

Petrobras (PETR4): 100 dias depois

“Você não pode mudar o plano de voo após a decolagem”

Após 100 dias como CEO da PETR, o Sr. Silva e Luna realizou ontem, juntamente com outros membros da equipe de gestão, sua primeira interação ao vivo com analistas sell-side. A mensagem teve um tom semelhante (e positivo) ao que foi veiculado durante a cerimônia de posse, quando ele reforçou o senso de continuidade e de que a disciplina de alocação de capital, a meritocracia e o foco no valor para o acionista permanecerão. Ao mesmo tempo, ele enfatizou que as principais mudanças em relação ao plano atual devem vir na frente ESG, com foco na transição energética, bem como nas preocupações sociais, e que um melhor diálogo com as partes interessadas é necessário para que a PETR melhore ainda mais a transparência de suas ações.

Alocação de capital, parte I: desinvestimentos

O tópico mais recorrente durante a reunião foi a alocação de capital da PETR. Ao discutir os ativos e o ritmo do anterior processo de desinvestimento se manteria, Silva e Luna disse que não foram feitas quaisquer alterações e que permanecem todos os ativos colocados à venda, incluindo as refinarias. Dito isso, o ritmo pode decepcionar, pois depende de outras partes, como os interesses dos compradores em potencial, bem como dos procedimentos legais/regulatórios. Enquanto mais uma vez elogiamos os esforços da administração para entregar o que percebemos como o principal pilar do processo de redução do risco da PETR, o tempo continua sendo uma preocupação. À medida que nos aproximamos do ano eleitoral, tememos que o processo possa enfrentar um crescente escrutínio político e público, caso não seja concluído nos próximos 5-6 meses.

Alocação de capital, parte II: dividendos

Dada a forte geração de FCF e o rápido processo de desalavancagem visto nos últimos trimestres, a PETR poderia em breve ultrapassar o limite da dívida bruta (<US\$ 60 bilhões) que desbloquearia um pagamento de dividendos mais alto. A administração fez questão de enfatizar que o objetivo de equilibrar melhor os dividendos e o crescimento permanece em vigor e que "os acionistas devem receber sua parte do valor que a empresa cria", o que deve soar como música para os ouvidos dos investidores. Mais importante ainda, a política de dividendos atual, que estimamos gerar um dividend yield substancial >15% no ano 1, foi reiterada como uma política sustentável daqui para frente.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Petrobras (PETR4)

Data	27/07/2021
Ticker	PETR4
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	36,0
Preço (R\$)	27,5
Listagem	Nível 2

Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	361896,47
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1784,63

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	6,5x	7,3x
EV/EBITDA	3,4x	3,3x

Stock Performance:

Julho (%)	-6,7%
LTM (%)	24,9%



Valuation	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	12,2	10,9	17,9	17,3	17,5
EV/EBITDA	5,0	4,8	3,4	3,3	3,1
P/L	12,8	52,3	6,5	7,3	6,8
Dividend Yield %	2,1	1,8	3,8	3,4	11,6

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	76.617	52.744	73.596	72.349	73.565
EBITDA	35.402	28.213	35.971	35.404	36.783
Lucro Líquido	7.607	1.378	10.305	9.184	9.874
LPA (US\$)	1,17	0,21	1,58	1,41	1,51
DPA líquido (US\$)	0,00	0,00	0,40	0,35	1,19
Dívida Líquida/Caixa	-79.071	-63.207	-55.588	-50.365	-44.736

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\$ 27,47, em 26 de julho de 2021.

Alocação de capital, parte III: plano de negócios

Olhando para o futuro, Silva e Luna afirmou que vê pouco espaço para mudanças radicais no atual plano de investimentos de 5 anos da empresa na próxima revisão. Para nós, é uma prova positiva do maior foco da PETR nos campos de Exploração & Produção e de baixo custo de produção no pré-sal, o que dará maior visibilidade à lucratividade da empresa à frente. Por outro lado, ele ressaltou a necessidade de melhorar a agenda ESG da PETR e adicionar novas iniciativas que devem preparar a empresa para as mudanças em curso na matriz energética global. Embora isso indique a necessidade de começar a abordar com mais vigor um dos principais desafios dos principais produtores de petróleo, muito poucos detalhes foram fornecidos. Nossa principal preocupação é se isso pode implicar que a PETR veja a necessidade de aumentar as despesas de capital em novos projetos que podem acabar diluindo os retornos e, eventualmente, prejudicar o ritmo de desalavancagem.

Política de preço do combustível: o calcanhar de Aquiles

De acordo com a administração, a precificação de combustíveis sempre foi um assunto polêmico e a empresa está ciente de seus impactos na sociedade. Este é claramente o assunto para o qual continuamos a ter menos visibilidade para onde a PETR está se dirigindo. A administração disse basicamente que continua a perseguir uma “lógica de mercado coerente”, reiterando seu objetivo de manter os preços alinhados à paridade de importação internacional (IPP), ao mesmo tempo em que se equilibra com a utilização da capacidade das refinarias. Também justificou a recente estabilidade de preços devido a uma combinação Brent/câmbio mais estável. Nossa sensação é que, embora a PETR não esteja destruindo valor com sua política de preços atual, algum dinheiro está sendo deixado na mesa. Dados operacionais recentes da área de R&M (Refino, Transporte e Comercialização) também reforçam que a oportunidade da janela de importação não é totalmente normalizada, sustentada pelo ganho de participação da empresa nas vendas internas, bem como pela redução nas exportações. Embora os preços atuais do petróleo e seus derivados claramente contribuam para uma boa margem de contribuição para a PETR, a capacidade de conciliar a necessidade de uma política de preços coerente com pressões políticas em meio a um preço do petróleo persistentemente forte continua sendo fundamental, tornando a PETR uma ação de beta baixo em relação ao petróleo.

Uma tese binária, mas o sentimento melhorou. Ainda temos rating Neutro

Como argumentamos desde nosso rebaixamento de rating de fevereiro, acreditamos que as ações da administração falarão mais alto do que palavras, que é o que os investidores precisarão antes de gradualmente recuperarem a fé no processo de criação de valor da empresa. Até certo ponto, é isso que esses 100 dias estão começando a mostrar, e o sentimento melhorou claramente. No entanto, a falta de confiança nas consequências que o aumento dos preços do petróleo poderia ter sobre a independência política da empresa com sua política de preços de combustíveis, e até mesmo colocando em risco a privatização downstream do Brasil, nos faz adotar uma abordagem mais cautelosa por enquanto.

Sim, continua sendo um dos nomes mais baratos em nosso segmento de cobertura puramente com base no valuation (ou potencial de dividend yield), mas algumas ações devem ser baratas e acreditamos que a diferença não diminuirá totalmente até que alguns marcos importantes sejam alcançados.

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