Atualização de Preço

PETROBRAS

Atualizando estimativas de petróleo, relatório de vendas 1T21 e fatos recentes

Desde nossa última revisão de preço, o petróleo tipo Brent seguiu em ritmo de alta, se consolidando acima dos US$ 60/barril. Atualizamos nosso modelo considerando valores mais otimistas para 2021 e 2022, além de incorporarmos outras novas premissas, conforme detalhado a seguir. Adicionalmente, nesta semana, a companhia publicou seus dados de produção e vendas do 1T21, que comentamos neste relatório, em conjunto com outros fatos da semana, como (i) a manifestação de **interesse nos excedentes de Atapu e Sépia**, com pagamento de bônus de assinatura total de R$ 3,3 bilhões, também já incorporado em nosso modelo, (ii) **a venda da parcela restante (10%) da NTS** por R$ 1,8 bilhão e (iii) o anúncio do pagamento de dividendos. O nosso novo preço alvo é de **R$ 29,00** por ação para PETR3 e PETR4 (antes em R$ 30,00), mantendo a recomendação de **Compra**.

Apesar da pequena redução no preço alvo e de pequenas ressalvas por conta das vendas menores do que o esperado no 1T21, **estamos mais otimistas com o desempenho financeiro da Petrobras**, que tem consolidado uma estrutura mais enxuta de despesas, apresentado menor *lifting cost* (custo de extração) e desempenhado uma agenda consistente de crescimento da produção. Além disso, as condições de geração de caixa apontam para um pagamento de dividendos mais expressivo a partir de 2023, mesmo sem considerar vendas de ativos. Outro ponto que suporta esse viés é a percepção de que, nas condições atuais, os múltiplos da companhia ficaram mais atrativos. Nos últimos três anos, a Petrobras tem sido negociada com um múltiplo EV/EBITDA de 5,5x. Com o crescimento do EBITDA que projetamos para este ano (+63% a/a), esperamos para o final de 2021 um múltiplo de 3,7x, o que implica um **desconto considerável** sobre o múltiplo de 5,8x de 2020.

Claro que tal otimismo não vem sem **ressalvas**: a subida de **preços de petróleo**, associada ao **término do benefício fiscal sobre o diesel** (que acaba hoje), e às conversas da companhia com a categoria dos caminhoneiros sobre a política de paridade de preços de importação (PPI), noticiada pela mídia em 28/4, devem ter a atenção do investidor. Conforme comentamos anteriormente, o **PPI é central para a tese de investimentos da companhia**, e eventual alteração deve implicar mudanças radicais em nosso modelo. Mas, novamente, esse não é o cenário base, já que a **política de preços se encontra no estatuto da companhia** e não acreditamos que o atual conselho tenha qualquer intenção de alterá-la.

Produção e vendas 1T21. Os dados operacionais do trimestre deixaram a desejar, principalmente devido à queda de 6% t/t nas vendas de derivados no mercado doméstico e à queda de 14% t/t nas exportações. Tal resultado deve refletir em um pior desempenho financeiro no resultado do 1T21, que será divulgado no próximo dia 13 de maio. No entanto, também houve boas notícias, como a recuperação a/a no fator de utilização das refinarias, que chegou a 82% (+2 p.p. a/a), mesmo com paradas programadas ocorrendo em quatro refinarias, além da continuidade do crescimento da produção no pré sal, beneficiada pelo aumento nas plataformas do campo de Búzios (+14% a/a).

Dividendos. A Petrobras efetuou, nesta semana (29), o pagamento de dividendos no valor de R$ 0,792834 por ação ON e PN (incluindo a correção monetária, no valor de R$ 0,005388 por ação). O pagamento considerou a posição acionária do dia 14 de abril, e o crédito foi feito ontem (29). O valor representa um *dividend yield* de 3,3% sobre a cotação atual. Olhando para frente, nosso modelo aponta para uma distribuição mais robusta de dividendos a partir do ano que vem, com *yield* estimado em 5,1%, se estabilizando na faixa de 6% até 2024 e chegando a uma média de 8,3% de 2025 em diante. Se concretizadas essas projeções, o apelo do papel deve aumentar consideravelmente, já que a empresa ficou diversos anos sem efetuar pagamento de dividendos.

Petróleo. O contexto **de retomada na atividade econômica global**, associado ao aumento das **taxas de vacinação contra a COVID-19**, bem como ao sucesso na **estratégia de cortes na produção de petróleo** pelos membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e países parceiros (**OPEP+**) colaborou para que a commodity se mantivesse em patamares elevados. Em março, o petróleo tipo Brent teve uma média de US$ 65/barril, contra US$ 62/barril em fevereiro e US$ 33/barril em março/20. A expectativa mais recente da EIA (*Energy Information Administration*) é de US$ 62,280/barril para 2021 e US$ 60,49 para 2022. Os recentes relaxamentos nos cortes de produção devem contribuir para o aumento da oferta de petróleo, o que deve desacelerar o ritmo das quedas observadas nos estoques globais. Passamos a utilizar essas novas estimativas da EIA para 2021/22 e o valor de US$ 55/barril no longo prazo.

PETR3

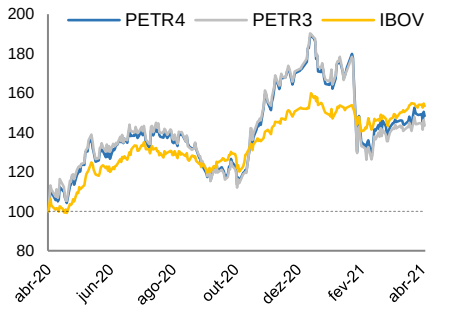
Recomendação	***Compra***
Preço-alvo - 2021E	**29,00**
Preço da ação – 29/04/2021	23,08
Potencial de valorização	25,6%

PETR4

Recomendação	***Compra***
Preço-alvo - 2021E	**29,00**
Preço da ação – 29/04/2021	23,62
Potencial de valorização	22,8%

Dados de Mercado

		em 29/04/2021
Valor de Mercado	*R$ bilhões*	304,1
Variação 1 mês	*%*	2,5
Variação UDM	*%*	34,1
Variação 2021	*%*	-19,9
Min. 52 sem.	*R$*	10,85
Máx. 52 sem.	*R$*	31,24



Fonte: Economatica

Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Outros fatos importantes da semana. A Petrobras manifestou ao CNPE (Conselho Nacional de Política Energética) o interesse no **direito de preferência** na Segunda Rodada de Licitações dos **Volumes Excedentes da Cessão Onerosa** no regime de Partilha de Produção, nas áreas de **Atapu** e **Sépia**, com percentual de 30%. O valor total do bônus de assinatura a ser pago é de R$ 3,3 bilhões, sendo R$ 1,2 bilhão para Atapu e R$ 2,1 bilhões para Sépia. Entendemos o **anúncio como positivo**, e em linha com a estratégia de concentrar investimentos em águas profundas e ultra profundas. O Conselho de Administração da companhia aprovou a **venda de sua participação remanescente de 10% na NTS,** para a Nova Infraestrutura Gasodutos Participações S.A., empresa constituída pela Brookfield Brasil e pela a Itaúsa S.A., atuais controladoras da NTS. O valor da transação é de R$ 1,8 bilhão e a assinatura do contrato deve ocorrer nos próximos dias. Após ajustes previstos no contrato, a Petrobras afirma que a **entrada de caixa deve ser de R$ 1,5 bilhão**. Essa era uma transação já esperada e dada como certa para o mercado. Porém, neste caso, entendemos que o consórcio Brookfield/Itaúsa é que está fazendo um excelente negócio, pois concluem a aquisição de uma atividade lucrativa e com a parte mais expressiva do CAPEX já realizado pela Petrobras, que agora utiliza os serviços mediante tarifa.

Valuation

Revisamos nossas estimativas para a Petrobras, com novo preço-alvo para 2021 de **R$ 29,00** para PETR4 e PETR3, sem inclusão de *spread* entre os papéis. Nossa avaliação deriva de um método de Fluxo de Caixa Descontada (DCF) de dez anos, assumindo um WACC em 9,3% e um crescimento na perpetuidade (g) de 2,5%, mantendo a redução de 50 pontos base para esse setor em relação à média de crescimento que o mercado costuma considerar, dado que as condições globais mais recentes apontam para um ciclo de mudanças na matriz energética mais rápido do que o previsto anteriormente. De toda forma, na próxima página, há uma análise de sensibilidade indicando preço-alvo e múltiplos considerando cenários alternativos de crescimento. Em relação à produção, consideramos uma subida gradual de acordo com o *ramp up* de cada poço, em linha com as estimativas mais recentes da companhia, vide tabela a seguir.

Petrobras – implementação de novas plataformas

Unidade afretada	Início de Operação Projetado	Capacidade (barris/dia)	CAPEX Total	Parcela da Petrobras	Status
FPSO Carioca	2021	180.000	2.2	97,60%	Projeto em fase de execução com UEP com mais de 91% de avanço. 10 poços perfurados e 7 completados
Sépia 1					7 poços perfurados e 4 completados
FPSO Guanabara	2021	180.000	1	40,00%	Projeto em fase de execução com UEP com mais de 93% de avanço. 8 poços perfurados e 5 completados
Mero 1					7 poços perfurados e 1 completado.
FPSO Alm. Barroso	2022	150.000	2.3	100%	Projeto em fase de execução com UEP com mais de 59% de avanço. 4 poços perfurados e 1 completado
Búzios 5					1 poço perfurado e completado
FPSO Anita Garibaldi	2023	80.000	2.1	100%	Projeto em fase de execução com UEP com mais de 47% de avanço. 1 poço perfurado e completado
Marlim 1					1 poço perfurado
FPSO Anna Nery	2023	70.000	1.6	100%	Projeto em fase de execução com UEP com mais de 47% de avanço.
Marlim 2					
FPSO Sepetiba	2023	180.000	0.8	40%	Projeto em fase de execução com UEP com mais de 69% de avanço. 4 poços perfurados e 2 completados.
Mero 2					4 poços perfurados e 2 completados.

Fonte: Petrobras

Nossa tese de investimento se baseia em *(i)* perspectivas de aumento da produção com a entrada de novos sistemas nos próximos anos (vide comentários acima e tabela a seguir); *(ii) breakeven* (ponto de equilíbrio) de US$ 25/boe no portfólio consolidado e de US$ 21/boe nos campos do pré-sal; *(iii)* na consistente redução nos custos de extração (*lifting cost*), principalmente nos campos do pré-sal; e *(iv)* nas boas perspectivas imediatas de geração de caixa e de dividendos após 2022, principalmente.

Os riscos de nossa tese de investimento incluem, entre outros: *(i)* quedas adicionais nos preços do petróleo devido às novas ondas de contágios do coronavírus; *(ii)* mudanças na política de preços da empresa; *(iii)* risco de execução de projetos em andamento e futuros; *(iv)* resultado desfavorável de discussões judiciais, inclusive tributárias e trabalhistas; e *(v)* volatilidade cambial.

Estimativas

Valor para a Firma (R$ milhões)	678.208
Divida Liquida	299.304
Valor para o acionista	378.904
Ações (# milhões)	13.044
Preço alvo PETR3 (R$)	29,00
Preço alvo PETR4 (R$)	29,00

Premissas para o Valuation

Beta	1,21
D/(D+E)	50,0%
WACC	9,3%
Taxa livre de risco	4,9%
Prêmio de risco	4,6%
Crescimento na perpetuidade	2,5%

Destaques financeiros

R$ milhões	2018	2019	2020	2021e	2022e
Receita Liquida	310.255	302.245	272.069	411.903	396.999
EBIT	60.545	81.154	52.893	106.524	85.622
EBITDA	100.998	129.528	104.286	161.395	144.066
Dívida Bruta	327.591	351.161	392.548	388.336	372.997
Divida Liquida	269.539	317.867	328.268	299.304	281.006
Margem Bruta	38,3%	40,4%	45,6%	41,2%	37,5%
Margem EBITDA	32,6%	42,9%	38,3%	39,2%	36,3%
Margem Liquida	7,6%	10,2%	2,3%	12,6%	10,2%
ROE (%)	8,5%	10,6%	2,0%	15,7%	11,2%
EV/EBITDA	6,0	4,7	5,8	3,7	4,2

DRE sintético

R$ milhões	2018	2019	2020	2021e	2022e
Receita Líquida	310.255	302.245	272.069	411.903	396.999
Custos	-191.568	-180.140	-148.107	-242.220	-248.116
Lucro Bruto	118.687	122.105	123.962	169.683	148.883
Despesas	-58.142	-40.951	-71.069	-63.159	-63.261
EBIT	60.545	81.154	52.893	106.524	85.622
(+/-) Resultado Financeiro	-23.498	-34.459	-49.584	-30.691	-25.502
EBT	38.967	47.242	37	71.354	56.191
Lucro Líquido	23.505	30.842	6.246	51.819	40.488

Múltiplos

	2018	2019	2020	2021e	2022e
EV/EBITDA	6,0	4,7	5,8	3,7	4,2
EPS (BRL)	1,80	2,36	0,48	3,97	3,10
P/E	12,9	9,9	48,7	5,9	7,5
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9	0,8

Fonte: Petrobras e BB Investimentos

Balanço Patrimonial

R$ milhões	2018	2019	2020	2021e	2022e
Ativo	**853.186**	**926.011**	**987.419**	**1.060.468**	**1.065.188**
Ativo circulante	**136.319**	**112.101**	**142.323**	**210.769**	**212.243**
Caixa e equiv.. de caixa	58.052	33.294	64.280	89.031	91.990
Contas a receber	22.264	15.164	24.584	37.219	35.873
Estoques	34.822	33.009	29.500	48.246	49.420
Impostos a recuperar	7.883	14.287	13.483	20.413	19.674
Outros ativos circulantes	13.298	16.347	10.476	15.860	15.286
Ativo não circulante	**716.867**	**813.910**	**845.096**	**849.698**	**852.945**
Outros ativos LP	85.478	71.306	104.974	105.497	105.988
Investimentos	10.690	22.166	17.010	17.010	17.010
Imobilizado	609.829	641.949	645.434	649.513	652.270
Intangível	10.870	78.489	77.678	77.678	77.678
Passivo +Patrimônio líquido	**861.188**	**926.011**	**987.419**	**1.060.468**	**1.065.188**
Passivo circulante	**97.157**	**116.147**	**136.287**	**175.246**	**169.028**
Fornecedores	24.516	22.576	35.645	53.965	52.013
Empréstimos e Financ.	14.385	41.139	51.364	50.813	48.806
Impostos a pagar	14.595	14.914	14.725	22.293	21.487
Outros ativos CP	43.661	37.518	34.553	48.175	46.723
Passivo não circulante	**480.488**	**510.727**	**539.982**	**536.321**	**522.989**
Empréstimos e Financ. LP	313.206	310.022	341.184	337.523	324.191
Outros passivos LP	167.282	200.705	198.798	198.798	198.798
Patrimônio líquido	**283.543**	**299.137**	**311.150**	**348.901**	**373.171**

Análise de sensibilidade

		Preço alvo 2021 R$			
g/WACC	**8,3%**	**8,8%**	**9,3%**	**9,8%**	**10,3%**
1,5%	4,2x	3,8x	3,5x	3,3x	3,0x
2,0%	4,4x	4,0x	3,7x	3,4x	3,1x
2,5%	4,6x	4,2x	**3,8x**	3,5x	3,3x
3,0%	4,9x	4,5x	4,0x	3,7x	3,4x
3,5%	5,3x	4,7x	4,3x	3,9x	3,6x

Análise de sensibilidade

		EV/EBITDA 2021			
g/WACC	**8,3%**	**8,8%**	**9,3%**	**9,8%**	**10,3%**
1,5%	4,2x	3,8x	3,5x	3,3x	3,0x
2,0%	4,4x	4,0x	3,7x	3,4x	3,1x
2,5%	4,6x	4,2x	**3,8x**	3,5x	3,3x
3,0%	4,9x	4,5x	4,0x	3,7x	3,4x
3,5%	5,3x	4,7x	4,3x	3,9x	3,6x

Fonte: Petrobras e BB Investimentos

INFORMAÇÕES RELEVANTES

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas'), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da ICVM 598, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 - A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 - A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), mas poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 – O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB–Banco de Investimento S.A.

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 - As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens			
	3	4	5	6
Daniel Cobucci	-	-	-	-
	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 - O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

"RATING" é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. "O investidor não deve considerar em hipótese alguma o "RATING" como recomendação de Investimento.

BB Banco de Investimento S.A. - BB-BI

e-mail: pesquisa@bb.com.br

+55 (11) 4298 7000

Diretor

Francisco Augusto Lassalvia

Gerente Executivo

Alfredo Savarego

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Estratégia - Wesley Bernabé, CFA
wesley.bernabe@bb.com.br

Análise de Empresas - Victor Penna
victor.penna@bb.com.br

Renda Variável

Açúcar e Etanol
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Agronegócios, Alimentos e Bebidas
Mary Silva
mary.silva@bb.com.br
Luciana Carvalho
luciana_cvl@bb.com.br

Bancos e Serviços Financeiros
Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Bens de Capital
Catherine Kiselar
ckiselar@bb.com.br

Educação
Melina Constantino
mconstantino@bb.com.br

Imobiliário
Kamila Oliveira
kamila@bb.com.br

Óleo e Gás
Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Papel e Celulose
Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Siderurgia e Mineração
Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística
Renato Hallgren
renatoh@bb.com.br

Utilities
Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

Varejo
Georgia Jorge
georgiadaj@bb.com.br
Richardi Ferreira
richardi@bb.combr

Macroeconomia e Estratégia de Mercado

Hamilton Moreira Alves
hmoreira@bb.com.br
Henrique Tomaz, CFA
htomaz@bb.com.br
Richardi Ferreira
richardi@bb.combr

Renda Fixa

Renato Odo
renato.odo@bb.com.br
José Roberto dos Anjos
robertodosanjos@bb.com.br

Equipe de Vendas

Gerente - Henrique Reis
henrique.reis@bb.com.br

Denise Rédua de Oliveira
Eliza Mitiko Abe
Fábio Caponi Bertoluci
Marcela Andressa Pereira
Pedro Gonçalves
Sandra Regina Saran

Contatos

bb.distribuicao@bb.com.br
acoes@bb.com.br

BB Securities - London

4th Floor, Pinners Hall – 105-108 Old Broad St.
EC2N 1ER – London – UK
+44 (20) 7367 5800

Managing Director
Juliano Marcatto de Abreu — julianomarcatto@bb.com.br

Head of Sales and Trading
Henrique Catarino — henrique.catarino@bb.com.br

Syndicate
Daniel Bridges — daniel.bridges@bb.com.br

Trading
Bruno Fantasia — bruno.fantasia@bb.com.br
Gianpaolo Rivas — gianpaolo.rivas@bb.com.br

Banco do Brasil Securities LLC - New York

535 Madison Avenue, 33th Floor
New York City, NY 10022 - USA
(Member: FINRA/SIPC/NFA)

Managing Director
Andre Haui — andrehaui@bb.com.br

Institutional Sales
Michelle Malvezzi — m.malvezzi@bb.com.br
Fabio Frazão — fabio.frazao@bb.com.br