

## Petrobras (PETR4): Resultado do 2T21

### Superando as nossas estimativas e do consenso

A PETR reportou outro EBITDA recorde de R\$ 60 bilhões, 9% acima de nossa projeção e do consenso. Os resultados foram outra prova do cenário favorável do setor, já que os preços do Brent melhoraram 13% t/t, as vendas e os volumes de produção se recuperaram e o real permaneceu relativamente fraco. O custo de extração de US\$ 6,4/bbl ficou 4% abaixo de nossa estimativa e ajudou a explicar os números melhores que o esperado, mas o segmento de R&M (Refino, Transporte e Comercialização) foi a principal surpresa visto que os custos de refino que ficaram 11% abaixo da expectativa (ajudados por ganhos de estoque que explicam quase inteiramente o EBITDA acima das projeções) e preços realizados que foram 3% acima, apesar do aparente desconto para o IPP.

### Os dividendos são um vislumbre do poder de geração de caixa da PETR

No segundo trimestre, a geração de fluxo de caixa recorrente da PETR atingiu US\$ 7,6 bilhões e reduziu a alavancagem para 1,5x o EBITDA dos últimos 12 meses, o menor em pelo menos uma década. A dívida bruta está agora em US\$ 64 bilhões, próxima à meta anteriormente prevista para ser alcançada apenas em 2022. Isso permitiu à PETR anunciar a antecipação parcial de dividendos mínimos com base no ano fiscal de 2021, totalizando US\$ 6 bilhões. Isso representa um yield atraente de 9% e será pago em duas parcelas (2/3 em agosto e 1/3 de dezembro). Com base nos resultados reportados do 1S21 e nossas expectativas para o 2S22, o dividendo anunciado é equivalente a 41% dos lucros de 2021E, que está acima do pagamento mínimo com base na política de dividendos atual. Ainda vemos PETR capaz de ultrapassar o limite de dívida de US\$ 60 bilhões antes do final do ano, sugerindo que a mensagem do CFO de tornar "este pagamento mais consistente ao longo do tempo" pode efetivamente se traduzir em níveis de ~10-15% de dividend yield com base nos resultados do ano inteiro.

### A escolha de uma ação é pensando no futuro, não no passado; Rating Neutro

Desnecessário dizer que esperamos que a ação reaja (muito) bem. Mas, de muitas maneiras, esses resultados e dividendos atestam mais o que a PETR tem feito desde 2016 do que o que pode fazer daqui para frente. Os resultados operacionais devem permanecer fortes, a menos que o cenário atual de maior Brent e a produção focada no pré-sal mude, e a administração permaneça firme sobre como evitar mudanças estratégicas drásticas. Mas refletir tudo o que foi dito acima no preço das ações só fará sentido se os investidores criarem confiança de que eles permanecerão. Um pouco mais de um ano antes de um ciclo eleitoral, e com bastante escrutínio político em torno da política de preços e vendas de ativos da PETR, acreditamos que o fluxo de caixa implícito e os dividend yields permanecerão altos e bem acima de seus pares globais. A

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

#### Petrobras (PETR4)

Data	05/08/2021
Ticker	PETR4
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	36,0
Preço (R\$)	26,3
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	345.927,34
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1796,20

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	5,4x	6,8x
EV/EBITDA	3,1x	3,2x

#### Stock Performance:

Agosto (%)	-2,3%
LTM (%)	24,7%



administração tem sido inteligente ao tentar dar às partes interessadas uma noção de quanta contribuição a PETR tem dado à sociedade, mas não temos certeza se isso será suficiente. A ação parece inegavelmente barata, mas o ruído envolvendo a interferência no preço do combustível (e agora também o GLP), bem como a extensão do prazo de venda das refinarias, ainda nos deixa céticos de que os investidores pagarão pelo re-rating que um operador totalmente independente mereceria. Permanecemos Neutros por enquanto.

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

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\$ 26.28. em 04 de agosto de 2021.

Tabela 1: Revisão de resultados do 1T21 – PETR

DRE (R\$ milhões)	2T21A	2T21E	2T20	1T21	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>110.710</b>	<b>101.486</b>	<b>50.898</b>	<b>86.174</b>	<b>9,1%</b>	<b>117,5%</b>	<b>28,5%</b>
Custos caixa	(47.404)	(45.669)	(25.464)	(36.463)	3,8%	86,2%	30,0%
<b>EBITDAX*</b>	<b>63.306</b>	<b>55.817</b>	<b>25.434</b>	<b>49.711</b>	<b>13,4%</b>	<b>148,9%</b>	<b>27,3%</b>
Custos exploratórios	(1.005)	(916)	(350)	(1.196)	9,8%	187,1%	-16,0%
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>60.033</b>	<b>54.902</b>	<b>17.702</b>	<b>47.758</b>	<b>9,3%</b>	<b>239,1%</b>	<b>25,7%</b>
Depreciação	(14.928)	(15.352)	(14.975)	(15.630)	-2,8%	-0,3%	-4,5%
<b>EBIT</b>	<b>47.373</b>	<b>39.550</b>	<b>10.109</b>	<b>32.885</b>	<b>19,8%</b>	<b>n.m.</b>	<b>44,1%</b>
Resultados Financeiros	10.776	10.806	(12.308)	(30.748)	-0,3%	n.m.	n.m.
<b>Lucro antes do imposto</b>	<b>62.957</b>	<b>50.356</b>	<b>(3.288)</b>	<b>3.156</b>	<b>25,0%</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>
Imposto de Renda	(19.916)	(17.121)	475	(1.880)	16,3%	n.m.	n.m.
Participação de minoritários	(186)	(504)	100	(109)	-63,1%	n.m.	70,6%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>42.855</b>	<b>32.731</b>	<b>(2.713)</b>	<b>1.167</b>	<b>30,9%</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>
Margem EBITDAX	57,2%	55,0%	50,0%	57,7%	2 p.p.	7 p.p.	-1 p.p.
Margem EBITDA ajustado	54,2%	54,1%	34,8%	55,4%	0 p.p.	19 p.p.	-1 p.p.
Margem Operacional	42,8%	39,0%	19,9%	38,2%	4 p.p.	23 p.p.	5 p.p.
Margem Líquida	38,7%	32,3%	-5,3%	1,4%	6 p.p.	44 p.p.	37 p.p.

Fonte: Empresa e 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 identificada 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)