

PetroRio (PRIO3): Mudança de patamar; Novo preço-alvo

PetroRio é selecionada como licitante preferencial para Albacora e Albacora Leste

Na sexta-feira, a Petrobras e a PetroRio informaram ao mercado que entraram nas fases finais das negociações para Albacora e Albacora Leste após o consórcio da PetroRio apresentar a melhor oferta para ambos os ativos. Embora um acordo ainda não tenha sido assinado, o risco de qualquer um desses ativos acabar em outras mãos agora é limitado, em nossa opinião. Nossa percepção é que o mercado já esperava que o Albacora fosse vendido para a PRIO, embora ainda implicasse alto risco em um cenário sem participação do ativo vizinho, ajudando a explicar o forte desempenho das ações após o anúncio na sexta-feira (+ 18%). Como argumentado em nossa atualização recente do setor (David vs. Golias), avaliamos o portfólio atual da PRIO em R\$ 27/ação, excluindo qualquer um dos ativos do cluster Albacora. Assim, embora as ações já tenham reagido fortemente às notícias, vemos espaço para que mais uma vez os investidores se tornem mais confiantes no potencial de valorização decorrente do crescimento potencial da produção de petróleo e das sinergias de custo dos ativos.

Mudança de patamar: a taxa de produção deve dobrar a partir do Dia 1

Albacora e Albacora Leste produzem 26,8 kboe/d e 30,6 kboe/d, respectivamente, com base em dados acumulados no ano. Isso significa que a produção proforma da PRIO está definida para chegar a 78kboe/d, ou 2,5x a produção atual, assumindo que a empresa terá uma participação de 70% em Albacora e 90% em Albacora Leste. Tão importante quanto, o negócio está em linha com a estratégia da PRIO de continuar perseguindo ativos que são geradores de caixa no Dia 1 e oferecem baixo risco exploratório. Após a aquisição de Wahoo, que ainda precisa ser desenvolvida, a compra do cluster Albacora aumenta o potencial de criação de valor de curto prazo do portfólio da PRIO, o que deve ajudar a reduzir a percepção de risco em relação ao caso.

Mais de R\$ 20/ação a ser capturada

Com base em comunicado oficial da Petrobras, a oferta pelos dois ativos ultrapassou US\$ 4 bilhões. Estamos assumindo US\$ 2,3 bilhões para Albacora (100% de participação) e o restante para Albacora Leste (90% de participação). Recentemente, avaliamos a Albacora em R\$ 15/ação (veja o relatório David vs. Golias para mais informações), presumindo que a PRIO deterá 70% do ativo. No caso de Albacora Leste, estamos estimando outros R\$ 5/ação de adição de valor potencial, assumindo (i) um opex médio anual de US\$ 100 milhões, (ii) custos de desenvolvimento de US\$ 5/boe, (iii) reservas 2P de 250m boe, (iv) pico de produção de ~ 70kboe/d com uma taxa de esgotamento anual de 10% e (v) que a PRIO possuirá 90% do ativo. Desnecessário dizer que ainda existem outros fatores que podem exigir ajustes adicionais em nossos números, principalmente

BTG Pactual – Equity Research:

Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Petrorio (PRIO3)

Data	08/11/2021
Ticker	PRIO3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	47,0
Preço (R\$)	27,6
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	23.138,21
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	428,93

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	18,2x	12,9x
EV/EBITDA	7,3x	5,5x

Stock Performance:

Novembro (%)	17,5%
LTM (%)	326,1%



relacionados às reservas (sempre que forem certificadas), possíveis mudanças/adicion de novas plataformas (estamos assumindo que a PRIO continuará operando em Albacora e Albacora Leste com P-31 e P-50, respectivamente), e sinergias de custos (um eventual tieback não deve ser descartado, a nosso ver).

O enigma do financiamento

Nossa sensação é que ~ 90% do preço de compra será pago no fechamento da operação, o que esperamos que aconteça até o final do ano de 2022. Com isso em mente, acreditamos que a empresa precisará levantar ~ R\$ 13 bilhões para financiar a aquisição de ambos os ativos, presumindo-se que manterá pelo menos R\$ 2,5 bilhões de caixa em seu balanço. Nenhuma decisão oficial foi anunciada, mas vemos a PRIO em uma posição confortável para escolher entre ações ou dívida. No caso de decidir buscar financiamento via 100% dívida, ainda estaríamos olhando para um índice de alavancagem de pouco acima de 2x EBITDA (últimos 12 meses) no final de 2022, que está abaixo do covenant (limite) da PRIO de 2,5x, assumindo um EBITDA conservador de R\$ 2,6 bilhões para os ativos da Albacora em 2022. Acreditamos que seja possível que a PRIO opte por uma combinação de ações e dívida. Obviamente, a escolha dependerá das condições de mercado.

Uma combinação de histórico e crescimento; Preço-alvo de R\$ 47/PRIO3; Compra

Desde o início da cobertura, argumentamos que vimos os múltiplos mais elevados da PRIO em comparação com seus principais pares latino-americanos como merecidos, dado seu longo histórico de revitalizações de campos maduros, uma cultura corporativa forte e bem estabelecida e um plano de crescimento inorgânico bem implementado, sustentado por várias fusões e aquisições oportunistas. Depois de incorporar nosso custo de aquisição e estimativas de reserva para o cluster Albacora no portfólio da PRIO, vemos as ações agora sendo negociadas em múltiplos mais baixos: US\$ 7,5/2P, embora ainda um pequeno prêmio na média do setor. Mas, como acreditamos que a empresa pode não parar por aqui e a disposição dos investidores de pagar adiantado por novas aquisições permanecerá alta, enquanto as perspectivas para o preço do petróleo permanecerem favoráveis. Nosso novo preço-alvo agora reflete a inclusão de Albacora Leste, oferecendo 70% de retorno potencial em relação aos níveis atuais. Dito isso, reconhecemos que qualquer retrocesso na aquisição de qualquer um desses campos pode dificultar isso, juntamente com qualquer alteração na curva de preço do petróleo.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	42,0	22,2	42,5	45,2	33,0
EV/EBITDA	4,3	6,3	7,3	5,5	6,2
P/L	5,2	21,2	18,2	12,9	17,6
Dividend Yield %	0,0	0,0	-0,5	-1,4	-1,9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	1.644	1.904	4.206	5.057	4.359
EBITDA	1.387	1.787	3.001	3.884	3.263
Lucro Líquido	842	453	1.274	1.789	1.318
LPA (R\$)	6,30	3,31	1,52	2,13	1,57
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida Líquida/Caixa	-1.520	-1.654	1.281	1.593	2.930

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\$ 27,57, em 05 de Novembro de 2021.

Tabela 1: Com base em nossas premissas, Albacora poderia agregar R\$ 15/PRI03...

M&A potencial - Albacora		valor	unidade	comentários
Custo Albacora (100%)	a	2.300	US\$m	Com base em premissas
Participação PRIO	b	70%	%	preliminares
<hr/>				
Custo de Albacora para PRIO	$c = a * b$	1.610	US\$m	
	$d = c * FX$	8.923	R\$m	
<hr/>				
Custo de aquisição por barril	e	4,6	\$/bbl	Assumindo 500m boe 2P
Reservas adquiridas	$f = c / e$	350,0	MMboe	
<hr/>				
Valor das reservas da PRIO3	g	11,1	\$/bbl	Com base no modelo
Valor das reservas adquiridas	$h = f * g$	3.871	US\$m	
<hr/>				
NAV das reservas adquiridas	$i = h - c$	2.261	US\$m	
	$j = i * FX$	12.528	R\$m	
<hr/>				
NAV ajustado por ação		15	R\$/ação	

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2:... e mais R\$ 5/PRI03 podem ser derivados de Albacora Leste

M&A potencial - Albacora Leste		valor	unidade	comentários
Custo Albacora Leste (100%)	a	1.889	US\$m	Com base em premissas
Participação PRIO	b	90%	%	preliminares
<hr/>				
Custo de Albacora Leste para PRIO	$c = a * b$	1.700	US\$m	
	$d = c * FX$	9.421	R\$m	
<hr/>				
Custo de aquisição por barril	e	7,6	\$/bbl	Assumindo 250m boe 2P
Reservas adquiridas	$f = c / e$	225,0	MMboe	
<hr/>				
Valor das reservas da PRIO3	g	10,8	\$/bbl	Com base no modelo
Valor das reservas adquiridas	$h = f * g$	2.428	US\$m	
<hr/>				
NAV das reservas adquiridas	$i = h - c$	728	US\$m	
	$j = i * FX$	4.035	R\$m	
<hr/>				
NAV ajustado por ação		5	R\$/ação	

Fonte: 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

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

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