

Petrobras (PETR4 – Compra)

Resultados crescentes

Ao contrário do passado recente, a Petrobras vive hoje um momento bastante positivo, com aumentos de produção e vendas, além dos ingressos expressivos de recursos no caixa com os desinvestimentos. Os números da Agência Nacional do Petróleo (ANP) para a produção de petróleo e as vendas das distribuidoras de combustíveis no Brasil, indicam que a Petrobras apresentará um desempenho operacional no 2T19 bem melhor que no trimestre anterior. Além disso, o crescimento da produção nos próximos meses, derivada da instalação de sete novas plataformas desde o início de 2018, deve continuar permitindo o incremento das exportações de petróleo. Com isso, elevamos nosso Preço Justo para PETR4 de R\$ 33,00 para R\$ 34,50/ação.

É importante ficar atento aos seguintes pontos para a Petrobras:

- Produção:** A Petrobras não divulga mais seus números mensais de produção. Ao invés disso, uma semana antes dos resultados trimestrais, será apresentado um relatório de produção no período, mais completo que os informativos mensais anteriormente feitos. Segundo os dados da ANP, o volume de petróleo e gás natural produzido pela Petrobras no Brasil cresceu 1,3% no mês de abril/19 e 4,5% em maio, comparados com os meses anteriores. Estes números são bons indicativos para a produção no trimestre, permitindo aumentos das exportações e redução de custos. A empresa está se beneficiando do incremento na extração advindo das sete novas plataformas instaladas desde o início do ano passado;
- Vendas:** O volume de combustíveis vendidos no Brasil pelas distribuidoras é uma boa indicação das vendas da Petrobras. Conforme os dados da ANP, em maio estas vendas cresceram 1,5%, em relação ao mês anterior. Em abril, o crescimento foi de 2,1% na comparação com março. Estimamos que o número de junho mostre também uma expansão de 1,5%. Com isso, as vendas de combustíveis devem crescer 5,0% no 2T19, comparado ao trimestre anterior, segundo nossas expectativas;
- Venda da TAG:** No mês passado, a Petrobras concluiu a venda da Transportadora Associada de Gás S.A. (TAG) por R\$ 33,5 bilhões. Como o valor contábil deste ativo era de R\$ 13 bilhões, haverá um grande ganho a ser registrado no balanço do 2T19, que estimamos seja de R\$ 12 bilhões, após o Imposto de Renda;
- Custos:** A venda da TAG aumentará os custos da Petrobras com o transporte de gás. Esta elevação de custos deve ficar em torno de R\$ 1 bilhão ao trimestre. A TAG é proprietária e administra ativos de gás nas regiões Norte, Nordeste e Sudeste, com capacidade de transporte de 74,7 milhões de m³ ao dia. Por outro lado, o aumento do volume de petróleo produzido no pré-sal, tem permitido uma redução contínua do custo de extração;
- Desinvestimentos:** A venda de ativos tem desempenhado um papel relevante na recuperação recente da Petrobras, colaborando para a redução da dívida e diminuição dos investimentos. No primeiro semestre do ano, a empresa fechou a venda de ativos significativos como a TAG (US\$ 8,6 bilhões) e a refinaria de Pasadena (US\$ 467 milhões), cujos recursos já entraram no caixa. No segundo semestre, além de vários campos maduros, as vendas mais significativas devem ser da participação na BR Distribuidora, Liquigás e, principalmente, do primeiro grupo de quatro refinarias. As duas primeiras negociações podem gerar US\$ 3,3 bilhões, mas para as refinarias ainda é difícil de estimar valores, mas certamente eles serão muito elevados.

Luiz Francisco Caetano, CNPI

lcaetano@plannercorretora.com.br

+55 11 2172-2564

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

Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	27,39
Preço justo	R\$ /ação	34,50
Potencial	%	26,0
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	16,56 - 29,47
Total de ações	milhões	13.044
Ações Ordinárias	%	57,1
Free Float	%	53,1
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	1.284
Valor de Mercado	R\$ milhões	357.281

Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
PETR4	1,0%	21,3%	55,1%
Ibovespa	1,6%	17,9%	38,7%

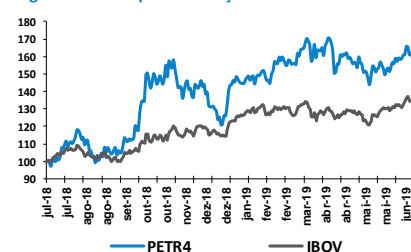
Cotação de 04/07/2019

Principais Múltiplos

	2018	2019E	2020E
P/L (x)	12,3	9,0	11,9
VE/EBITDA (x)	5,9	5,6	4,8
ROE (%)	0,1	14,3	10,8
Div. Liq./EBITDA (12m) (x)	2,3	2,7	2,1
Receita Líquida (R\$ mm)	349.836	359.649	380.758
Lucro Líquido (R\$ mm)	25.779	39.529	30.063
Margem Bruta (%)	35,6	33,6	33,7
Margem EBITDA (%)	32,8	34,0	34,6
Margem Líquida (%)	7,4	11,0	7,9
Payout (%)	2,0	2,8	2,1
Retorno Dividendo (%)	2,0	2,8	2,1
Cotação/VPA (x)	0,8	1,3	1,3

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economatica.

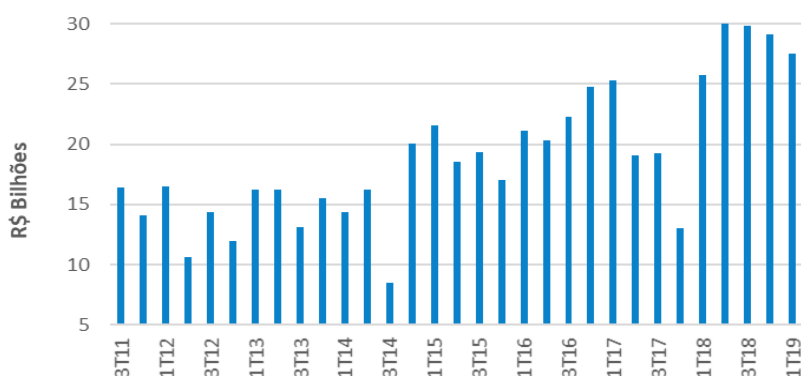
Recuperação dos resultados: A Petrobras passou uma severa crise entre 2014 e 2017, mas os resultados vêm se recuperando desde 2018. Isso foi conseguido com a elevação dos preços no mercado interno e a redução de custos e investimentos. Foi muito importante também a queda dos custos financeiros, advinda da diminuição da dívida.

Em termos anuais, após quatro períodos seguidos de prejuízos, a empresa voltou aos resultados positivos em 2018, apresentando um lucro líquido de R\$ 25,8 bilhões com EBITDA de R\$ 114,9 bilhões, 50,0% maior que em 2017.

No 1T19, a queda nas vendas e os ajustes contábeis determinados pelo IFRS 2016 prejudicaram o EBITDA e o resultado final. Porém, o EBITDA de R\$ 27,5 bilhões no 1T19 ficou 6,7% maior que em igual período de 2018. O lucro líquido (R\$ 4,0 bilhões) foi 42,1% menor que no 1T18, mas sem os efeitos do IFRS 16 este número seria de R\$ 5,1 bilhões.

Esperamos que o EBITDA continue em crescimento nos próximos trimestres, com o aumento da produção e das vendas no mercado interno, além da continuação na contenção dos custos e despesas.

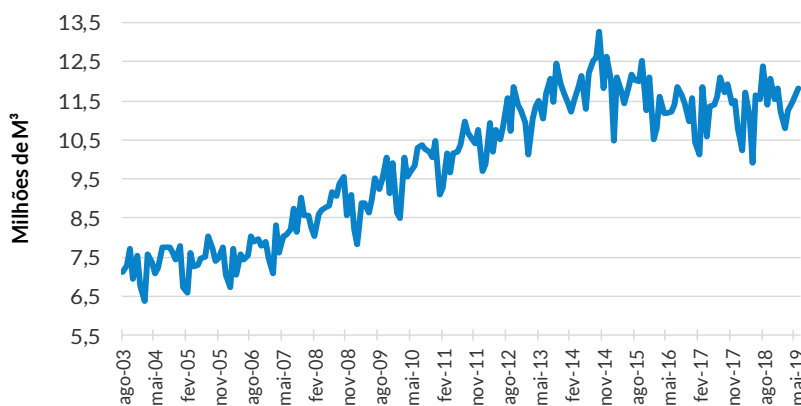
Figura 1: EBITDA Trimestral



Fonte: Petrobras

Vendas de combustíveis crescendo: O volume de combustíveis vendidos pelas distribuidoras no Brasil está voltando a crescer, o que é muito positivo para a Petrobras.

Figura 2: Vendas Totais de Combustíveis no Brasil



Fonte: ANP

Segundo os dados da ANP, em maio/2019, comparado ao mesmo mês do ano passado, as vendas totais de combustíveis no Brasil aumentaram 17,7%. Vale lembrar que em maio de 2018, ocorreu a greve dos caminhoneiros, que reduziu o tráfego e a disponibilidade de combustíveis nos postos, explicando assim a forte alta verificada. Em relação ao mês anterior, as vendas em maio aumentaram 1,5%, que é a melhor comparação no caso.

No acumulado do ano, as vendas cresceram 4,9%, com destaque para o forte incremento do etanol (36,9%), substituindo o uso de gasolina, cujo volume vendido caiu 6,4%. É importante notar a expressiva elevação no volume vendido de diesel (6,1%), combustível com maior participação nas vendas da Petrobras.

Venda de Combustíveis

mil m ³	Maio/18	Maio/19	Var.	5M18	5M19	Var.
Diesel	3.773	4.797	27,1%	21.473	22.776	6,1%
Gasolina	3.067	3.140	2,4%	16.590	15.532	-6,4%
Etanol	1.316	1.870	42,1%	6.596	9.031	36,9%
GLP	1.033	1.134	9,8%	5.255	5.293	0,7%
Óleo Combustível	129	157	21,9%	916	819	-10,6%
Outros	583	553	-5,1%	2.929	2.957	1,0%
Total	9.901	11.651	17,7%	53.759	56.408	4,9%

Fonte: ANP

Produção deve crescer substancialmente: A Petrobras deixou de publicar seu volume mensal de produção no início deste ano. Com isso, não podemos mais acompanhar o volume total produzido pela empresa (no Brasil e exterior), mas temos apenas os dados da ANP para a produção no país.

Em maio, a produção total brasileira de petróleo e líquido de gás natural (LGN) foi 2.731 mil barris, volume 4,9% mais que no mês anterior e 4,7% acima do nível de maio/2018. A Petrobras produziu no Brasil em maio 2.548 mil barris de petróleo, volume 4,5% maior que em abril e 5,0% superior ao mesmo mês de 2018. Em abril/19, a produção de petróleo da Petrobras já havia crescido 1,3% em relação a março.

Os números de produção foram muito positivos em abril e maio e vão impactar os resultados da Petrobras no 2T19. No 1T19, a produção total da empresa havia caído 4,1% em relação ao trimestre anterior e 4,7% na comparação com o 1T18.

Esta alta na produção da Petrobras é consequência do incremento nos volumes extraídos pelos sete sistemas que entraram em operação desde abril 2018, listados na tabela seguinte. A capacidade de processamento total de petróleo destes equipamentos soma 1,05 milhão de barris ao dia. Este aumento é mais significativo ainda, quando se considera que a produção da empresa esteve praticamente estagnada nos últimos cinco anos.

Petrobras - Últimos Equipamentos a Entrarem em Operação

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-69	150	65%	Outubro/18	Lula Extremo Sul
FPSO P-75	150	100%	Novembro/18	Búzios 2
FPSO P-67	150	65%	Fevereiro/19	Lula Norte
FPSO P-76	150	100%	Fevereiro/19	Búzios
FPSO P-77	150	100%	Março/19	Búzios

Fonte: Petrobras

Ainda este ano, a Petrobras colocará em operação a plataforma P-68, que vai produzir nos campos de Berbigão e Sururu, no pré-sal da Bacia de Santos. Esta plataforma tem capacidade de processamento diário de 150 mil barris de petróleo e 6 milhões de m³ de gás natural. Nestes campos, a Petrobras é a operadora com participação de 42,5%, tendo como sócias a Shell (25%), Total (22,5%) e Petrogal (10%).

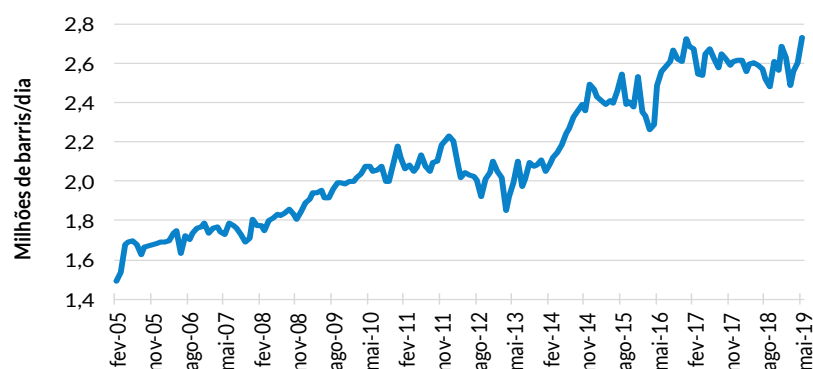
Com isso, se espera para 2019 uma produção total de 2,8 milhões de barris ao dia (contra 2,628 mil barris dia em 2018), sendo 2,3 milhões de b/d no Brasil.

Em 2020, deve entrar em operação a plataforma P-70, no Campo de Atapu I (pré-sal da Bacia de Santos), com capacidade para processar 150 mil barris de óleo e 6 milhões de m³ de gás natural ao dia.

Para 2021, estão programadas as instalações de dois sistemas de produção, denominados Sépia I e Mero I, que tem capacidade individual de processar 180 mil barris diários de petróleo.

Em seu último Plano de Negócios, a Petrobras estimou que sua produção vai crescer numa taxa média anual composta de 5% a partir de 2020.

Figura 3: Produção Mensal de Petróleo no Brasil



Fonte: ANP

Dívida: Uma combinação que durou anos de preços defasados e investimentos muito acima da geração de caixa, levaram a Petrobras a sofrer uma fortíssima expansão do endividamento. Exemplo disso, foi o aumento da dívida líquida de US\$ 9,5 bilhões no 2T06 para o pico de US\$ 109,6 bilhões no 2T14, um crescimento anual composto de 35,8%. Este número havia caído para US\$ 69,4 bilhões ao final de 2018, mas as mudanças determinadas pelo IFRS 16 (adição dos arrendamentos à dívida), levou o endividamento no 1T19 para US\$ 95,5 bilhões.

Os investimentos contidos, uma geração de caixa crescente e as vendas de ativos nos indicam que a relação dívida líquida/EBITDA deve continuar em queda. Estimamos que este número caia de 3,2x no 1T19 para 2,7x no 4T19 e 2,1x ao final de 2020.

Dados Financeiros

R\$ milhões	1T19	4T18	Var.	1T18	Var.
Dívida Bruta - Sem IFRS	307.099	326.161	-5,8%	340.224	-9,7%
Arredamentos Mercantis - IFRS	105.979	715	-	759	-
Total	413.078	326.876	26,4%	340.983	21,1%
Caixa	40.846	58.052	-29,6%	80.731	-49,4%
Endividamento Líquido	372.232	268.824	38,5%	260.252	43,0%
Dívida Líquida/EBITDA	3,2x	2,3x	-	3,7x	-

Fonte: Petrobras

Adoção do IFRS 16: Neste ano houve a adoção da norma contábil IFRS 16, que trata do arrendamento mercantil, sendo que as companhias brasileiras tiveram seu balanço e o resultado muito afetados por isso já no 1T19. O IFRS 16 equiparou os arrendamentos operacionais aos financeiros, fazendo com que os custos e despesas destes contratos sejam reconhecidos no resultado como depreciação e despesa financeira. Além disso, houve o reconhecimento no balanço dos valores dos ativos arrendados.

Na Petrobras, que tem muitos equipamentos arrendados, os efeitos da adoção do IFRS 16 foram enormes, tanto no balanço como no resultado do 1T19. O Ativo/Passivo foi aumentado em R\$ 102,3 bilhões, o EBITDA em R\$ 3,7 bilhões e o lucro líquido foi negativamente impactado em R\$ 718 milhões. A dívida foi elevada em R\$ 105,3 bilhões, com a adição dos compromissos com os arrendamentos. Sem estas novas "dívidas", a relação dívida líquida/EBITDA seria de 2,4x, mas com a adoção do IFRS subiu para 3,2x.

Petrobras - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Receita Líquida	283.695	349.836	359.649	380.758	404.132
Lucro Bruto	91.595	124.543	120.902	128.280	137.717
Despesas Operacionais	-55.971	-61.586	-54.270	-59.056	-62.676
Despesas com Vendas	-14.510	-16.861	-16.714	-17.268	-18.227
Desps. Gerais e Administrativas	-9.314	-8.932	-9.118	-9.140	-9.133
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-32.147	-35.793	-28.438	-32.648	-35.315
Resultado Operacional (EBIT)	35.624	62.957	66.632	69.224	75.042
Result. Financ. Líquido	-31.599	-21.100	-25.534	-23.821	-22.001
Equivalência Patrimonial	2.149	1.919	1.881	1.809	1.805
Resultado Antes do I. R e C. Social	6.174	43.776	42.979	47.212	54.845
I.R e Contr. Social	-5.797	-17.078	-13.694	-15.599	-18.121
Participações Minoritárias	-823	-919	-1.756	-1.550	-1.800
Ganho com a venda da TAG	0	0	12.000	0	0
Resultado Líquido	-446	25.779	39.529	30.063	34.924
Lucro por Ação	-0,03	1,98	3,03	2,30	2,68
EBITDA	76.557	114.852	122.336	131.701	142.669
Margem Bruta	32,3%	35,6%	33,6%	33,7%	34,1%
Margem EBITDA	27,0%	32,8%	34,0%	34,6%	35,3%
Margem Líquida	-0,2%	7,4%	11,0%	7,9%	8,6%

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

Karoline Borges
kborges@plannercorretora.com.br

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

Victor Luiz de Figueiredo Martins, CNPI
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 às 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.