

# Petrobras (PETR4 - Compra)

## Volátil com as eleições

Revisamos nossas projeções da Petrobras e ajustamos o Preço Justo para PETR4 de R\$ 25,50 para R\$ 24,50 por ação, mantendo a recomendação de Compra. A Petrobras tem sofrido com a redução da produção e das vendas, mas mesmo assim obteve bons resultados nos últimos trimestres, beneficiando-se da elevação dos preços do petróleo e dos derivados. Esperamos que a instalação de novas plataformas, a manutenção da política de preços e os desinvestimentos, permitam que os lucros continuem crescendo. No entanto, os riscos derivados das eleições presidenciais e a turbulência dos mercados emergentes, devem manter as ações da Petrobras muito voláteis nos próximos meses.

**O que está por vir:** É importante ficar atento aos seguintes pontos para Petrobras:

- **Resultado do 1S18:** A empresa obteve um bom resultado no primeiro semestre de 2018, com aumento de receita e margens, mesmo com a redução nas vendas. Isso ocorreu devido ao expressivo aumento (23,0%) dos preços no mercado interno, em consequência da alta de 36,2% na cotação média do Brent;
- **Vendas:** Os problemas da economia nacional e o forte aumento das importações tem levado a uma contração nas vendas da Petrobras. No 1S18, o volume vendido no mercado interno caiu 6,3%, com as vendas totais tendo redução de 6,8%. Acreditamos que as vendas da Petrobras devem voltar a crescer no restante do ano, com o incremento na produção de veículos e o aumento da renda e do emprego. No entanto, o 3T18 não começou bem, sendo que em julho o volume de combustíveis vendidos pelas distribuidoras brasileiras caiu 0,8% em relação ao mesmo mês de 2017;
- **Produção:** As vendas de ativos e as muitas manutenções fizeram com que o volume de petróleo produzido pela Petrobras no Brasil durante o 1S18 tivesse uma queda de 4,6%. Em julho, a produção caiu 5,2% em relação ao mesmo mês de 2017. Para o restante de 2018 se espera a elevação na produção, com a instalação de quatro novos equipamentos e o incremento nos volumes produzidos pelas duas plataformas que já iniciaram a operação este ano. A produção média até julho/2018 foi de 2.066 mil barris por dia para uma meta no ano de 2,1 milhões de barris/dia;
- **Política de preços:** A Petrobras tem sofrido muitas pressões por manter uma política de preços atrelada às cotações dos combustíveis no exterior, em um momento de alta do petróleo e desvalorização do real. Porém, esta política permitiu ganhos na rentabilidade fundamentais para a empresa sair da difícil posição financeira que se encontrava. Como a moeda brasileira continua se desvalorizando e o Brent permanece acima dos US\$ 70 por barril, a empresa pode continuar a se beneficiar desta situação, desde que consiga

Luiz Francisco Caetano, CNPI\*

[lucaetano@plannercorretora.com.br](mailto:lucaetano@plannercorretora.com.br)

+55 11 2172-2563

Disclosure e certificação do analista estão localizados na última página deste relatório.

### Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	18,95
Preço justo	R\$ /ação	24,50
Potencial	%	29,3
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	14,13 - 27,48
Total de ações	milhões	13.044,5
Ações Ordinárias	%	57,1
Free Float	%	51,2
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	1.026
Valor de Mercado	R\$ milhões	247.193

### Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
PETR4	2,4%	18,2%	28,0%
Ibovespa	0,6%	-1,7%	0,8%

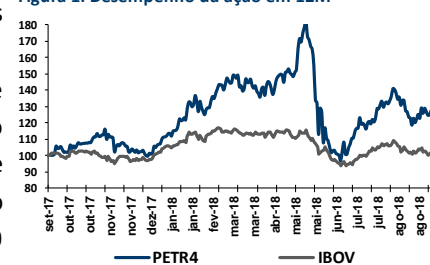
Cotação de 12/09/2018

### Principais Múltiplos

	2017	2018E	2019E
P/L (x)	-	7,4	6,2
VE/EBITDA (x)	6,5	4,7	4,3
ROE (%)	0,1	11,6	12,4
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	3,7	2,5	2,1
Receita Líquida (R\$ mm)	283.695	334.362	349.246
Lucro Líquido (R\$ mm)	-446	33.544	39.563
Margem Bruta (%)	32,3	35,3	34,5
Margem EBITDA (%)	27,0	33,2	33,1
Margem Líquida (%)	-0,2	10,0	11,3
Payout (%)	-	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	-	3,4	4,0
Cotação/VPA (x)	0,8	0,9	0,8

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

manter a política de reajuste. O subsídio ao diesel, que foi uma “quebra” no padrão de reajustes, já faz a Petrobras acumular um crédito com a ANP de R\$ 871 milhões (até 8/julho), que precisa ser efetivamente pago. Até o dia 30/9 estará aberta pela ANP a consulta pública sobre a minuta da resolução da divulgação completa da fórmula dos preços dos derivados no mercado nacional. Acreditamos que comercialmente esta divulgação detalhada não é positiva para a Petrobras. Na semana passada, a empresa também alterou a periodicidade nos reajustes para a gasolina. Não vemos qualquer ganho financeiro para a Petrobras com esta medida, apenas melhorando sua imagem, por não ter de corrigir os preços diariamente;

- **Recuperação de fatias do mercado:** Uma situação de preços maiores no mercado interno que no exterior, levou a um forte aumento das importações em 2016 e 2017. Para recuperar este mercado, a Petrobras ajustou os preços e adotou políticas comerciais mais agressivas. Com isso, a empresa já recuperou no 2T18 parte do *market share* perdido. Para os próximos trimestres acreditamos que a Petrobras consiga recuperar sua perda de mercado, principalmente no diesel;
- **Cessão Onerosa:** O projeto que libera a Petrobras para vender até 70% dos campos da cessão onerosa e também regulamenta o modelo para leilão do óleo excedente, ainda está parado no Senado. A aprovação deste projeto, que pode ocorrer após as eleições, deve permitir a renegociação do contrato da Cessão Onerosa entre o governo e a Petrobras, podendo gerar um recebimento vultoso para a empresa;
- **Desinvestimento:** A Petrobras tem um plano ousado de vender US\$ 21 bilhões em ativos em 2017 e 2018. Os vários problemas que a empresa está enfrentando para realizar as vendas deve impedir o cumprimento da meta. Para este ano, a previsão é da entrada de US\$ 7 bilhões com os desinvestimentos e parcerias, sendo que no 1S18 foram recebidos US\$ 5 bilhões;
- **Novo governo:** As eleições presidenciais que vão se realizar em outubro próximo (primeiro turno em 7/10 o segundo no dia 28) vão definir as diretrizes da empresa nos próximos anos. As declarações dos candidatos oscilam entre “reestatizar” a Petrobras até privatizá-la. Esperamos que, no mínimo, as principais diretrizes que tiraram a empresa recentemente de uma situação extremamente delicada, possam ser mantidas, como a política adequada de preços, redução de custos e despesas, além do foco na redução da dívida. Certamente, o rumo dado pelo novo governo para a empresa determinará o futuro das ações. Se o foco atual for retirado ou reduzido, a ação vai sentir muito, sendo o contrário também válido.

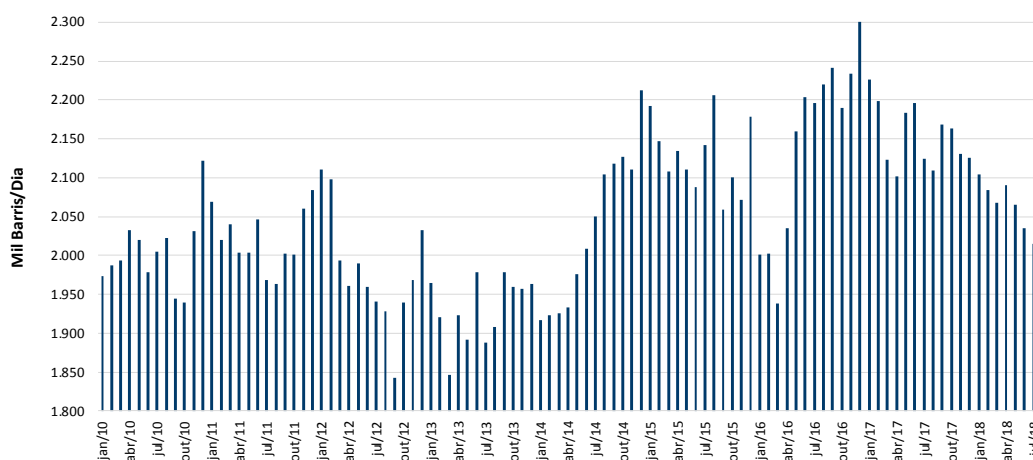
**Produção em queda em 2018:** A previsão da Petrobras é de que sua produção média de petróleo este ano no Brasil seja de 2,1 milhões de barris ao dia (mbpd), volume 1,2% menor que em 2017. A própria empresa já esperava a queda no volume produzido, em função da venda de ativos e das paradas para manutenção em grandes plataformas, que iriam ocorrer este ano.

Em julho, no Brasil houve uma forte redução no volume extraído na Bacia de Campos (12,4%) em parte compensada pelo aumento de 6,2% nas outras regiões. A produção de petróleo no exterior cresceu 8,9% no mês, atingindo 65,5 mbpd, devido ao aumento do volume extraído na América do Norte. A produção de gás natural no Brasil em julho foi de 76,9 milhões de m<sup>3</sup> por dia, volume

1,7% inferior ao mês anterior, devido às mesmas razões da redução na quantidade produzida de petróleo.

A produção da Petrobras tem caído sistematicamente nos últimos meses, em função de manutenções nas plataformas e da venda de ativos. Em julho, a empresa apontou como principais razões para a redução na produção a parada para manutenção na plataforma do Campo de Mexilhão e a venda de 25% do Campo de Roncador.

**Figura 1: Petrobras - Produção Mensal de Petróleo no Brasil**



Fonte: Petrobras

Este ano a Petrobras deve instalar seis novos equipamentos de produção, cuja capacidade somada chega a 900 mil barris de petróleo. O início das operações destes equipamentos deve compensar as perdas com os eventos já citados, mas o maior ganho na produção virá no próximo ano, quando o volume produzido no Brasil deve ficar próximo de 2,5 mbpd, chegando a 2,9 mbpd em 2022.

**Novas Unidades de Produção**

Unidade	Cap. Produção de Petróleo (mbpd)	Particip. da Petrobras	Início de Produção	Campo
P-74	150	100%	Abr/18	Búzios
FPSO Cid. Campos dos Goytacazes	150	100%	Junho/18	Tartaruga Verde
FPSO P-67	150	65%	4T18	Lula Norte
FPSO P-75	150	100%	4T18	Búzios
FPSO P-69	150	65%	4T18	Lula Extremo Sul
FPSO p-76	150	100%	4T18	Búzios

Fonte: Petrobras

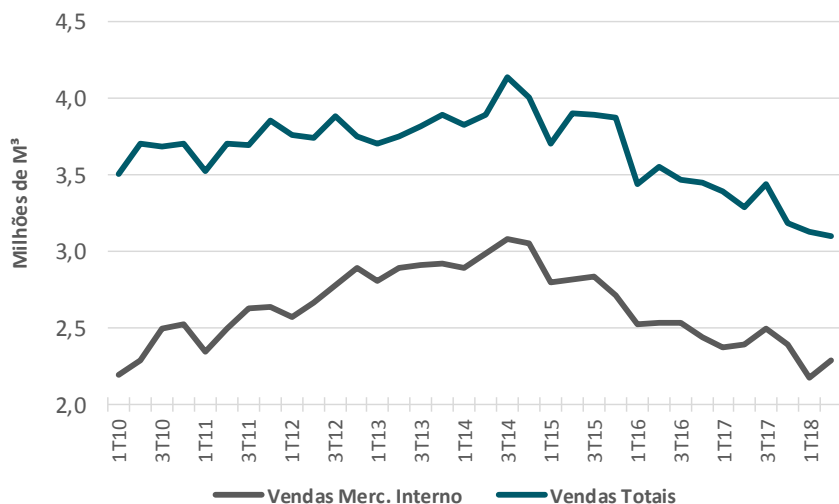
No 1S18, foram instalados dois novos equipamentos. O primeiro começou a operar em abril (P-74), com capacidade para produzir 150 mil barris de petróleo e 7 milhões m<sup>3</sup> de gás por dia, que foi instalada no Campo de Búzios (pré-sal da Bacia de Santos). O segundo foi o FPSO Cidade de Campos dos Goytacazes, instalado no Campo de Tartaruga Verde (Bacia de Campos). Esta

unidade tem capacidade para produzir 150 mil barris de óleo e comprimir 5 milhões de m<sup>3</sup> de gás natural por dia.

**Vendas:** A recessão que o país viveu e o aumento das importações levaram a Petrobras a reduções consideráveis em suas vendas. Entre o 4T14, pico de vendas, e o 2T18 o volume vendido de diesel pela Petrobras caiu 27,0% e a gasolina diminuiu 22,9%.

No 2T18, as vendas de derivados no Brasil caíram 2,9%, comparadas ao mesmo período de 2017, em função da greve dos caminhoneiros, da perda de participação de mercado da gasolina para o etanol e também com a redução das vendas de nafta para a Braskem. Por outro lado, a Petrobras retomou fatias de mercado no diesel, que haviam sido perdidas para as importações.

**Figura 2: Petrobras - Vendas Trimestrais**



Fonte: Petrobras e ANP

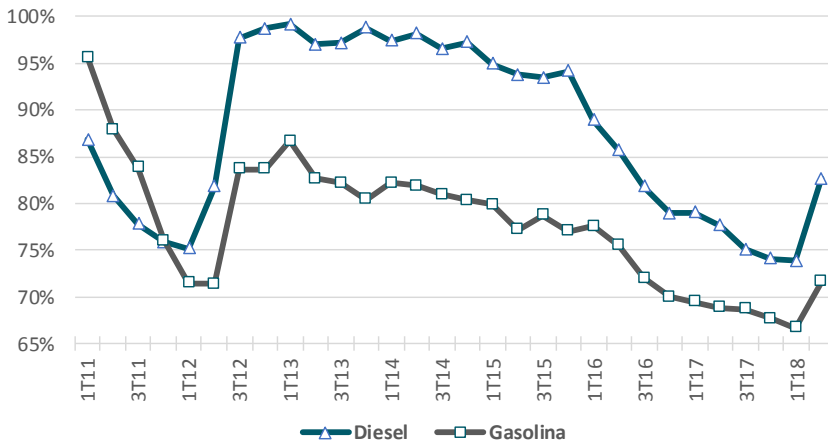
Tendo em vista uma expectativa positiva para o PIB, como consta do Relatório Focus de 6/setembro (+1,4% para 2018 e 2,5% em 2019), podemos esperar uma volta ao crescimento das vendas de combustíveis da Petrobras.

No 1S18, houve uma redução de 0,6% no volume total de combustíveis vendidos no Brasil, segundo a Agência Nacional do Petróleo (ANP). Em julho, as vendas totais caíram 0,8%, com uma fortíssima redução no volume comercializado de gasolina (19,4%), em parte compensada pelo aumento de 3,3% no diesel. A queda nas vendas de gasolina se deveu aos aumentos dos preços, com a consequente substituição por etanol, cujo volume cresceu 52,0%. Esta mudança no padrão de consumo não beneficia a Petrobras, que produz gasolina e só revende etanol.

Relacionamos as vendas trimestrais de diesel e gasolina das distribuidoras (dados da ANP) com os volumes comercializados pela Petrobras dos dois combustíveis. Com isso, chegamos aos percentuais de participação do mercado da Petrobras no mercado nacional, observando uma

forte queda de participação da empresa no mercado nacional desde o final de 2016. Isso decorreu da elevação nas importações de derivados, como já comentado.

**Figura 3: Petrobras – Evolução do Market Share**

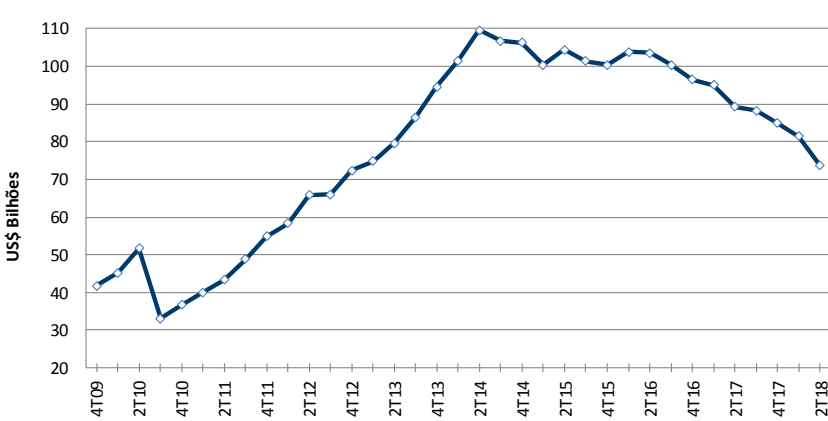


Fonte: Petrobras e ANP

**Endividamento:** A dívida continua sendo uma questão muito importante para a Petrobras, mesmo depois de sua acentuada queda dos últimos trimestres. Entre o pico do endividamento (2T14) e o 2T18, a dívida líquida expressa em dólares caiu 32,8%.

Esta acentuada redução na dívida foi consequência da melhor geração de caixa, redução dos investimentos e da entrada de recursos com a venda de ativos.

**Figura 4: Petrobras: Evolução da Dívida (expressa em US\$)**



Fonte: Petrobras

No 2T18, a desvalorização do real no trimestre elevou o endividamento na moeda nacional, que vinha em trajetória de forte queda. Ao final do 2T18, a dívida líquida da empresa era de R\$ 270,7

bilhões, que aumentou 4,9% no trimestre e 1,2% no ano. Por outro lado, quando expressa na moeda americana, a dívida líquida ficou em US\$ 73,7 bilhões ao final do 2T18, com queda de 10,5% no trimestre e 13% no ano. A relação dívida líquida/EBITDA no 2T18 era de 3,1x, vindo de 3,2x no trimestre anterior.

**Dados Financeiros**

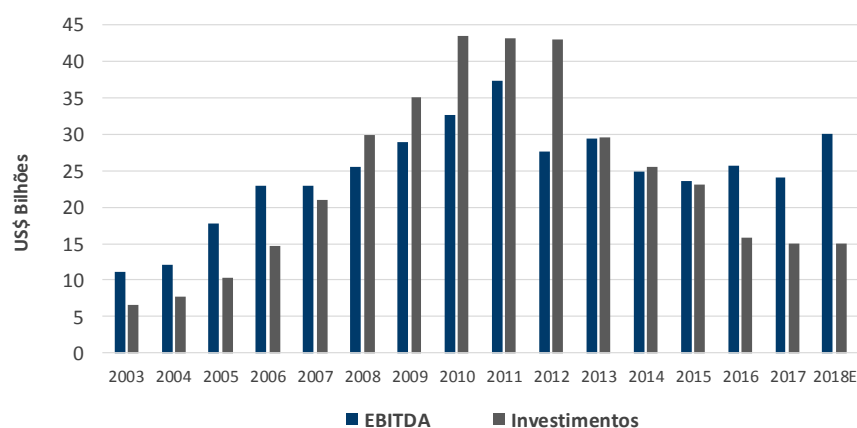
R\$ milhões	2T17	1T18	2T18	2T18/1T18	2T18/2T17
Endividamento de Curto Prazo	25.985	15.474	15.353	-0,8%	-40,9%
Endividamento de Longo Prazo	350.602	325.505	338.270	3,9%	-3,5%
<b>Total</b>	<b>376.587</b>	<b>340.979</b>	<b>353.623</b>	<b>3,7%</b>	<b>-6,1%</b>
Caixa	81.287	70.267	69.596	-1,0%	-14,4%
<b>Endividamento Líquido</b>	<b>295.300</b>	<b>270.712</b>	<b>284.027</b>	<b>4,9%</b>	<b>-3,8%</b>
Dívida Líquida/EBITDA	3,2x	3,2x	3,1x	-	-

Fonte: Petrobras

Um dos pontos fundamentais para a melhoria da situação financeira da Petrobras foi a redução dos investimentos, ao mesmo tempo que crescia a geração de caixa. O pico dos investimentos foi em 2013 (US\$ 48,1 bilhões), tendo caído 68,7% para o volume executado em 2017 de US\$ 15,3 bilhões.

Em 2018, a Petrobras estima que vai investir US\$ 15 bilhões e gerar US\$ 30 bilhões de caixa. Com isso, se espera que a dívida continue a cair, chegando a US\$ 69 bilhões ao final do ano. Porém, a desvalorização do real deve elevar o endividamento total quando expresso em reais. Vale lembrar que a Petrobras tem 19% de sua dívida total denominada em reais, 75% em dólares americanos, 4% em euros, com os 3% restantes em outras moedas.

**Figura 5: Petrobras: Investimento versus EBITDA**



Fonte: Petrobras

**Petrobras - Resumo dos Resultados Projetados**

R\$ milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Receita Líquida</b>	<b>282.589</b>	<b>283.695</b>	<b>334.362</b>	<b>349.246</b>	<b>356.633</b>
Lucro Bruto	89.978	91.595	117.870	120.422	123.740
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>-72.867</b>	<b>-55.971</b>	<b>-49.471</b>	<b>-49.320</b>	<b>-51.960</b>
Despesas com Vendas	-13.825	-14.510	-18.584	-19.387	-19.787
Desps. Gerais e Administrativas	-11.482	-9.314	-8.919	-9.492	-9.402
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-47.560	-32.147	-21.967	-20.440	-22.771
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>17.111</b>	<b>35.624</b>	<b>68.399</b>	<b>71.102</b>	<b>71.780</b>
Result. Financ. Líquido	-27.185	-31.599	-21.175	-16.753	-14.773
Equivalência Patrimonial	-1.027	2.149	1.675	1.611	1.626
<b>Resultado Antes do I. R e C. Social</b>	<b>-11.101</b>	<b>6.174</b>	<b>48.899</b>	<b>55.960</b>	<b>58.632</b>
I.R e Contr. Social	-2.342	-5.797	-16.196	-17.865	-18.978
Participações Minoritárias	-1.779	-823	842	1.468	1.559
<b>Resultado Líquido</b>	<b>-15.222</b>	<b>-446</b>	<b>33.544</b>	<b>39.563</b>	<b>41.213</b>
Lucro por Ação	-1,17	-0,03	2,57	3,03	3,16
<b>EBITDA</b>	<b>88.693</b>	<b>76.557</b>	<b>111.144</b>	<b>115.745</b>	<b>120.932</b>
Margem Bruta	31,8%	32,3%	35,3%	34,5%	34,7%
Margem EBITDA	31,4%	27,0%	33,2%	33,1%	33,9%
Margem Líquida	-5,4%	-0,2%	10,0%	11,3%	11,6%

Fonte: Petrobras e Planner Corretora

### Parâmetros do Rating da Ação

Nossos parâmetros de rating levam em consideração o potencial de valorização da ação, do mercado, aqui refletido pelo Índice Bovespa, e um prêmio, adotado neste caso como a taxa de juro real no Brasil, e se necessário ponderação do analista. Dessa forma teremos:

**Compra:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for superior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Neutro:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for em linha com o potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

**Venda:** Quando a expectativa do analista para a valorização da ação for inferior ao potencial de valorização do Índice Bovespa, mais o prêmio.

### EQUIPE

Mario Roberto Mariante, CNPI  
mmariante@plannercorretora.com.br

Luiz Francisco Caetano, CNPI  
lcaetano@plannercorretora.com.br

Victor Luiz de Figueiredo Martins  
vmartins@plannercorretora.com.br

Ricardo Tadeu Martins, CNPI  
rmartins@planner.com.br

### DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pela Planner Corretora e está sendo fornecido exclusivamente com o objetivo de informar. As informações, opiniões, estimativas e projeções referem-se à data presente e estão sujeitas à mudanças como resultado de alterações nas condições de mercado, sem aviso prévio. As informações utilizadas neste relatório foram obtidas das companhias analisadas e de fontes públicas, que acreditamos confiáveis e de boa fé. Contudo, não foram independentemente conferidas e nenhuma garantia, expressa ou implícita, é dada sobre sua exatidão. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada ou redistribuída sem prévio consentimento da Planner Corretora de Valores.

O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Planner Corretora.

As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas em julgamento do(s) analista(s) de investimento envolvido(s) na sua elaboração ("analistas de investimento") e são, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Instrução CVM 598/18:

O(s) analista(s) de investimento declara(m) que as opiniões 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 à Planner Corretora e demais empresas do Grupo.