

06 de dezembro de 2021



Petrobras

Estratégia Sólida para 2022-2026

Introduzindo Preço-Alvo Esperado para 2022 de R\$34,00; Substituindo o Preço-Alvo de 2021 de R\$28,00

Petrobras (PETR3)

Plano Estratégico Sólido para 2022-2026

Introduzindo Preço-Alvo para 2022 de R\$ 34,00; Substituindo Preço-Alvo para 2021 de R\$ 28,00

Rodrigo Almeida

Resumo: Vemos como positivo o recém-anunciado Plano Estratégico 2022-26 da Petrobras, que tem como objetivo torná-la a melhor empresa de energia em termos de geração de valor, focada no segmento de petróleo e gás e nas práticas sustentáveis e ambientais. A combinação de fundamentos sólidos (forte crescimento da sua produção, investimentos focados em projetos de alto retorno e contínuos desinvestimentos de ativos não *core*) deve levar a um alto fluxo de caixa e *dividend yields*. Embora mantenhamos uma visão construtiva sobre os fundamentos da empresa, reiteramos nossa visão cautelosa sobre as ações, dado o impacto que as desafiadoras perspectivas macropolíticas do Brasil podem ter sobre elas.

Combinação de fundamentos sólidos... incluindo (i) um forte crescimento de produção (4,4% CAGR 2021-26), impulsionando os seus números operacionais, (ii) uma política de preços pragmática, para elevar os resultados de refinamento, (iii) um plano de *capex* 24% maior (US\$ 68 bilhões, incluindo 15 novas plataformas), e (iv) um ambicioso programa de desinvestimento de US\$ 15-25 bilhões.

... para permitir rendimentos robustos em 2022... sendo estes compostos por (i) um alto *yield* de FCF em 27%, (ii) um *dividend yield* de 18%, (iii) uma baixa alavancagem (dívida líquida/EBITDA de 1,2x) e (iv) e um *valuation* atraente de 2,9x EV/EBITDA.

Uma política de dividendos aperfeiçoada e simplificada que oferece mais previsibilidade... por meio de (i) pagamentos trimestrais, (ii) um dividendo mínimo anual de US\$ 4 bilhões quando a média do preço do Brent for superior a US\$ 40 por barril de petróleo bruto, (iii) a possibilidade de pagamentos extraordinários, (iv) um pagamento de 60% do fluxo de caixa operacional (menos o *capex*) e (v) pagamentos semelhantes para as ações ONs e PNs.

Santander Equity Research

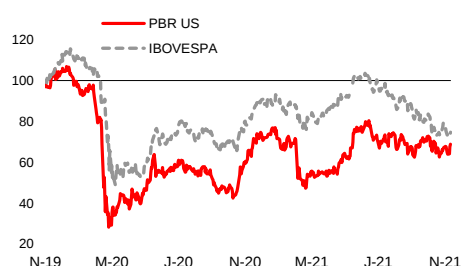
Petróleo

06 de dezembro de 2021

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 34,00

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 Capital	(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	3.6	4.5	3.9
P/CE	-	10.1	n/m	13.5
FV/EBITDA	5.0	2.7	2.9	2.9
FV/EBIT	13.5	3.3	4.3	4.3
FV/Revenue	2.6	1.5	1.4	1.9
P/BV	1.2	1.0	1.0	0.9
FCF Yield (%)	8.8	30.1	27.5	21.2
Div Yield (%)	(0.0)	15.8	19.1	14.8
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

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander Investment Securities Inc. em 25/11/2021. Responsável pela tradução: Ricardo Peretti.

Alta Geração de Fluxo de Caixa Livre e Mais Resiliente que o Esperado

O CFO da Petrobras apresentou uma estratégia financeira baseada em quatro pilares: (i) manutenção da sua sólida estrutura de capital já estabelecida; (ii) maximização de criação de valor; (iii) diminuição dos riscos através de uma gestão ativa de passivos; e (iv) comprometimento com uma melhor alocação de capital. Além disso, a Petrobras acredita que, futuramente, o *breakeven*, ponto onde os lucros são iguais ao capital investido, deve se estabilizar em US\$20 por barril, mantendo o nível de US\$35 por barril durante o longo prazo para novos projetos.

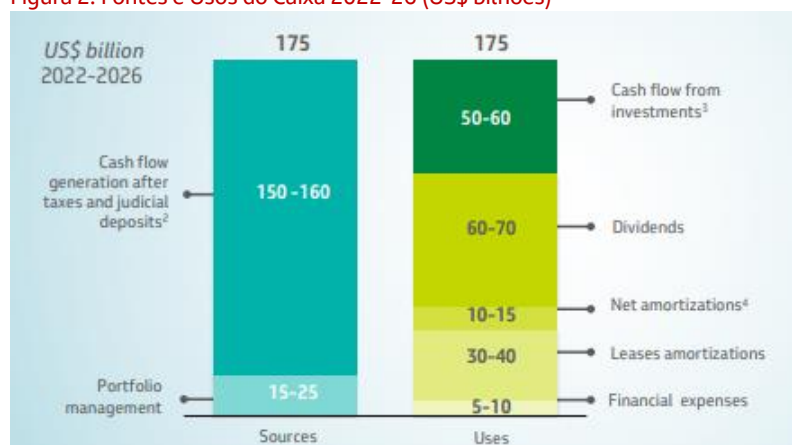
Figura 1. Geração de Fluxo de Caixa Operacional Resiliente (2022E)

FX (R\$/US\$)	BRENT US\$/bbl				
	40	50	60	70	80
4.5	11.1	16.9	22.2	27.4	32.5
5.0	12.7	18.5	23.7	28.9	34.0
5.5	14.0	19.8	25.0	30.1	35.0
6.0	15.1	20.8	26.0	31.2	35.8

Fonte: Petrobras.

FCL sólido, em conjunto a desinvestimentos que irão ajudar a manter a dívida bruta num nível próximo a US\$60 bilhões, e sempre abaixo de US\$65 bilhões durante o plano.

Figura 2. Fontes e Usos do Caixa 2022-26 (US\$ bilhões)



Fonte: Petrobras.

Dividendos Mais Previsíveis

O Conselho de Administração revisou a política de dividendos da Petrobras ao passo que empresa atingiu a sua meta de dívida bruta em US\$60 bilhões de dólares no 3T21, acima da proposta original para 2022. O seu objetivo era simplificar a política de dividendos e estabelecer uma remuneração mínima anual, promovendo maior previsibilidade aos acionistas quanto aos proventos que serão recebidos. A partir do momento em que a empresa alcançar o nível de dívida bruta em US\$60 bilhões de dólares, já incluindo os compromissos relacionados ao *leasing* – devido à sua política de dividendos – ela adotará um certo nível de flexibilidade em torno dessa meta, aplicando uma dívida bruta de US\$65 bilhões de dólares como um critério para definir o método de cálculo da remuneração a ser distribuída. Os principais pontos são:

- **Tempo:** os dividendos serão pagos trimestralmente;
- **Fórmula:** o *capex* considerado na fórmula original de fluxo de caixa livre foi também ajustado para incluir o bônus de assinatura das rodadas de licitação;
- **Parâmetros:** o pagamento de dividendos continuará a seguir os estatutos da empresa de não comprometerem a sustentabilidade financeira da Petrobras a curto, médio e longo prazo. A política de dividendos traz os seguintes parâmetros para a sua distribuição:

1. **Dividendo mínimo anual:** a política estabelece um dividendo mínimo anual de US\$ 4 bilhões, quando a média do preço do Brent for superior a US\$ 40 por barril de petróleo bruto, que podem ser distribuídos independentemente do nível de endividamento da Petrobras, desde que sejam observados os princípios estabelecidos na política.

- 1.1 **ONs vs PN:** O dividendo anual mínimo será equivalente às ações ordinárias e preferenciais, desde que o montante mínimo para as ações preferenciais seja excedido, conforme estabelecido no Estatuto da Empresa.

2. **Montante a ser distribuído:** No caso de a dívida bruta ser igual ou inferior a US\$65 bilhões de dólares e de haver resultados positivos acumulados (o que necessita ser verificado no trimestre mais recente e aprovado pelo Conselho de Administração), a empresa deve distribuir aos seus acionistas 60% da diferença entre o seu fluxo de caixa operacional e os seus investimentos, conforme a equação abaixo, desde que o resultado desta fórmula seja superior ao montante previsto no item 1 e não comprometa a sustentabilidade financeira da empresa:

- $\text{Remuneração aos acionistas} = 60\% \times (\text{Caixa líquido gerado pelas operações} - \text{Aquisição de PP\&E [Propriedades, Plantas e Equipamentos] e de ativos intangíveis})$

2. **Dividendos Extraordinários:** Independentemente do seu nível de endividamento, a Petrobras poderia, em casos excepcionais, pagar dividendos extraordinários, excedendo o dividendo mínimo legal obrigatório e/ou os montantes estabelecidos nos itens 1 e 2, desde que a sustentabilidade financeira da empresa seja preservada. Além disso, a Petrobras pode excepcionalmente promover a distribuição de dividendos extraordinários mesmo no caso de não haver lucro líquido, uma vez cumpridas as regras estabelecidas na Lei 6,404/76 e observados os critérios definidos na Política de Dividendos. Ademais, o CFO comentou que as recompras de ações não serão praticadas na empresa por ora.

Um Nível Saudável de Alavancagem

A empresa pretende manter um caixa de cerca de US\$8 bilhões e um nível de dívida bruta de US\$60 bilhões de dólares, resultando num nível de dívida líquida/EBITDA de cerca de 1,2x (2022E), em nossa opinião.

Atualizando Estimativas

Estamos ajustando as estimativas da Petrobras para refletir as seguintes premissas:

- (i) Projeções atualizadas dos valores do Brent e do FX;
- (ii) Estimativas de *capex* alinhadas com o novo plano estratégico (assumimos US\$ 70 bilhões para 2022-26); e
- (iii) Curvas de produção e de custos de extração alinhadas com o novo plano estratégico (assumimos um CAGR de produção em 3,9%).

Figura 3. *Valuation*: Principais Estimativas Financeiras, 2021-2023E (US\$ em milhões)

USD	2021E			2022E			2023E		
	New	Previous	Δ %	New	Previous	Δ %	New	Previous	Δ %
Net Revenue	81,629	64,100	27%	79,872	55,096	45%	62,368	55,123	13%
Adj. EBITDA	45,379	35,924	26%	39,996	33,776	18%	40,959	33,514	22%
Adj. EBITDA Margin	56%	54%	142 bps	50%	61%	-1120 bps	66%	61%	490 bps
Net Income	19,517	11,639	69%	14,777	9,952	48%	18,380	12,169	51%

Fontes: Estimativas Santander.

Valuation

Com base na análise de fluxo de caixa descontado (DCF) abaixo, estamos introduzindo o nosso preço-alvo de R\$34,00 (esperado para o fim de 2022) contra os R\$28,00 (esperado para 2021), além de mantermos a nossa recomendação de "Manutenção". Consideramos um WACC de 12,6% (vs. 12% anteriormente) e um Ke de 15,3% (vs. 14,7% anteriormente).

Figura 4. *Valuation*: Principais Estimativas Financeiras, 2021-2023E (US\$ em milhões)

USD	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
(=) FCFF	24,103	19,849	16,093	14,277	14,434	17,226	16,940	16,419	15,881	15,396
Enterprise Value	128,916									
Equity Value	77,799									
ADR Target Price (PBR US)	U\$12.00									
Local Share Target Price (PETR3 BZ)	R\$34.00									

Fonte: Estimativas Santander.

Riscos

Preços do petróleo mais baixos do que o esperado. Uma mudança na dinâmica do mercado internacional do petróleo, em decorrência de uma hipotética oferta excessiva e/ou demanda inferior à projetada, poderia resultar numa queda nos preços internacionais do petróleo, movimento que pode prejudicar a performance operacional da empresa.

Crescimento da produção. Um crescimento inferior ao esperado da produção petrolífera poderia ter impacto negativo nos seus resultados.

Aderência ao mecanismo de preços domésticos. A capacidade da empresa em continuar a implementar pragmaticamente a sua política de preços continua a ser fundamental para que ela gere um bom fluxo de caixa no segmento de refino.

Falta de disciplina em relação ao seu *capex* e *opex*. A capacidade da empresa em manter um bom gerenciamento dos seus recursos e um certo nível de disciplina acerca dos seus custos e do seu *capex* continua a apresentar grande relevância.



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, declaro 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.

© 2021 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados