de Peroá (incluindo os campos Peroá, Congoá e Malombe) e Duna Energia, reforçando nossa visão de que a tese de investimento da 3R não é apenas uma aposta no crescimento orgânico através da revitalização de campos maduros de Petróleo & Gás em Brasil, mas também uma aposta em fusões e aquisições.

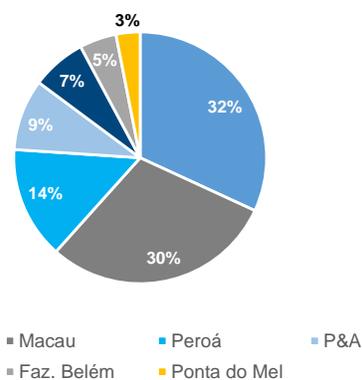
Dos sete ativos agora no seu portfólio, a 3R apenas opera o complexo de Macau até agora, o que significa que muito pouco do potencial total de criação de valor já foi desbloqueado. Olhando para a produção de Petróleo & Gás consolidada e pró-forma, a empresa já é uma das maiores produtoras do país. O maior ativo é o Recôncavo, representando 32% do total, seguido de Macau e Peroá, com as respectivas participações de 30% e 14%.

Gráfico 1: Produção histórica dos ativos da 3R (boe/d)



Fonte: ANP, BTGP

Gráfico 2: 77% da produção pró-forma da 3R é onshore



Fonte: ANP, BTGP

Custos baixos desde o início

Embora ainda estejamos nos estágios iniciais do caso de investimento da 3R, o fato da empresa não estar exposta a projetos exploratórios e ter procurado adquirir ativos de Petróleo & Gás produtivos de baixo custo e principalmente maduros, deixa a 3R em uma posição muito boa em termos de equilíbrio de caixa.

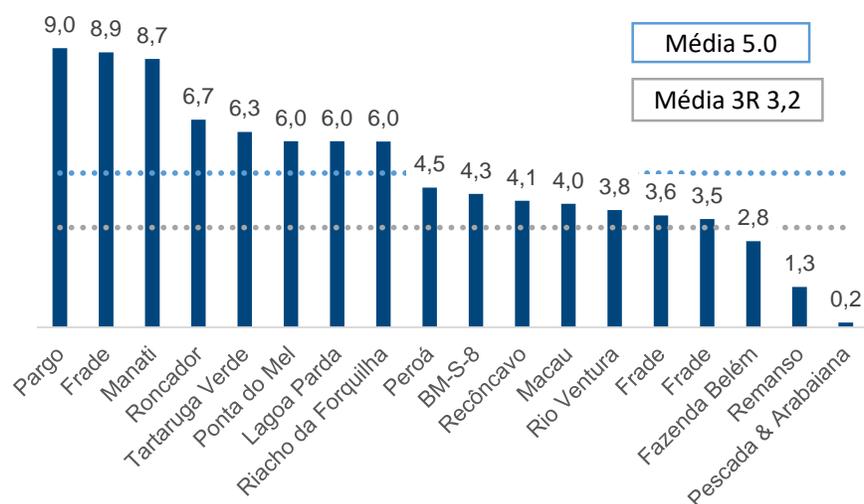
Com base em nossas estimativas pro-forma, considerando todas as fusões e aquisições recentemente anunciadas, precisaríamos ver um preço médio do Brent abaixo de US\$ 25/bbl nos próximos anos para ver a empresa começar a queimar algum caixa, o que está em linha com vários grandes empresas petrolíferas globais, e é sustentada por custos de extração abaixo de US\$ 10/bbl.

Como os fundamentos para os preços do petróleo mantêm viés positivo mediante uma retomada do forte crescimento econômico e crescimento ainda fraco da oferta, vemos espaço para os investidores capturarem taxas de retorno ainda maiores do que as estimadas durante o IPO da empresa e ofertas subsequentes, também potencial de revisões de lucro para cima ao longo do tempo.

Crescendo rápido e barato

O plano de crescimento da 3R tem sido agressivo e esperamos que continue assim. O programa de desinvestimento da Petrobrás já está atingindo seus estágios finais (pelo menos no segmento de E&P – exploração e produção), com menos ativos restantes para serem desinvestidos de acordo com o programa de desinvestimento da Petrobrás. Vemos isso como o principal motivo para justificar os movimentos inorgânicos supostamente agressivos e rápidos da 3R até agora (a "comida do ouro do petróleo", como a chamamos). É importante destacar, porém, que todas as sete fusões e aquisições ocorreram, em nossa opinião, a múltiplos de entrada baixos, com média de US\$ 3,2/2P, refletindo principalmente a decisão da equipe de gestão da 3R de continuar comprando ativos mesmo quando o interesse dos compradores diminuiu em 2020 (devido aos impactos de covid-19 na indústria), reduzindo parcialmente os riscos de execução de cada projeto.

Gráfico 3: 3R tem adquirido ativos em múltiplos de entrada muito baixos (\$/boe - 2P)



Fonte: ANP, Dados das empresas, BTGP

Reconhecemos que encontrar outras oportunidades baratas não será tão fácil. O interesse em poços "onshore" claramente aumentou assim como a concorrência, o que pode potencialmente levar a guerras de preço para algumas das áreas atualmente analisadas pela empresa. A 3R deve, portanto, também olhar para (i) oportunidades "offshore", onde os ativos são maiores e concorrência menor e (ii) oportunidades que oferecem vantagens que vão além do crescimento da produção,

como argumentado em nosso último relatório (“3R Petroleum: Capturar novas oportunidades”), abordando a aquisição da Duna Energia, que permitirá à 3R reduzir os custos de levantamento de Macau e melhorar a sua estrutura de capital ineficiente.

Oportunidades fáceis de serem capturadas

Antes do IPO da 3R, o mercado historicamente negligenciou os fundamentos do segmento “onshore” no Brasil. Não surpreendentemente, modelar e avaliar o crescimento potencial da produção de 3R tem sido um dos principais obstáculos para os investidores, que têm poucas empresas comparáveis como referência.

Com a Petrobras como a maior operadora de E&P - exploração e produção do país e exclusivamente focada no desenvolvimento de seus novos campos de produção “offshore” na última década, a verdade é que foi pouco alcançado em termos de revitalização dos ativos de petróleo e gás no maior país da América Latina. À medida que esses ativos maduros são passados para participantes privados mais focados, reforçamos nossa visão de que há muitas oportunidades fáceis de serem.

E a curta história da 3R é prova disso. Há pouco mais de um ano desde a entrada em operação de Macau, a produção de petróleo do pólo já aumentou 28%. Com a maioria dos investimentos relevantes para aumentar produtividade e campanhas de revitalização ainda por fazer, este crescimento da produção foi alcançado após a reativação de alguns poços hibernados e a troca de alguns equipamentos obsoletos.

Prevê-se que a 3R comece a operar em breve em 3 áreas adicionais: Rio Ventura, Fazenda Belém e Pescada & Arabaiana, oferecendo uma boa oportunidade não só para replicar, até certo ponto, o processo utilizado na aceleração da produção de Macau, mas também contribuindo para uma menor percepção de risco do investimento caso. Em nossa opinião, isso poderia funcionar como um bom catalisador de curto prazo para ação, além das novas aquisições potenciais mencionadas acima.

Tabela 1: Clusters da 3R - Esperado início de operações

Cluster/Campo	Início das operações
Fazenda Belém	2S21
Rio Ventura	2S21
Pescada & Arabaiana	2S21
Recôncavo	2022
Peroá	2022
Ponta do Mel e Redonda	2022

Fonte: BTGP

Desconto não merecido em relação às outras empresas do setor

Apesar de nossa visão otimista sobre o caso, reconhecemos que alguns investidores podem permanecer relutantes em pagar por toda a produção esperada derivada dos planos de redesenvolvimento da 3R. Portanto, fornecemos a seguir análises de sensibilidade para os múltiplos com base em reservas da empresa de acordo com diferentes níveis de reservas a serem produzidos pela empresa.

Nossa visão é que os preços atuais das ações de R\$ 46,2/RRRP3 parecem embutir baixa execução, sugerindo que a empresa não conseguirá nem atingir as reservas de PUD, que podem parecer excessivamente conservadoras considerando a maior simplicidade das operações “onshore” (“offshore” atualmente representa apenas 23% do total) e seus baixos custos de extração. Em comparação com as operadoras de petróleo e gás da América Latina, também vemos as ações da 3R sendo negociadas com um elevado desconto de 26%.

Tabela 2: Sensibilidade do preço alvo do 3R ao Brent e recuperação de reservas

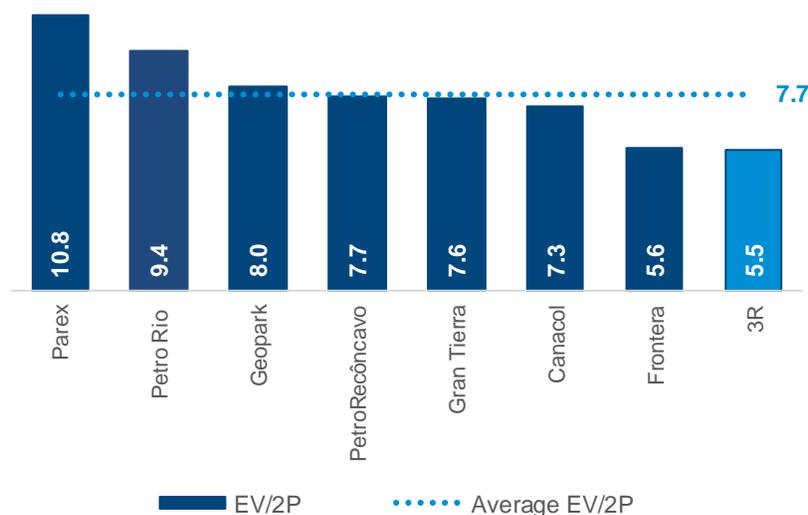
	Preço-alvo BTG R\$/RRRP3	Nível de revitalização			
		PDP	PDNP	PUD	2P
Brent longo prazo \$/bbl	40,6	80,0	19,0	37,0	58,0
	49,3	80,0	24,0	45,0	69,0
	58,0	80,0	30,0	53,0	80,0
	66,7	3,0	35,0	60,0	92,0
	75,4	6,0	40,0	68,0	103,0

Fonte: BTGP

Tabela 3: Sensibilidade do EV/2P da 3R ao Brent e recuperação de reservas

	EV/BOE (2P), 2021	Nível de revitalização			
		PDP	PDNP	PUD	2P
Brent longo prazo \$/bbl	40,6	5,6x	7,2x	6,6x	6,1x
	49,3	5,6x	7,1x	6,5x	5,8x
	58,0	5,6x	7,0x	6,3x	5,6x
	66,7	7,9x	6,9x	6,1x	5,3x
	75,4	7,8x	6,8x	5,9x	5,0x

Fonte: BTGP

Gráfico 4: 3R negocia com quase 30% de desconto para seus pares com base no EV/2P


Fonte: Bloomberg, Dados das empresas, BTGP | Average = Média

Aumentando estimativas; Novo preço-alvo de R\$ 80/ação

Estamos revisando nossas projeções para a empresa à medida que incorporamos uma nova curva de preço do Brent, a aquisição da área de Peroá e Duna Energia e reduzindo as despesas financeiras, uma vez que a compra da Duna Energia permitirá que a 3R refinance sua dívida atual em melhores condições em breve. Nosso novo preço alvo de R\$ 80/ação reflete um preço de longo prazo do petróleo de US\$ 58/bbl e EBITDA de R\$ 500 milhões e R\$ 1,5 bilhão para 2021 e 2022, respectivamente. Também consideramos importante observar que nosso modelo não leva em consideração novas fusões e aquisições nem seu potencial de criação de valor para os acionistas.

Tabela 4: Estimativas novas vs. antigas

RRRP3 R\$ milhões	2021E			2022E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita	703	564	24,7%	1.710	859	98,9%
EBITDA ajustado	500	402	24,4%	1.418	657	116,0%
Margem EBITDA ajust.	71,1%	71,3%	-0,2p.p	82,9%	76,4%	6,5p.p
Lucro Líquido	182	187	-2,7%	1.000	467	114,1%
Margem Líquida	25,9%	33,2%	-7,3p.p	58,5%	54,3%	4,1p.p

Fonte: BTGP

Tabela 1: BTGe vs consenso

RRRP3 R\$ milhões	2021E			2022E		
	BTGe	Cons.	Dif.	BTGe	Cons.	Dif.
Receita	703	752	-6,4%	1.710	1.515	12,9%
EBITDA ajustado	500	526	-5,0%	1.418	1.101	28,8%
Margem EBITDA ajust.	71,1%	70,0%	1,1p.p	82,9%	72,7%	10,3p.p
Lucro Líquido	182	283	-35,5%	1.000	737	35,6%
Margem Líquida	25,9%	37,6%	-11,7p.p	58,5%	48,7%	9,8p.p

Fonte: Bloomberg, BTGP

Tabela 6: Nossas estimativas assumem um preço de petróleo de longo prazo de US\$ 58/bbl

Curva de preço do petróleo BTG	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
US\$/bbl	69,6	70,0	65,0	62,0	60,0	58,0

Fonte: 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 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