

## Petrobras (PETR4): resultado do 3T20

### Resultados operacionais e geração de fluxo de caixa encorajadores

Os resultados da PETR deram suporte à nossa visão otimista sobre as ações. O EBITDA, ajustado para itens não recorrentes, totalizou R\$ 37 bilhões, em linha com nossa estimativa acima do consenso e mais de 2x maior t/t. Embora ajudado por um ganho de estoque de R\$ 6 bilhões relacionado à volatilidade do Brent no negócio de downstream, a qualidade ainda foi forte com base em custos mais baixos e melhor execução comercial t/t. O prejuízo líquido de R\$ 1,5 bilhão foi diferente das nossas projeções, devido a maiores perdas financeiras relacionadas ao câmbio, mas teria sido um lucro de R\$ 3 bilhões se também ajustado para itens não recorrentes. Mais importante, a geração de fluxo de caixa medida pela variação da dívida líquida - desinvestimentos - eventos únicos foi de \$ 2,9 bilhões, ou um FCF yield de 7% em um único trimestre, também ajudado por mudanças positivas no capital de giro apesar dos volumes crescentes. Por fim, o índice de alavancagem ficou estável t/t em 2,3x do EBITDA dos últimos 12 meses.

### Exploração & Produção foi bem novamente

Com base nas variáveis que controla, a PETR continuou a se destacar. Em Exploração & Produção, o volume de vendas se recuperou bem após um 2T20 turbulento com as exportações de petróleo crescendo 40% t/t. Os preços realizados reduziram a diferença em relação ao Brent e aumentaram 76% t/t em Reais, refletindo também a normalização das condições comerciais. Mas foram os custos que conduziram a maior parte da superação das estimativas: o custo de extração marcou a mais nova baixa de todos os tempos em \$ 6,1/boe (-8% t/t e 7% abaixo de nossa estimativa), com o pré-sal atingindo a marca notável de \$ 3,9/boe. Ainda, o capex acumulado no ano totalizou US\$ 6 bilhões, sugerindo que a PETR provavelmente terminará o ano abaixo da meta revisada de US\$ 8,5 bilhões (adiamentos de manutenção possivelmente explicam isso).

### Tudo arrumado e pronto para continuar; Oportunidade de valor; Compra

As ações da PETR tiveram desempenho inferior ao do Brent com base em praticamente todos os intervalos de tempo desde a Covid. Reconhecemos que isso pode ser parcialmente explicado pela desaceleração no ritmo de desalavancagem da PETR devido à pandemia. Sob a curva de preço do petróleo atual (\$ 41/bbl em 2021), vemos as ações sendo negociadas com um FCFE yield atraente de 24%, que consideramos não merecido com base em uma história de alta convicção de desalavancagem + redução do risco. Em última análise, nossa sensação é que os investidores não estão dispostos a pagar por esse fluxo de caixa até que haja maior visibilidade de que finalmente será pago aos acionistas. Depois de adicionar mais flexibilidade à sua política de dividendos e com a dívida bruta já em \$ 80 bilhões, realmente achamos que a PETR pode acelerar os

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

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

#### Petrobras (PETR4)

Data	29/10/2020
Ticker	PETR4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	32,0
Preço (R\$)	18,7
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	243.311,97
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1543,11

#### Valuation:

	2020E	2021E
P/L	-	7,6x
EV/EBITDA	4,3x	3,6x

#### Stock Performance:

Outubro (%)	-4,8%
LTM (%)	-35,6%



dividendos mais cedo do que o esperado anteriormente. Vemos a PETR como proposta de história de valor mais assimétrica em nosso universo de cobertura.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	9,9	12,2	8,6	11,7	14,6
EV/EBITDA	5,0	5,0	4,3	3,6	3,0
P/L	10,7	12,8	-	7,6	6,7
Dividend Yield %	1,1	2,1	1,6	3,3	19,8

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 (US\$)	1,08	1,17	-1,12	0,85	0,97
DPA líquido (US\$)	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\$ 19,88, em 28 de Outubro de 2020.

Tabela 1: Revisão de PETR do 3T20

DRE (R\$ milhões)	3T20A	3T20E	3T19	2T20	A/E	a/a	t/t
<b>Receita Líquida</b>	<b>70.730</b>	<b>74.853</b>	<b>77.051</b>	<b>50.898</b>	<b>-5,5%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>39,0%</b>
Custos caixa	-34.864	-36.678	-47.933	-25.464	-49,0%	-27,3%	36,9%
<b>EBITDAX</b>	<b>35.866</b>	<b>38.175</b>	<b>29.118</b>	<b>25.434</b>	<b>-6,0%</b>	<b>23,2%</b>	<b>41,0%</b>
Custos exploratórios	-1.447	-509	-276	-350	184,4%	n.m.	n.m.
<b>EBITDA ajustado</b>	<b>32.271</b>	<b>37.666</b>	<b>35.132</b>	<b>17.702</b>	<b>-1,0%</b>	<b>6,1%</b>	<b>110,5%</b>
Depreciação	-15.470	-17.537	-14.985	-14.975	-11,8%	3,2%	3,3%
<b>EBIT</b>	<b>18.949</b>	<b>20.129</b>	<b>13.857</b>	<b>10.109</b>	<b>-5,9%</b>	<b>36,7%</b>	<b>87,4%</b>
Resultados Financeiros	-22.910	-17.839	-10.874	-12.308	28,4%	110,7%	86,1%
<b>Lucro antes do imposto</b>	<b>-4.878</b>	<b>2.291</b>	<b>3.429</b>	<b>-3.288</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>48,4%</b>
Imposto de Renda	3.209	-779	-3.938	475	n.m.	n.m.	n.m.
Participação de minoritários	123	-23	247	100	n.m.	-50,2%	23,0%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>-1.546</b>	<b>1.489</b>	<b>9.087</b>	<b>-2.713</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>-43,0%</b>
Margem EBITDAX	50,7%	51,0%	37,8%	50,0%	0 p.p.	13 p.p.	1 p.p.
Margem EBITDA ajustada	52,7%	50,3%	45,6%	34,8%	2 p.p.	7 p.p.	18 p.p.
Margem Operacional	26,8%	26,9%	18,0%	19,9%	0 p.p.	9 p.p.	7 p.p.
Margem Líquida ajustada	-2,2%	2,0%	11,8%	-5,3%	-4 p.p.	-14 p.p.	3 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 fatos 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 o 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, consequentemente, 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)