

Petrobras (PETR4): Um novo plano de investimentos para um novo mundo

Ajustando os investimentos em E&P para acomodar um novo Brent

A Petrobras anunciou a revisão de sua curva de capex de E&P (Exploração e Produção) para 2021-2025. O investimento total em E&P de 5 anos foi cortado de US\$ 64 bilhões para US\$ 40-50 bilhões, uma queda de 30% assumindo o meio da faixa. A revisão reflete os impactos causados pela Covid-19 na indústria de Petróleo & Gás, bem como um novo patamar de câmbio, à medida que a companhia continua buscando uma estrutura de custos mais enxuta, o que permite taxas de retorno mais altas, mesmo em um cenário de preços de petróleo persistentemente mais baixos. A empresa reforçou que priorizará investimentos com *breakeven* abaixo de US\$ 35/bbl Brent e que revisará (ou seja, aumentará) o número de ativos a serem alienados. O nível alvo da dívida bruta de US\$ 60 bilhões foi reiterado e agora está oficialmente previsto para ser alcançado em 2022.

Foco voltado para Búzios e para o pré-sal

A redução da curva de investimento de E&P da PETR é um fator de (i) um BRL mais fraco, (ii) menores investimentos exploratórios, (iii) evitar capex associado a desinvestimentos e (iv) revisão do portfólio, que considera otimizações, adiamentos e cancelamentos (ver gráfico 1). No novo programa, os ativos do pré-sal devem representar 71% do total dos investimentos de E&P, ante 59% no plano estratégico anterior. Espera-se que Búzios, o segundo maior campo e de crescimento mais rápido da PETR, represente 35% do total, enquanto os campos do pós-sal devem totalizar 22%, o que significa que provavelmente é apenas uma questão de tempo até que a PETR retire totalmente investimentos de seu portfólio *onshore* (apenas 3% do capex esperado no período), e passe a ser uma operadora unicamente de offshore.

Transformando-se em uma máquina de geração de caixa, assumindo os preços atuais de mercado

O anúncio foi um movimento muito bem-vindo, pois traz um sentido ainda mais realista para o plano de investimento da PETR. No passado, a PETR frequentemente deixava de investir de acordo com seu orçamento, e a revisão deve contribuir para reduzir, se não eliminar, o descasamento (ver gráfico 2). Estamos aproveitando a oportunidade para atualizar nossas estimativas enquanto incorporamos os preços de mercado Brent, novas premissas de câmbio, bem como o plano de capex anunciado. Mesmo sob o que se poderia chamar de ambiente difícil, agora vemos PETR gerando um FCFE yield de 22% (!) em 2021.

BTG Pactual – Equity Research:

Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Daniel Guardiola

Colômbia - BTG Pactual

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Petrobras (PETR4)

Data	16/09/2020
Ticker	PETR4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	32,0
Preço (R\$)	21,7
Listagem	Nível 2

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	284.156,28
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1532,22

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	9,7x
EV/EBITDA	5,1x	4,0x

Stock Performance:

Setembro (%)	-10%
LTM (%)	-17,7%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	9,0	12,2	8,6	11,7	14,6
EV/EBITDA	5,0	5,0	5,1	4,0	3,3
P/L	10,7	12,8	-	9,7	8,5
Dividend Yield %	1,1	2,1	0,1	2,6	15,6

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	95.767	76.617	53.392	59.493	67.079
EBITDA	31.413	34.145	24.250	28.769	32.457
Lucro Líquido	7.057	7.607	-7.319	5.530	6.337
LPA (R\$)	1,08	1,17	-1,12	0,85	0,97
DPA líquido (R\$)	0,13	0,31	0,10	0,21	1,28
Dívida Líquida/Caixa	-69.263	-79.071	-69.253	-60.349	-53.574

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\$ 21,68, em 14 de setembro de 2020.

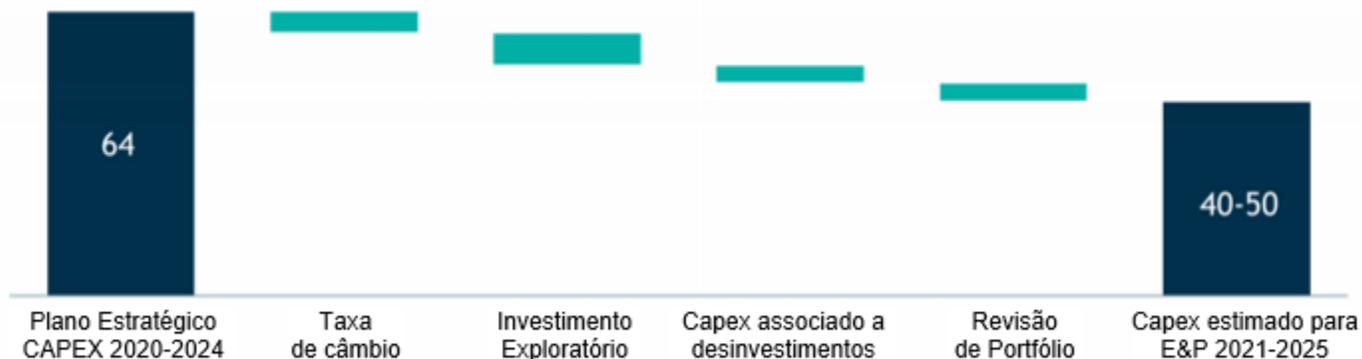
A Curva de produção precisa ser mais bem detalhada, mas o potencial de crescimento ainda está lá

O crescimento da produção da Petrobras deve ser impactado pela adição de novos ativos ao plano de desinvestimento da empresa, embora mais detalhes só serão fornecidos durante o dia do investidor anual programado para novembro. No entanto, ainda não projetamos grandes revisões em nossas estimativas. Na verdade, nosso modelo já implica praticamente nenhum crescimento derivado de campos em terra/águas rasas, já que o trabalho de revitalização da PETR em campos maduros tem sido muito seletivo. Nossa curva de produção ainda incorpora um crescimento de 4,4% e 4,9% a/a em 2021 e 2022, enquanto mantemos nossa estimativa para 2020 praticamente inalterada e em linha com o guidance da empresa. Dada a representatividade crescente do pré-sal sobre a produção total, os custos de extração da PETR em 2021 devem chegar a US\$ 6,8/bbl e continuar contribuindo para a resiliência da empresa.

A recuperação do Brent permanece incerta, mas a Petrobras está barata demais para ser ignorada. Compra!

É desnecessário dizer que 2020 foi um dos anos mais desafiadores para a indústria de Petróleo & Gás. Além disso, a recente retração nos preços do petróleo, resultante das crescentes preocupações sobre o ritmo da recuperação econômica global, adiciona uma nova dose de ceticismo sobre as perspectivas de longo prazo do mercado de petróleo. Dito isso, mesmo depois de entregar uma geração sólida de FCF no 1S e seguir em frente com sua lista de desinvestimentos, a PETR ainda está sendo negociada a 4x EV/EBITDA de 2021 e 22% de FCF yield para 2021, o que, em nossa opinião, parece muito atraente para se ignorar. Sim, dividendos mais altos ainda estão cerca de 18 meses distantes, mas reiteramos a PETR como uma de nossas Top Picks e uma recomendação de valor. Finalmente, também estamos aumentando nosso preço-alvo para R\$ 32/PETR4 (de R\$ 28/ação), o que implica um potencial de valorização de 46% em relação ao preço atual das ações.

Gráfico 1: Revisão do capex de E&P da PBR

Investimento estimado em E&P 2021-2025
 US\$ bilhões


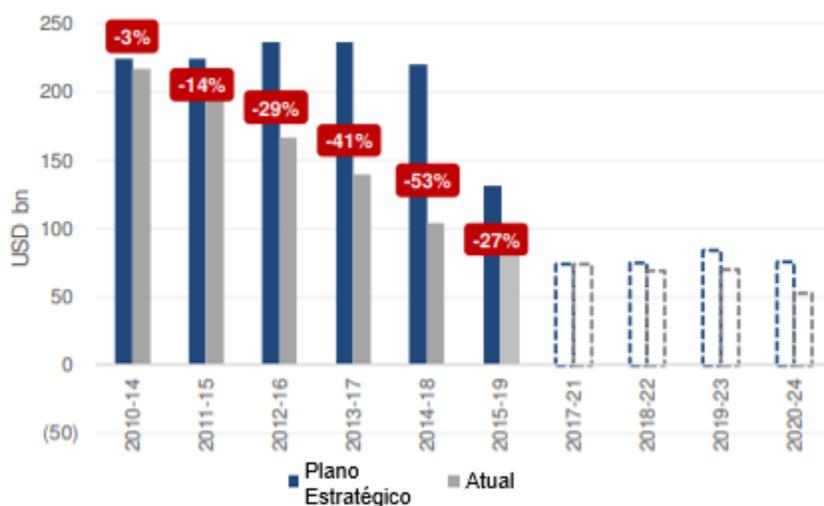
Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Tabela 1: Capex E&P da PBR - Novo vs. Antigo

Plano de 5 anos de Capex de E&P, \$ bilhões	Novo	% do total	Antigo	% do total	Δ
Búzios	16	35%	18	28%	-12%
Outros - Pré-sal	12	26%	13	20%	-9%
Pós-sal	10	22%	19	30%	-47%
Outros - Pré-sal	1	2%	3	4%	-58%
Exploração	6	14%	12	18%	-45%
Total	45	100%	64	100%	-30%

Fonte: Dados da empresa e BTG Pactual

Gráfico 2: Muitas promessas em relação ao capex ao longo da década. Agora, acreditamos que as incompatibilidades vão diminuir



Fonte: Dados da empresa, BTG Pactual

Tabela 2: Novo vs. Antigo

Petrobras	2020E			2021E		
	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
US\$ milhões						
Receita	53.392	52.113	2,5%	59.493	54.661	8,8%
EBITDA ajustado	24.250	22.693	6,9%	28.769	24.306	18,4%
Margem EBITDA	45,4%	43,5%	188bps	48,4%	44,5%	389bps
Lucro Líquido	-7.319	-10.584	-32,6%	5.530	1.451	281,2%
Margem Líquida	-13,7%	-20,8%	712bps	9,3%	2,7%	664bps

Fonte: Dados da empresa e BTG Pactual

Petrobras	2020E			2021E		
	BTGe	Consenso	Difer.	BTGe	Consenso	Difer.
US\$ milhões						
Receita	53.392	52.753	1,2%	59.493	65.528	-9,2%
EBITDA ajustado	24.250	20.866	16,2%	28.769	26.765	7,5%
Margem EBITDA	45,4%	39,6%	587bps	48,4%	40,8%	751bps
Lucro Líquido	-7.319	-6.993	4,7%	5.530	4.675	18,3%
Margem Líquida	-13,7%	-13,3%	-45bps	9,3%	7,1%	216bps

Fonte: Dados da 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 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