

10 de janeiro de 2022



Petróleo & Gás

A Seletividade será a Peça-Chave para Encarar um Cenário mais Desafiador
Atualizando Estimativas, Preços-Alvo e Recomendações

Petróleo & Gás

A Seletividade Será a Peça-Chave para Encarar um Cenário mais Desafiador
Atualizando Classificações, Preços-Alvo e Estimativas

Rodrigo Almeida

Resumo: No setor de Petróleo & Gás, apesar da sua forte geração de fluxo de caixa livre (FCL) e do seu bom pagamento de dividendos, nomes como o da Petrobras estão expostos ao ciclo eleitoral político em 2022. Assim, preferimos a exposição aos preços do petróleo através das empresas focadas em Exploração e Produção (E&P), segmento no qual a PetroRio se destaca em meio à sua execução de M&A. Em relação ao segmento de Distribuição de Combustíveis, reiteramos a nossa preferência pela Vibra Energia e pela Raízen dada as suas exposições aos altos preços do açúcar e do etanol, ao passo que, no setor de Energia, a equipe de gestão da Cosan continua entregando bons resultados operacionais. Já sobre as Petroquímicas, as margens fracas no A/A, apesar do seu forte histórico operacional, devem se traduzir em poucos catalisadores para as ações da Braskem.

Petróleo e Gás Integrado: Petrobras ("Manutenção"). Apesar de vermos a Petrobras se destacando em meio a uma boa geração de FCL e a um *dividend yield* robusto em 2022E, ela está exposta ao ciclo eleitoral brasileiro, o que pode trazer pressão e volatilidade às suas ações.

Exploração e Produção de Petróleo e Gás: PetroRio ("Compra"); Enauta ("Manutenção"). Preferimos nos expor aos preços do petróleo através dos nomes do segmento de E&P, sendo que os M&A nesta divisão representam um potencial catalisador para as suas ações em 2022. **Nome de preferência: PetroRio.**

Distribuição de combustível: Vibra Energia ("Compra"); Raízen ("Manutenção"). Um mercado potencialmente menos competitivo no 1S22 pode se traduzir em margens elevadas e em ganhos de *market share* para os *players* mais consolidados do setor. **Nomes preferidos: Vibra Energia, Raízen.**

Energia: Cosan ("Compra"). Ao nosso ver, a administração da Cosan continua sendo um dos grupos gerenciais mais ambiciosos e agressivos, por buscarem, com rigidez, oportunidades de crescimento decorrentes do período de transição energética no Brasil.

Petroquímica: Braskem ("Manutenção"). Apesar de se tratar de um segmento historicamente sólido, as margens devem continuar baixas no A/A, como resultado da projeção de que a demanda doméstica ficará pressionada em 2022.

Segmento de Petróleo & Gás Integrado

As eleições presidenciais no Brasil necessitam ser monitoradas, uma vez que elas podem potencialmente pressionar, ou, pelo menos, acrescentar volatilidade às ações da Petrobras, apesar dos fundamentos sólidos da companhia – destacamos a sua elevada geração de FCL esperada e o seu alto *dividend yield* (2022E).

Projeções para a commodity. Estamos considerando a curva de preços do Brent de 2022 em US\$ 72, de 2023 em US\$ 64, de 2024 em US\$ 60 e US\$ 55 para o longo prazo. O preço médio do Brent foi de aprox. US\$ 68/barril em 2021, acima dos US\$ 41,64 de 2020 e dos US\$ 64,26 de 2019, impulsionado pela normalização da atividade econômica global (levando a demanda de volta aos níveis pré-COVID) e por uma oferta restrita (afetada, em parte, pela tendência dos novos investimentos de se reorientarem em sentido à produção de energias de transição). Em relação à OPEP, esta continua sendo cautelosa acerca da demanda até 2022. Com a restrição da OPEP+, a atividade de xisto ainda moderada dos EUA, novos investimentos limitados e normalização do consumo, os fundamentos do petróleo permanecem pressionados, mas podem afrouxar no médio prazo se os efeitos de substituição, eficiência e transição acelerarem ou se a demanda for moderada por preços elevados.

Segmento de Exploração e Produção

As mudanças mercadológicas no Brasil estão preparando o caminho para o crescimento das empresas independentes de E&P, ao nosso ver. Acreditamos que a combinação (i) do movimento executado pela Petrobras e por outras empresas petrolíferas de grande porte de se desfazerem de ativos não essenciais (como campos de águas rasas, terrestres e, em alguns casos, de águas profundas) e (ii) das mudanças regulatórias feitas pela ANP (Agência do Nacional de Petróleo) que objetivam impulsionar a competitividade doméstica atraiu várias empresas internacionais (como a Wintershall, a Murphy, a Perenco e a Trident) e *players* locais (por exemplo, a Petro Rio e a PetroReconcavo) para o mercado brasileiro de E&P, segmento que acreditamos continuar sendo o mais ativo da América Latina de um ponto de vista de M&A.

Os reguladores e legisladores brasileiros têm procurado ativamente aumentar a competitividade das companhias de E&P independentes no país a fim de impulsionar a produção nacional de petróleo. Parte deste impulso, ao nosso ver, poderia ser explicado pelo nível atual do fator de recuperação econômica do setor estar por volta de 20% (de acordo com dados da ANP), muito inferior ao de países com indústrias de petróleo e gás maduras/bem desenvolvidas, tais como a Noruega (fator de recuperação em 70%) e o Reino Unido (fator de recuperação em 46%).

Dado este cenário, continuamos com a expectativa de que a PetroRio e a Enauta irão procurar ativamente por oportunidades de M&A. Entre as empresas que cobrimos, a PetroRio tem buscado participar efetivamente da realização de M&A, tendo em vista (i) as aquisições das plataformas Polvo e da TBMT, de modo a formar um *cluster de tiebacks* em meados de 2021, (ii) as aquisições da Frade e da Wahoo, e (iii) os seus esforços atuais para adquirir os campos de Albacora e Albacora Leste, pertencentes atualmente à Petrobras. Quanto à Enauta, esperamos que a empresa continue diversificando o seu portfólio atual para que ela consiga formar um conjunto mais robusto e equilibrado de ativos.

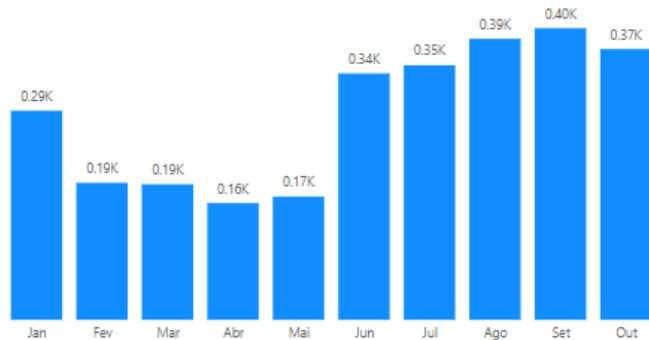
Segmento de Distribuição de Combustíveis

As empresas de distribuição de combustíveis de grande porte, tais como Vibra Energia, Raízen e Ipiranga, foram afetadas positivamente pela recente decisão da Petrobras de não importar combustíveis, e ganharam *market share* em cima dos *players* de menor porte no mercado, mantendo as suas margens elevadas. A partir do momento em que a Petrobras decidiu parar de trazer combustíveis internacionais ao mercado doméstico e em que ela restringiu esse mercado no Brasil, os *players* que dispõem de maiores infraestruturas e conhecimentos a respeito da importação de combustíveis têm se beneficiado não só do seu *know-how*, como também da sua escalabilidade. Embora o combustível importado seja mais custoso em comparação ao que é refinado pela Petrobras, acreditamos que os grandes distribuidores de combustíveis têm sido capazes de lidar bem com eles, ao passo que os pequenos *players* têm tido problemas acerca do seu estoque de combustíveis. **Caso este cenário se mantenha, esperamos que as empresas de distribuição de combustível de grande porte continuem a ganhar *market share* em 2022, mantendo, possivelmente, margens saudáveis.**

Um cenário macroeconômico mais volátil pode levar a ganhos ou a perdas no inventário e na importação. Dada a potencial volatilidade do preço do petróleo e do real, associada à pressão sobre o crescimento do PIB, prevemos que o ano de 2022 será volátil, com menor visibilidade para grandes rentabilidades no setor de distribuição de combustíveis. Quanto ao seu *mix* de produtos, teremos que monitorar o consumo de etanol, que pode se manter forte apesar de estar acima da paridade de preços em 70%, devido a estes se encontrarem mais baixos em termos absolutos, ante à gasolina (em R\$ por litro), o que poderia limitar o crescimento das margens do segmento.

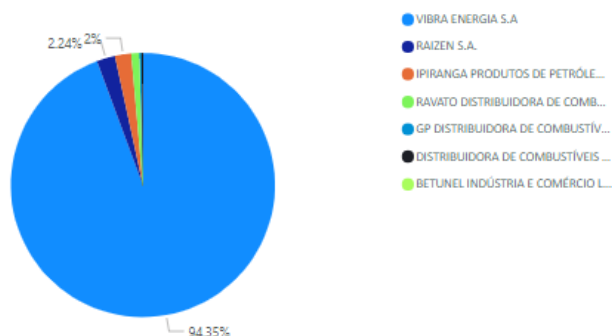
A demanda de petróleo deverá se manter forte em 2022... uma vez que a matriz energética brasileira continua sendo composta, em parte, por usinas elétricas alimentadas a petróleo. Como resultado, esperamos que a Vibra Energética, que detém um *market share* dominante de aprox. 95% neste segmento, continue a se beneficiar das margens mais elevadas deste produto.

Figura 1. Vendas de Combustíveis de Petróleo



Fontes: ANP e Santander.

Figura 2. Market Share do Segmento de Combustíveis a Base de Petróleo em Outubro



Fontes: ANP e Santander

Segmento Petroquímico

Os custos mais elevados da matéria-prima em 2022 poderiam levar a um decréscimo dos *spreads*, ao nosso ver, mas devem se manter em níveis ainda elevados e acima das médias históricas. Acreditamos que a escassez global de gás pode continuar a impactar as margens das empresas petroquímicas em 2022, apresentando uma menor disponibilidade de gás, o que leva a preços mais elevados da matéria-prima. Isto pode resultar em *spreads* relativamente elevadas no ano que vem, embora inferiores ao pico observado em 2021. Além disso, as novas instalações de Polietileno (PE) e de Polipropileno (PP) - poderiam pesar nos preços; em relação às de PVC, estas deverão resultar em bons *spreads*.

Braskem (BRKM5)

Rebaixando a Recomendação de “Compra” para “Manutenção”
Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 70,00 para R\$ 58,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Vemos que a Braskem está bem posicionada no Brasil, no México, no EUA e na Europa, apresentando: (i) uma geração de caixa positiva na baixa do ciclo petroquímico impulsionada por uma procura sólida, apesar dos *spreads* mistos; (ii) potenciais revisões para cima do consenso de mercado; (iii) uma aceleração do seu processo de desalavancagem; e (iv) as suas ações sendo negociadas em linha com a sua média histórica – dos períodos de baixa dos ciclos. Dito isto, estamos a rebaixando a nossa recomendação da Braskem para “Manutenção” dadas (i) as nossas expectativas de queda dos seus *spreads* futuros e (ii) a falta de catalisadores para as suas ações (por exemplo, os pagamentos de dividendos já foram realizados e os M&A com compradores estratégicos parecem improváveis neste momento, no nosso entendimento).

Perspectivas para 2022. Embora tenhamos uma percepção ligeiramente positiva em termos da sua diversificação regional e potenciais ganhos de *market share* no Brasil (em decorrência da maior disponibilidade de matéria-prima), nos EUA (pelo desenvolvimento do projeto Delta) e no México (também pela maior disponibilidade de matéria-prima), prevemos que em 2022 os seus *spreads* apresentarão uma redução em relação aos picos vistos em 2021. Assim, acreditamos que os custos mais elevados da matéria-prima em 2022 poderão levar a margens mais baixas. Dito isto, prevemos um EBITDA de US\$ 4 bilhões de dólares, bem acima do seu EBITDA histórico e de meio de ciclo.

Os dividendos devem continuar em 2022. Em 2021, a Braskem reconstruiu a sua base de pagamento de dividendos (ou seja, o capital social é agora positivo) e anunciou recentemente a sua primeira distribuição. Tendo em conta a nossa expectativa de que a alavancagem caia para abaixo dos 0,5x DL/EBITDA até o fim de 2022, esperamos que a empresa continue realizando o pagamento de dividendos.

Santander Equity Research

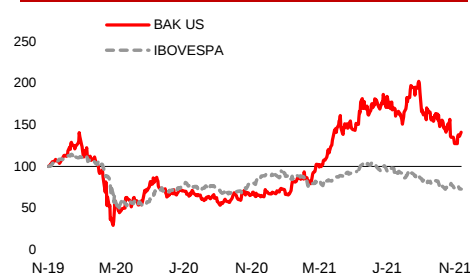
Petróleo & Gás

10 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 58,00

Desempenho de Preços (R\$)



Braskem

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	58,543	106,512	115,501	94,179
YoY change (%)	11.9	81.9	8.4	(18.5)
Gross Profit	11,212	32,748	23,692	15,888
YoY change (%)	68.8	192.1	(27.7)	(32.9)
EBITDA	11,264	31,242	23,035	15,445
YoY change (%)	49.2	177.4	(26.3)	(32.9)
As % of Revenue	19.2	29.3	19.9	16.4
Operating Income	(72)	28,553	18,968	11,320
YoY change (%)	(27.1)	n/m	(33.6)	(40.3)
As % of Revenue	(0.1)	26.8	16.4	12.0
Financial Results	(9,612)	(6,272)	(2,355)	(1,762)
Taxes	2,668	(3,385)	(5,399)	(3,107)
Net Profit	(7,015)	18,895	11,214	6,452
YoY change (%)	(142.2)	n/m	(40.7)	(42.5)
As % of Revenue	(12.0)	17.7	9.7	6.9
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	(4,172)	(3,811)	(4,067)	(4,125)
Other Noncash Items	0	0	0	0
Changes in Working Capital	(2,444)	(2,428)	470	(2,115)
Operating Cash Flow	(5,287)	20,278	15,751	8,462
Capital Expenditures	(2,756)	(3,652)	(4,590)	(4,288)
Free Cash Flow	(2,744)	19,557	11,161	4,174
Other Invest./Divestments	0	0	0	0
Change in Debt	14,754	(9,103)	(622)	(746)
Dividends	0	(5,990)	(4,485)	(2,581)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	13,863	16,208	22,262	23,109
Current Assets	34,190	46,414	52,819	52,778
Fixed Assets	38,758	39,779	40,301	40,465
Total Assets	86,084	98,235	105,164	105,285
Current Liabilities	28,387	37,530	38,206	35,039
Long-Term Liabilities	61,563	50,164	49,688	49,106
Shareholders' Equity	(3,867)	10,541	17,269	21,140
Total Financial Debt	54,027	44,925	44,303	43,557
ST Debt	9,033	8,088	7,942	7,778
LT Debt	44,994	36,837	36,361	35,779
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	33,523	22,855	16,235	14,703
Capital Employed	50,161	55,466	61,572	64,697
Net Debt/EBITDA	3.0	0.7	0.7	1.0
Net Debt/Equity	(8.7)	2.2	0.9	0.7
Capex/Revenue (%)	4.7	3.4	4.0	4.6
Int Cover (%)	2.3	6.0	6.4	4.4
Dividend Payout (%)	0.0	(85.4)	23.7	23.0
ROCE (%)	(5.5)	57.6	39.6	22.3
ROE (%)	(17,944.6)	566.2	80.6	33.6
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	-	2.4	4.1	7.1
P/CE	-	2.0	3.0	4.3
FV/EBITDA	4.6	2.2	2.7	3.9
FV/EBIT	-	2.4	3.3	5.3
FV/Revenue	0.9	0.6	0.5	0.6
P/BV	(4.8)	4.3	2.7	2.2
FCF Yield (%)	(14.8)	42.7	24.4	9.1
Div Yield (%)	(0.0)	13.1	9.8	5.6
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	(8.80)	23.70	14.07	8.09
DPS	0	7.51	5.63	3.24
BVPS	0	0	0	0

Cosan S.A. (CSAN3)

Elevando a Recomendação de “Manutenção” para “Compra”;
Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 31,00 (2022E);
Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 24,50 (2021E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Acreditamos que a Cosan oferecerá uma sólida combinação de (i) liderança quanto à distribuição de combustíveis fósseis no Brasil e na Argentina, assim como ao seu segmento já consolidado de açúcar e de etanol em conjunto à **Raízen Energia**, que também oferece um potencial de crescimento atrativo no setor de energias renováveis (E2G, Biogás); (ii) um *business* em desenvolvimento, porém já lucrativo, no setor de gás e energia da **Compass**; (iii) crescimento na sua divisão de lubrificantes por meio da **Moove**; (iv) uma presença dominante graças à **Rumo**, a maior operadora ferroviária independente do Brasil, com (v) o novo **Fundo de Investimentos** da empresa se tornando uma potencial fonte de crescimento adicional. Esperamos que todas as empresas continuem crescendo organicamente, tendo como catalisadores a serem monitorados as possíveis aquisições feitas pela Compass e o crescimento do segmento de energias renováveis na Raízen Energia.

Projeções para 2022.

- (i) **Raízen Energia:** Na sua divisão de açúcar e de energias renováveis, esperamos que a companhia se beneficie da sua melhor eficiência operacional e dos preços elevados do açúcar e do etanol. Quanto ao seu segmento de distribuição de combustíveis, acreditamos que os grandes distribuidores, como a Raízen, devem continuar a se beneficiar de um mercado pressionado, o que lhes deve permitir manter as suas margens elevadas, ao mesmo tempo que tendem a apresentar ganhos de *market share* em cima dos *players* menores e poucos expressivos no mercado.
- (ii) **Compass:** deve continuar a crescer por meio da Comgas, das obras no Terminal de gás natural em Santos e das operações comerciais de gás, ao passo que ela deve progredir com a aquisição da Gaspetro.
- (iii) **Moove:** tende a continuar o aumento do seu portfólio de oferta de produtos enquanto procura por oportunidades de se expandir geograficamente.
- (iv) **Desenvolvimento significativo na divisão de investimentos da Cosan...** incluindo (i) uma *joint-venture* centrada na criação da Mobitech (modelos de subscrição de veículos, gestão de frotas, modalidades de alugueis), (ii) Radar (gestão de terrenos), e (iii) uma exposição à mineração através da aquisição do Porto São Luis.

Santander Equity Research

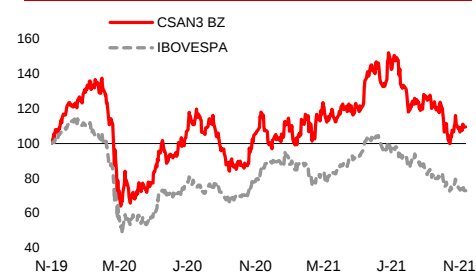
Petróleo & Gás

10 de janeiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 31,00

Desempenho de Preços (R\$)



Cosan

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	68,631	111,771	127,317	131,969
YoY change (%)	(6.0)	62.9	13.9	3.7
Gross Profit	7,323	13,015	16,265	19,202
YoY change (%)	(1.5)	77.7	25.0	18.1
EBITDA	6,353	12,316	14,190	15,884
YoY change (%)	12.8	93.9	15.2	11.9
As % of Revenue	9.3	11.0	11.1	12.0
Operating Income	4,316	8,363	10,797	13,603
YoY change (%)	(10.2)	93.8	29.1	26.0
As % of Revenue	6.3	7.5	8.5	10.3
Financial Results	(1,030)	(2,698)	(2,410)	(4,229)
Taxes	(526)	(1,253)	(2,256)	(1,711)
Net Profit	2,641	6,983	6,109	7,640
YoY change (%)	9.4	164.4	(12.5)	25.1
As % of Revenue	3.8	6.2	4.8	5.8
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	3,153	4,921	5,317	5,576
Other Noncash Items	-	-	-	-
Changes in Working Capit	164	2,528	(155)	(308)
Operating Cash Flow	6,009	14,432	11,271	12,908
Capital Expenditures	(3,250)	(8,642)	(9,285)	(7,539)
Free Cash Flow	2,625	3,262	2,141	5,677
Other Invest./Divestment	0	0	0	0
Change in Debt	(474)	(6,818)	0	0
Dividends	(474)	(1,430)	(2,138)	(2,674)
Capital Increases/Other	82	875	1,523	1,790
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	6,325	20,800	21,944	24,639
Current Assets	24,169	54,062	55,197	58,364
Fixed Assets	22,581	73,768	75,575	87,467
Total Assets	61,382	103,779	111,068	145,831
Current Liabilities	16,355	32,720	32,555	32,719
Long-Term Liabilities	33,336	75,453	75,453	75,453
Shareholders' Equity	11,691	28,722	32,692	37,659
Total Financial Debt	31,247	57,812	57,812	57,812
ST Debt	3,802	4,625	4,625	4,625
LT Debt	23,904	53,187	53,187	53,187
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	13,895	21,451	20,307	17,612
Capital Employed	36,736	94,515	98,490	103,251
Net Debt/EBITDA	2.2	1.7	1.4	1.1
Net Debt/Equity	1.2	0.7	0.6	0.5
Capex/Revenue (%)	4.7	7.7	7.3	5.7
Int Cover (%)	2.9	5.9	4.9	5.5
Dividend Payout (%)	19.6	54.2	30.6	43.8
ROCE (%)	7.8	6.0	7.2	8.7
ROE (%)	23.0	34.6	19.9	21.7
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	2.8	6.0	6.8	5.5
P/CE	-	20.2	n/m	20.2
FV/EBITDA	3.4	5.2	4.4	3.8
FV/EBIT	5.1	7.7	5.8	4.4
FV/Revenue	0.3	0.6	0.5	0.5
P/BV	0.6	1.5	1.3	1.1
FCF Yield (%)	35.5	7.8	5.1	13.6
Div Yield (%)	6.4	3.4	5.1	6.4
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	6.70	3.73	3.26	4.08
DPS	1.20	0.76	1.14	1.43
BVPS	29.66	15.33	17.44	20.09

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Enauta (ENAT3)

Aumentando o Preço-Alvo de R\$ 15,00 para R\$ 16,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Na frente operacional, o único ativo produtivo da Enauta (Atlanta) tem sofrido com a alta volatilidade da sua produção em decorrência de impasses operacionais. Isso ocorre adto que, além da Atlanta, a Enauta detém atualmente apenas participações em ativos exploratórios (especialmente no horizonte Sergipe-Alagoas). Já na sua frente estratégica, a sua equipe de gestão continua procurando por oportunidades de M&A, uma vez que ela visa diversificar o seu portfólio por meio da adição de ativos de produção já geradores de fluxo de caixa.

Projeções para 2022. Com base nas nossas discussões, vemos a Enauta almejando realizar M&A que detém e/ou apresentam as seguintes características: ativos produtivos de alto retorno, desde domésticos a internacionais ou de águas rasas a profundas; focados em petróleo (ativos relacionados ao gás talvez sejam uma opção); de preferência, com um parceiro.

Na frente exploratória... acreditamos que a empresa avançará com mais cuidado, apresentando uma estratégia baseada em realizar gastos de *capex* em aquisições de blocos que já estão performando e gerando fluxo de caixa, evitando realizar a compra de ativos que apresentam a potencialidade de conterem petróleo, mas que não ainda formam geração de fluxo de caixa.

Dada o seu caixa líquido robusto, a Enauta deve continuar buscando por oportunidades de M&A até 2022. A companhia detém um caixa de aprox. R\$ 2,4 bilhões (caixa líquido de R\$ 2,2 bilhões, desconsiderando os aluguéis) que se traduz num múltiplo Caixa Líquido/EBITDAX de 1,2x, o que significa que a companhia se encontra num estado saudável para se alavancar.

Santander Equity Research

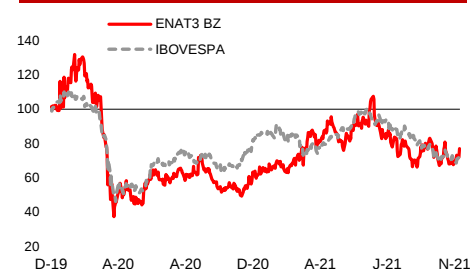
Petróleo & Gás

10 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 16,00

Desempenho de Preços (R\$)



Enauta

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	945	1,804	2,526	2,306
YoY change (%)	(15.0)	90.8	40.0	(8.7)
Gross Profit	250	699	1,268	1,278
YoY change (%)	(28.3)	179.2	81.4	0.8
EBITDA	783	1,898	1,519	1,412
YoY change (%)	21.7	142.4	(20.0)	(7.1)
As % of Revenue	82.8	105.2	60.1	61.2
Operating Income	266	1,383	1,168	1,178
YoY change (%)	26.7	419.3	(15.5)	0.8
As % of Revenue	28.2	76.7	46.2	51.1
Financial Results	114	178	91	29
Taxes	(99)	(451)	(428)	(410)
Net Profit	281	1,110	831	796
YoY change (%)	43.4	294.6	(25.1)	(4.2)
As % of Revenue	29.8	61.5	32.9	34.5
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	517	515	351	234
Other Noncash Items	402	337	260	205
Changes in Working Capital	185	(174)	32	26
Operating Cash Flow	868	1,273	1,124	1,028
Capital Expenditures	(748)	(625)	(2,597)	(1,027)
Free Cash Flow	714	1,429	(1,431)	(31)
Other Invest./Divestments	115	181	101	37
Change in Debt	(35)	(56)	(40)	(33)
Dividends	0	0	(166)	(159)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	1,713	2,741	1,065	903
Current Assets	1,892	3,122	1,490	1,295
Fixed Assets	2,456	2,767	4,684	5,477
Total Assets	4,348	5,890	6,173	6,772
Current Liabilities	524	869	643	612
Long-Term Liabilities	1,068	1,339	1,160	1,152
Shareholders' Equity	2,756	3,683	4,348	4,985
Total Financial Debt	217	161	121	87
ST Debt	56	49	37	12
LT Debt	161	111	84	76
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	(1,495)	(2,581)	(945)	(815)
Capital Employed	2,973	3,843	4,468	5,072
Net Debt/EBITDA	(1.9)	(1.4)	(0.6)	(0.6)
Net Debt/Equity	(0.5)	(0.7)	(0.2)	(0.2)
Capex/Revenue (%)	79.1	34.7	102.8	44.5
Int Cover (%)	6,991.4	645.9	155.0	167.1
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	15.0	19.2
ROCE (%)	12.3	47.7	35.7	31.3
ROE (%)	10.0	34.5	20.7	17.1
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	10.5	3.3	4.4	4.6
P/CE	-	6.2	7.7	6.5
FV/EBITDA	1.8	0.6	1.8	2.0
FV/EBIT	5.4	0.8	2.3	2.4
FV/Revenue	1.5	0.6	1.1	1.2
P/BV	1.1	1.0	0.8	0.7
FCF Yield (%)	24.3	38.9	(38.9)	(0.8)
Div Yield (%)	(0.0)	(0.0)	4.5	4.3
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.06	4.18	3.13	3.00
DPS	0	0	0.63	0.60
BVPS	10.37	13.85	16.36	18.75

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Petrobras (PETR3)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 34,00 para R\$ 33,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Os fundamentos... Acreditamos que os fundamentos da Petrobras se encontram bem consolidados devido a diversos fatores-chave: (i) aumento da sua capacidade produtiva (CAGR de aprox. 4,0% em 2021-26 segundo as nossas estimativas), com um foco cada vez maior no seu segmento referente à exploração do pré-sal (provavelmente, representando ~80% da sua produção total em 2026 vs. ~70% atualmente); (ii) queda de custos, tendo os relacionados à produção em US\$ 4,80/barril, na média, durante o período de 2022-26, e US\$ 3,50/barril para o pré-sal; (iii) uma política de preços pragmática que deverá continuar impulsionando os resultados obtidos com a refinação; (iv) um plano de *capex* ambicioso de US\$ 68 bilhões para os próximos cinco anos, devidamente focada no segmento de *upstream* e no pré-sal; e (v) um programa de desinvestimento de ativos atualmente operantes no valor de US\$ 15-25 bilhões, visando à venda de ativos E&P e de refinaria para a realocação em ativos na fase de logística.

Os resultados... A combinação desses fatores, no período de 2022-26, deverá resultar em: (i) um elevado rendimento de fluxo de caixa livre, (ii) um aumento do *dividend yield*; e (iii) uma baixa alavancagem. Embora mantenhamos uma visão positiva sobre os fundamentos da empresa, reiteramos a nossa visão cautelosa sobre as suas ações, tendo em vista o potencial impacto negativo que elas devem sofrer em decorrência da perspectiva macropolítica brasileira desafiadora em 2022.

Perspectiva para 2022. Esperamos que a Petrobras aumente a sua lucratividade já elevada (em torno de 50% da margem EBITDA), impulsionada por uma maior participação do pré-sal na produção global e por menores custos de produção, o que, combinado com o prosseguimento da sua atual política de preços, deverão conduzir a empresa a registrar um robusto rendimento de FCL em 26%, um elevado *dividend yield* de 17%, uma baixa alavancagem (DL/EBITDA de 1,2x) e um *valuation* atraente de 3,0x EV/EBITDA.

A verdade nua e crua. A sua nova política de dividendos melhorada e mais simples oferece maior previsibilidade, com (i) pagamentos trimestrais, (ii) um dividendo anual mínimo de US\$ 4 bilhões de dólares quando o Brent tiver uma média de preços superior a US\$ 40/barril, (iii) a possibilidade de dividendos extraordinários, (iv) um *payout* de 60% do fluxo de caixa operacional menos o *capex* e (v) distribuições semelhantes às ações ON e PN.

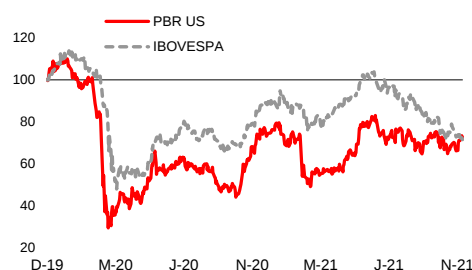
Santander Equity Research

Petróleo & Gás
10 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 33,00

Desempenho de Preços (R\$)



Petrobras

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

R\$				
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	272,069	434,657	458,829	334,295
YoY change (%)	(12.6)	59.8	5.6	(27.1)
Gross Profit	123,962	220,181	194,626	181,070
YoY change (%)	0.2	77.6	(11.6)	(7.0)
EBITDA	142,973	242,331	229,476	219,540
YoY change (%)	11.1	69.5	(5.3)	(4.3)
As % of Revenue	52.6	55.8	50.0	65.7
Operating Income	52,893	194,029	151,219	149,052
YoY change (%)	(35.2)	266.8	(22.1)	(1.4)
As % of Revenue	19.4	44.6	33.0	44.6
Financial Results	(42,778)	(45,031)	(15,727)	7,247
Taxes	6,209	(46,325)	(43,676)	(50,750)
Net Profit	6,246	104,224	84,783	98,515
YoY change (%)	(80.1)	1,568.7	(18.7)	16.2
As % of Revenue	2.3	24.0	18.5	29.5
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	58,305	66,707	78,258	70,489
Other Noncash Items	84,771	118,030	101,018	70,275
Changes in Working Capit	(49,407)	(19,312)	(1,148)	6,776
Operating Cash Flow	41,610	202,943	184,653	175,566
Capital Expenditures	(40,900)	(41,686)	(63,732)	(81,851)
Free Cash Flow	33,598	114,417	104,547	80,588
Other Invest./Divestments	1,076	554	532	425
Change in Debt	25,056	(80,325)	(23,050)	(16,080)
Dividends	0	(59,900)	(72,552)	(56,229)
Capital Increases/Other	(103,815)	(46,542)	(45,613)	(42,259)
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	64,280	67,585	48,623	38,915
Current Assets	142,323	167,380	156,127	118,462
Fixed Assets	740,122	729,265	749,680	786,062
Total Assets	987,419	983,854	992,960	986,551
Current Liabilities	136,287	140,513	147,218	119,922
Long-Term Liabilities	539,982	463,299	453,469	432,071
Shareholders' Equity	308,410	373,430	385,661	427,947
Total Financial Debt	280,038	201,572	184,909	155,488
ST Debt	21,751	18,761	17,210	14,472
LT Debt	258,287	182,811	167,698	141,016
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	328,268	260,098	269,429	256,749
Capital Employed	591,188	581,615	577,182	590,047
Net Debt/EBITDA	2.3	1.1	1.2	1.2
Net Debt/Equity	1.1	0.7	0.7	0.6
Capex/Revenue (%)	15.0	9.6	13.9	24.5
Int Cover (%)	7.3	16.3	23.2	33.7
Dividend Payout (%)	0.0	959.0	69.6	66.3
ROCE (%)	5.9	22.0	17.3	16.7
ROE (%)	2.1	30.6	22.3	24.2
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	n/m	3.9	4.8	4.1
P/CE	-	10.9	n/m	14.5
FV/EBITDA	5.0	2.8	3.0	3.1
FV/EBIT	13.5	3.5	4.5	4.5
FV/Revenue	2.6	1.6	1.5	2.0
P/BV	1.2	1.1	1.1	1.0
FCF Yield (%)	8.8	28.1	25.7	19.8
Div Yield (%)	(0.0)	14.7	17.8	13.8
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.48	7.99	6.50	7.55
DPS	0	4.59	5.56	4.31
BVPS	23.64	28.63	29.57	32.81

Petro Rio (PRIO3)

Santander Equity Research

Petróleo & Gás

10 de janeiro de 2022

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 33,00 para R\$ 31,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Compra

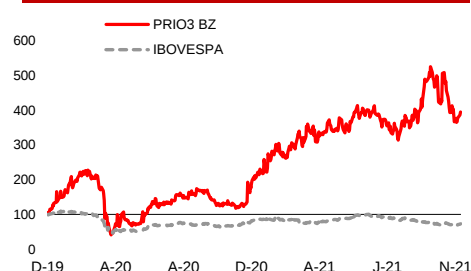
Preço-Alvo: R\$ 31,00

Tese de Investimento: A partir do momento em que a Petro Rio deixou de ser um *player* voltado à exploração para se tornar uma empresa produtora de petróleo, temos visto que ela se envolveu em vários M&A assertivos, como os de Polvo, Frade, Tubarão Martelo e Wahoo. Assim, esperamos que a empresa continue realizando aquisições com um foco especial em ativos produtivos que, posteriormente, possam vir a fazer parte de um potencial *cluster*, possibilitado pelos *tiebacks*. Paralelamente ao seu crescimento inorgânico, esperamos que a companhia mantenha os seus esforços acerca das temáticas de redução de custos e de continuidade nas campanhas de perfuração nos ativos já existentes. Nessa análise, vemos a sua capacidade de execução e a sua alavancagem permanecendo como os elementos-chave para apoiar os projetos de M&A e de campanhas de perfuração da empresa.

Perspectiva para 2022. Quanto à sua frente de M&A, foi anunciado, em novembro, que a Petro Rio foi selecionada pela Petrobras como a companhia que deu o maior lance para (i) 100% do campo de Albacora Leste e (ii) 70% do campo de Albacora (sendo que o seu parceiro espanhol corresponde aos demais 30%), ambos os campos que a Petrobras pretende se desfazer. Assim, a PetroRio iniciou as suas negociações com a Petrobras, um processo que não tem um prazo específico, mas que pode levar de três a seis meses, se não mais. Durante este período, tanto a Petro Rio quanto a Petrobras poderiam potencialmente divulgar informações adicionais (como o *opex*, *capex* etc.) que permitiriam um melhor entendimento do valor dos campos de Albacora e Albacora Leste, permitindo-nos realizar um *valuation* mais preciso. Além disso, o campo Wahoo continua sendo um potencial *upside* para a Petro Rio, já que a decisão da sua companhia parceira a respeito do seu plano de desenvolvimento deve ser divulgada logo. Na sua frente operacional, a PetroRio continua se preparando para a campanha de perfuração no campo de Frade (1 poço produtor, 2 poços de injeção) para começar já no 1T22, enquanto também avança com os preparativos para o desenvolvimento de Wahoo.

Fortes bases financeiras. A empresa terminou o 3T21 com um Caixa Líquido/EBITDA de 0,5x, o que foi apoiado pela sua sólida geração de fluxo de caixa, pela emissão de títulos em junho e pelo seu *follow-on* no 1T21. Dessa forma, destacamos esses dois últimos como opções de financiamento que permitiriam à empresa realizar as suas potenciais aquisições ao passo que mantém a sua meta de Dívida Líquida/EBITDA em 2,5x.

Desempenho de Preços (R\$)



Petro Rio

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	1,904	3,788	4,185	3,401
YoY change (%)	15.8	98.9	10.5	(18.7)
Gross Profit	588	2,183	2,515	2,020
YoY change (%)	(10.0)	271.0	15.2	(19.7)
EBITDA	1,787	2,580	2,981	2,408
YoY change (%)	26.2	44.4	15.5	(19.2)
As % of Revenue	93.8	68.1	71.2	70.8
Operating Income	943	1,850	2,330	1,876
YoY change (%)	2.0	96.2	25.9	(19.5)
As % of Revenue	49.5	48.8	55.7	55.2
Financial Results	(347)	113	(238)	241
Taxes	(31)	(536)	(677)	(720)
Net Profit	453	1,426	1,415	1,398
YoY change (%)	(28.8)	214.8	(0.8)	(1.2)
As % of Revenue	23.8	37.6	33.8	41.1
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	(844)	(730)	(651)	(532)
Other Noncash Items	0	0	0	0
Changes in Working Capital	(177)	360	(13)	(11)
Operating Cash Flow	1,579	2,405	2,292	1,716
Capital Expenditures	(107)	(1,496)	(457)	(911)
Free Cash Flow	1,096	(814)	1,757	2,089
Other Invest./Divestments	361	1,143	87	544
Change in Debt	0	0	0	(1,000)
Dividends	0	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	832	3,391	7,211	7,341
Current Assets	1,773	4,934	8,642	8,607
Fixed Assets	4,316	6,370	6,176	6,558
Total Assets	6,793	12,050	15,210	15,555
Current Liabilities	2,149	781	687	665
Long-Term Liabilities	1,492	4,609	4,398	3,367
Shareholders' Equity	3,151	6,660	10,125	11,522
Total Financial Debt	1,910	3,421	3,421	2,421
ST Debt	1,520	200	200	189
LT Debt	390	3,221	3,221	2,232
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	1,654	630	(3,545)	(4,678)
Capital Employed	4,671	6,860	10,325	13,943
Net Debt/EBITDA	0.9	0.2	(1.2)	(1.9)
Net Debt/Equity	0.5	0.1	(0.4)	(0.4)
Capex/Revenue (%)	5.6	39.5	10.9	26.8
Int Cover (%)	1.0	1.9	7.7	7.3
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	9.7	20.8	13.7	10.0
ROE (%)	18.0	29.1	16.9	12.9
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	3.8	2.1	2.1	2.1
P/CE	1.3	1.4	1.5	1.6
FV/EBITDA	1.9	1.4	-	-
FV/EBIT	3.6	2.0	-	-
FV/Revenue	1.8	1.0	(0.1)	(0.5)
P/BV	0.5	0.5	0.3	0.3
FCF Yield (%)	63.4	(27.1)	58.6	69.6
Div Yield (%)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	3.13	9.86	9.78	9.66
DPS	0	0	0	0
BVPS	21.78	46.03	69.98	79.64

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Raízen (RAIZ4)

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 11,00 para R\$ 9,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Ao nosso ver, a Raízen se encontra atrativamente valorizada, fortemente posicionada para aumentar o seu portfólio de produtos renováveis ao passo que aperfeiçoa continuamente as suas outras linhas de negócio já estabelecidas. Os principais aspectos que fazem da Raízen um *player* diferenciado no segmento de energia e renováveis incluem: (i) a sua liderança na produção de biomassa, o que lhe permite prosseguir com o seu plano agressivo e claramente definido de crescimento na divisão de energias renováveis, que vai além do E2G (etanol de segunda geração) ao biogás; (ii) a sua forte posição em relação às operações de açúcar e de etanol, sendo que ambas apresentam uma robusta eficiência operacional; (iii) o fato de ela ser uma das melhores companhias de distribuição de combustíveis com oportunidades de crescimento atraentes; e (iv) uma equipe administrativa experiente que já apresentou um bom histórico de resultados.

Perspectivas para 2022. Na sua divisão de açúcar e de energias renováveis, esperamos que a empresa se beneficie da sua melhor eficiência operacional e dos preços elevados do açúcar e do etanol. Quanto ao seu segmento de distribuição de combustíveis, acreditamos que os grandes distribuidores, como a Raízen, devem continuar se beneficiando de um mercado pressionado, o que lhes deve permitir manter as suas margens elevadas, ao mesmo tempo que tendem a apresentar ganhos de *market share* em cima dos *players* menores e poucos expressivos no mercado. Dessa forma, ajustamos o nosso preço-alvo para refletir o recém-anunciado *guidance* da empresa.

Um *player* de energias renováveis com um plano de crescimento ambicioso e claramente definido. Acreditamos que a Raízen está estrategicamente posicionada para aproveitar das oportunidades de crescimento estruturais que estão sendo criadas pelo período atual de transição energética – o qual está remodelando a matriz energética global. Ademais, o fato de ela ser a maior produtora mundial de biomassa permite à Raízen prosseguir com os seus projetos de alto retorno, que vão desde o E2G até além do biogás.

Uma combinação atraente de outras operações eficientes com *upsides* em termos de crescimento e de eficiência operacional. A Raízen é uma das distribuidoras de combustíveis mais eficientes do Brasil, apresentando um potencial de crescimento em termos de diversificação geográfica, de lojas de conveniência e de *market share*. Já no seu segmento de açúcar, a Raízen se encontra como a maior produtora mundial dessa *commodity* e em uma situação favorável para aumentar a sua produtividade e a sua rentabilidade no setor.

Santander Equity Research

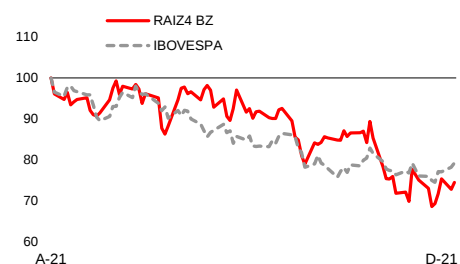
Petróleo & Gás

10 de janeiro de 2022

Compra

Preço-Alvo: R\$ 9,00

Desempenho de Preços (R\$)



Raízen

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2021–24E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2021A	2022E	2023E	2024E
Total Revenue	114,621	146,349	162,238	161,018
YoY change (%)	(4.9)	27.7	10.9	(0.8)
Gross Profit	12,244	17,417	22,131	23,544
YoY change (%)	13.6	42.2	27.1	6.4
EBITDA	8,356	11,621	15,901	17,101
YoY change (%)	(7.4)	39.1	36.8	7.5
As % of Revenue	7.3	7.9	9.8	10.6
Operating Income	3,623	5,602	9,621	11,103
YoY change (%)	(28.6)	54.6	71.7	15.4
As % of Revenue	3.2	3.8	5.9	6.9
Financial Results	(1,416)	(1,204)	(1,523)	(1,770)
Taxes	(660)	(1,267)	(2,377)	(2,748)
Net Profit	1,547	3,130	5,721	6,586
YoY change (%)	(35.4)	102.4	82.7	15.1
As % of Revenue	1.3	2.1	3.5	4.1
CASH FLOW	2021A	2022E	2023E	2024E
Depreciation & Amortization	4,733	6,019	6,280	5,998
Other Noncash Items	(1,416)	(1,204)	(1,523)	(1,770)
Changes in Working Capital	0	130	(583)	(75)
Operating Cash Flow	5,705	9,280	11,419	12,509
Capital Expenditures	(3,388)	(11,800)	(10,029)	(9,675)
Free Cash Flow	5,383	(625)	7,742	7,362
Other Invest./Divestments	0	(3,600)	(1,500)	0
Change in Debt	0	2,760	7,958	5,419
Dividends	(2,611)	(1,565)	(3,003)	(3,622)
Capital Increases/Other	0	6,000	0	0
BALANCE SHEET	2021A	2022E	2023E	2024E
Cash and Equivalents	7,578	6,565	8,173	8,950
Current Assets	26,611	27,321	30,545	30,795
Fixed Assets	40,023	47,322	53,252	57,874
Total Assets	66,633	74,644	83,797	88,669
Current Liabilities	24,741	28,564	32,224	35,145
Long-Term Liabilities	31,802	31,035	33,812	32,799
Shareholders' Equity	10,090	15,044	17,761	20,725
Total Financial Debt	24,445	25,157	30,103	32,503
ST Debt	2,222	3,702	5,871	9,283
LT Debt	22,222	21,455	24,232	23,219
FINANCIAL RATIOS	2021A	2022E	2023E	2024E
Net Debt	14,172	15,897	19,235	20,858
Capital Employed	36,237	40,424	45,918	47,869
Net Debt/EBITDA	1.7	1.4	1.2	1.2
Net Debt/Equity	1.4	1.1	1.1	1.0
Capex/Revenue (%)	3.0	8.1	6.2	6.0
Int Cover (%)	4.9	6.5	7.4	6.8
Dividend Payout (%)	109.0	101.2	95.9	63.3
ROCE (%)	8.2	10.7	15.8	17.5
ROE (%)	14.2	24.9	34.9	34.2
MARKET RATIOS	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	-	18.8	10.3	8.9
P/CE	-	-	-	n/m
FV/EBITDA	-	6.4	4.9	4.7
FV/EBIT	-	13.3	8.1	7.2
FV/Revenue	-	0.5	0.5	0.5
P/BV	-	3.9	3.3	2.8
FCF Yield (%)	-	(1.1)	13.2	12.5
Div Yield (%)	-	2.7	5.1	6.2
PER SHARE DATA	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.16	0.32	0.58	0.66
DPS	0.26	0.16	0.30	0.36
BVPS	1.02	1.52	1.79	2.09

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Ultrapar (UGPA3)

Rebaixando a Recomendação de “Compra” para “Manutenção”;

Introduzindo o Preço-Alvo de R\$ 17,00 (2022E);

Substituindo o Preço-Alvo de R\$ 24,00 (2021E)

Rodrigo Almeida

Tese de Investimento: Acreditamos que a Ultrapar continua bem posicionada, tendo em vista o seu papel como *holding* de diversos negócios resiliente, que agora se encontram mais concentrados, dados os desinvestimentos na Oxiten e na Extrafarma. Ademais, esperamos que a empresa continue buscando (i) por crescimentos orgânicos no Ipiranga, na Ultracargo e na Ultragaz; e (ii) por oportunidades de crescimentos inorgânicos em segmentos, tais como os de biocombustíveis, o de gás natural e de infraestruturas. A falta de catalisadores é a principal razão para termos rebaixado a recomendação.

Perspectivas para 2022. Esperamos que a recuperação gradual dos volumes da Ipiranga, que tende a ser estimulada por um mercado pressionado, beneficiando as empresas de distribuição de combustíveis de grande porte ante às menores, permite com que a Ipiranga potencialmente melhore as suas margens, ao passo que a companhia registra ganhos de *market share* vs. os demais *players* de pequeno porte. Além disso, destacamos a nossa expectativa de que a Ultragaz permanecerá com margens estáveis e de que a Ultracargo mantenha os seus bons resultados operacionais, apesar da recessão econômica esperada em 2022.

Foco nas novas potenciais oportunidades de crescimento. Com base em nossas discussões com a administração, as potenciais áreas de crescimento poderiam incluir, no curto prazo, iniciativas de distribuição do GNL (gás natural liquefeito) e/ou gás natural, e, no longo prazo, oportunidades no mercado de biocombustíveis, no comércio de energia elétrica, entre outros. Assim, esperamos que a companhia continue a investir no crescimento das suas plataformas já existentes dos segmentos de energia e de infraestrutura, bem como em novas áreas para alavancar a atual transição de matriz energética no Brasil.

As principais mudanças gerenciais. No dia 22 de setembro, o conselho de administração da Ultrapar anunciou importantes mudanças quanto à sua gestão, em particular a elevação do atual membro do conselho Marcos Lutz como futuro sucessor do atual CEO e potencialmente como presidente do Conselho Administrativo. Enxergamos positivamente essas alterações a partir da perspectiva de que elas fazem parte do processo de renovação de liderança da empresa, que objetiva impulsionar as oportunidades de crescimento rentáveis nos setores de energia e de infraestruturas, com uma ênfase nas crescentes iniciativas acerca do período de transição energética no Brasil.

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Santander Equity Research

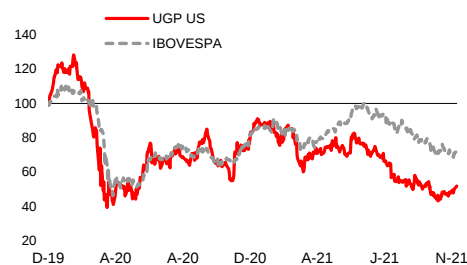
Petróleo & Gás

10 de janeiro de 2022

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 17,00

Desempenho de Preços (R\$)



Ultrapar

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020-23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	81,241	118,334	126,802	106,674
YoY change (%)	(9.0)	45.7	7.2	(15.9)
Gross Profit	5,613	6,854	7,309	7,462
YoY change (%)	(8.1)	22.1	6.6	2.1
EBITDA	3,408	3,975	3,983	4,197
YoY change (%)	0.0	16.6	0.2	5.4
As % of Revenue	4.2	3.4	3.1	3.9
Operating Income	1,812	1,842	2,595	2,761
YoY change (%)	39.3	1.7	40.9	6.4
As % of Revenue	2.2	1.6	2.0	2.6
Financial Results	(269)	(684)	(414)	(399)
Taxes	(571)	(250)	(742)	(803)
Net Profit	928	886	1,439	1,559
YoY change (%)	130.2	(4.5)	62.4	8.3
As % of Revenue	1.1	0.7	1.1	1.5
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	(1,557)	(1,631)	(1,388)	(1,436)
Other Noncash Items	0	395	0	0
Changes in Working Capit	1,456	(1,690)	98	763
Operating Cash Flow	4,210	1,511	3,340	4,157
Capital Expenditures	(1,426)	(1,582)	(1,800)	(1,808)
Free Cash Flow	2,495	(354)	1,180	1,947
Other Invest./Divestments	-	-	-	-
Change in Debt	2,983	(1,373)	(1,669)	(800)
Dividends	(741)	(854)	(720)	(779)
Capital Increases/Other	-	-	-	-
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	7,695	3,948	2,849	3,385
Current Assets	17,489	17,628	16,326	15,077
Fixed Assets	9,789	9,875	9,941	10,010
Total Assets	36,250	36,708	35,603	34,523
Current Liabilities	9,241	9,830	9,428	8,251
Long-Term Liabilities	17,099	16,496	15,074	14,392
Shareholders' Equity	9,910	10,381	11,101	11,881
Total Financial Debt	17,376	16,003	14,335	13,535
ST Debt	3,256	2,361	2,115	1,997
LT Debt	14,120	13,642	12,220	11,538
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	9,681	12,056	11,485	10,149
Capital Employed	36,564	32,430	31,364	30,464
Net Debt/EBITDA	2.8	3.0	2.9	2.4
Net Debt/Equity	1.0	1.2	1.0	0.9
Capex/Revenue (%)	1.8	1.3	1.4	1.7
Int Cover (%)	4.3	3.8	7.4	7.8
Dividend Payout (%)	184.0	92.1	81.2	54.2
ROCE (%)	6.5	6.5	10.6	11.7
ROE (%)	9.4	8.7	13.4	13.6
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	28.3	18.9	11.6	10.7
P/CE	10.6	6.6	5.9	5.6
FV/EBITDA	10.5	7.2	7.1	6.4
FV/EBIT	19.8	15.6	10.9	9.7
FV/Revenue	0.4	0.2	0.2	0.3
P/BV	2.6	1.6	1.5	1.4
FCF Yield (%)	9.5	(2.1)	7.1	11.6
Div Yield (%)	2.8	5.1	4.3	4.7
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.83	0.79	1.29	1.40
DPS	0.66	0.77	0.65	0.70
BVPS	15.59	14.35	12.86	12.14

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Vibra Energia (VBBR3)

Santander Equity Research

Petróleo & Gás

10 de janeiro de 2022

Reduzindo o Preço-Alvo de R\$ 38,00 para R\$ 31,00 (2022E)

Rodrigo Almeida

Compra

Preço-Alvo: R\$ 31,00

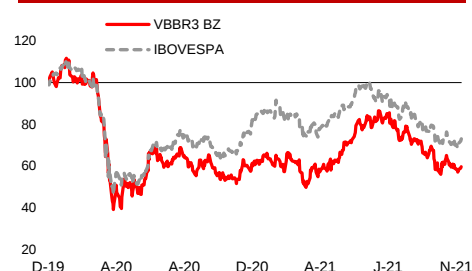
Tese de Investimento: Depois de ter reportado melhorias operacionais, em um ritmo mais rápido do que esperávamos em 2021, a Vibra já atingiu um forte nível de contingenciamento de custos que se traduzem em uma margem EBITDA/m³ recorrente de mais de R\$ 100. Além disso, a sua equipe de gestão continua trabalhando em novas fontes – principalmente, envolvendo a política de preços da companhia e o seu estoque de combustíveis – que levarão a uma melhora da sua margem bruta. Não só (i) o seu *valuation* permanece atraente, com as ações negociando abaixo do seu múltiplo EV/EBITDA histórico, como também (ii) vemos a Vibra avançando com a sua estratégia de longo prazo, que visa à criação de valor por meio do aproveitamento das atuais oportunidades, os quais envolvem as mudanças estruturais que o processo de transição energética está provocando no mercado de energia brasileiro.

Perspectivas para 2022. Esperamos que 2022 seja mais um bom ano para a Vibra em termos de resultados, dadas (i) as contínuas iniciativas de redução de custos; (ii) os incrementos nos segmentos de B2B e, potencialmente, no de aviação, ambos setores com margens elevadas; e (iii) os esforços contínuos que visam ao aperfeiçoamento dos resultados da sua margem bruta, através da sua política de preços – melhorando os preços de entrada e de saída – e do estoque de combustíveis da companhia. Estes fatores deverão conduzir a uma margem EBITDA recorrente de mais de R\$ 100/m³ (vs. R\$ 89/m³ em 2020E e R\$ 77/m³ em 2019). Adicionalmente, destacamos que um mercado pressionado do ponto de vista da oferta deveria beneficiar grandes *players* como a Vibra, que podem não só manter as margens elevadas, mas também potencialmente registrar ganhos de *market share* em cima dos *players* de pequeno porte.

A sólida geração de fluxo de caixa de Vibra e a sua baixa alavancagem tendem a continuar levando a um alto *dividend yield* e a recompra de ações, no nosso entendimento.

A implementação da sua estratégia de crescimento a longo prazo já está em andamento na Vibra Energia... por meio: (i) da parceria com a Copersucar no comércio de etanol; (ii) da aquisição da Targus e do interesse da Comerc em participar dos segmentos eólico, de geração de energia e de comércio de energia; e (iii) do acordo com a Zeg Biogas de oferecer uma solução integrada de biometano aos produtores de açúcar e de etanol.

Desempenho de Preços (R\$)



Vibra Energia

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–23E em Milhões

	R\$			
P&L ACCOUNT	2020A	2021E	2022E	2023E
Total Revenue	81,501	134,105	154,432	136,099
YoY change (%)	(14.2)	64.5	15.2	(11.9)
Gross Profit	4,457	6,475	6,559	6,190
YoY change (%)	(25.1)	45.3	1.3	(5.6)
EBITDA	2,787	5,034	5,014	4,661
YoY change (%)	(10.2)	80.6	(0.4)	(7.0)
As % of Revenue	3.4	3.8	3.2	3.4
Operating Income	4,555	3,283	3,715	3,365
YoY change (%)	238.7	(27.9)	13.2	(9.4)
As % of Revenue	5.6	2.4	2.4	2.5
Financial Results	264	(390)	(700)	(793)
Taxes	(899)	(685)	(837)	(673)
Net Profit	3,930	2,293	2,179	1,899
YoY change (%)	78.2	(41.7)	(5.0)	(12.9)
As % of Revenue	4.8	1.7	1.4	1.4
CASH FLOW	2020A	2021E	2022E	2023E
Depreciation & Amortizatic	537	567	639	754
Other Noncash Items	0	148	700	793
Changes in Working Capit	(3,563)	(5,167)	471	1,131
Operating Cash Flow	503	(2,159)	3,989	4,577
Capital Expenditures	(619)	(1,280)	(1,891)	(905)
Free Cash Flow	490	(3,198)	1,399	2,879
Other Invest./Divestments	111	148	134	115
Change in Debt	1,800	2,173	0	0
Dividends	(3,441)	(1,447)	(517)	(451)
Capital Increases/Other	0	0	0	0
BALANCE SHEET	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash and Equivalents	3,358	(438)	251	2,423
Current Assets	13,351	16,231	16,277	16,864
Fixed Assets	6,723	15,438	16,626	16,626
Total Assets	28,327	31,669	32,903	33,490
Current Liabilities	6,942	7,608	7,353	6,731
Long-Term Liabilities	9,178	12,148	12,034	11,936
Shareholders' Equity	12,207	11,913	13,515	14,822
Total Financial Debt	7,757	9,930	9,930	9,930
ST Debt	2,082	1,215	1,215	1,215
LT Debt	5,675	8,715	8,715	8,715
FINANCIAL RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
Net Debt	5,195	11,188	10,366	8,079
Capital Employed	16,606	13,380	15,382	17,646
Net Debt/EBITDA	1.9	2.2	2.1	1.7
Net Debt/Equity	0.4	0.9	0.8	0.5
Capex/Revenue (%)	0.8	1.0	1.2	0.7
Int Cover (%)	7.2	9.7	6.9	5.8
Dividend Payout (%)	156.0	36.8	22.6	20.7
ROCE (%)	22.3	18.9	17.5	14.1
ROE (%)	37.5	19.0	17.1	13.4
MARKET RATIOS	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	6.4	11.3	11.9	13.7
P/CE	7.5	15.0	16.9	22.7
FV/EBITDA	11.0	7.4	7.2	7.3
FV/EBIT	6.3	12.5	12.0	13.2
FV/Revenue	0.4	0.3	0.2	0.3
P/BV	2.1	2.2	1.9	1.8
FCF Yield (%)	1.9	(12.3)	5.4	11.1
Div Yield (%)	13.6	5.6	2.0	1.7
PER SHARE DATA	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	3.37	1.97	1.87	1.63
DPS	2.95	1.24	0.44	0.39
BVPS	10.48	10.23	11.60	12.72

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Rodrigo Almeida**, analista de valor mobiliário credenciado nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão resumida, em português, do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 13/12/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking