

# Petrobras (PETR4 – Compra)

## Bons resultados virão se a política de preços for mantida

Luiz Francisco Caetano, CNPI

[lcaetano@planner.com.br](mailto:lcaetano@planner.com.br)

+55 11 2172-2564

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

A forte alta nos preços do petróleo neste ano, a retomada na demanda por combustíveis no mercado nacional e uma elevada taxa de câmbio, devem permitir bons resultados operacionais para a Petrobras em 2021. No entanto, estes resultados só vão ocorrer se a política atual de preços for mantida e isso foi colocado em dúvida em face do presente processo de substituição do presidente da empresa. Acreditamos ainda que se a nova administração mexer nos pilares de gestão da Petrobras dos últimos anos (paridade de preços, corte de custos/despesas, vendas de ativos e contenção dos investimentos), a empresa voltará a apresentar os mesmos resultados ruins do passado. Em nossas projeções consideramos que não vão ocorrer mudanças nestas políticas e com isso elevamos o Preço Justo de PETR4 para R\$ 30,00/ação, vindo de R\$ 26,00, mantendo a recomendação de Compra.

Temos que destacar os seguintes pontos da Petrobras:

- **Produção:** Em 2020, o volume médio produzido foi de 2.836 mil barris ao dia, quantidade 2,4% maior que no ano anterior, isso depois de um crescimento de 5,4% em 2019. A previsão da Petrobras para 2021 é de produzir 2,72 milhões de barris/dia, volume 4,0% menor que em 2020. Este ano, a empresa vai adicionar duas novas plataformas, ambas instaladas no pré-sal da Bacia de Santos (região altamente produtiva e com baixos custos de extração), cada uma delas com capacidade para processar 180 mil barris de petróleo ao dia e 12 milhões de m<sup>3</sup>/dia de gás;
- **Preços do petróleo:** Após a forte queda sofrida em 2020, a cotação do petróleo tem apresentado uma expressiva recuperação neste ano, já tendo subido mais de 30%. Usamos em nossas projeções as estimativas feitas pela Energy Information Administration (EIA), órgão do governo dos Estados Unidos. A EIA está projetando que o preço médio do Brent em 2021 fique em US\$ 60,67 por barril (+45,5% em relação a 2020), caindo 3,6% para US\$ 58,51 em 2022;
- **Vendas:** O volume vendido em 2020 pela Petrobras foi de 3.005 mil barris/dia, com aumento de 2,5%. As vendas de derivados caíram 6,3% no ano, devido ao impacto das medidas de restrição na movimentação usadas para combate à Covid-19. Porém, a empresa conseguiu elevar fortemente suas exportações de petróleo (30,2%), mais que compensando as perdas nas vendas de derivados no Brasil. Para este ano, a retomada na economia deve elevar as vendas de combustíveis no mercado interno, mas este aumento depende do ritmo de solução da pandemia;
- **Custos:** A redução de custos tem sido importante para aumentar a rentabilidade da empresa nos últimos anos. Em 2020, a queda no custo de extração foi de 33,3%. No refino, o custo teve uma contração no ano de 30,9%. As expectativas são otimistas para a continuação deste processo, principalmente pelo aumento da participação do petróleo proveniente do pré-sal;
- **Dívida:** A maior geração de caixa e a redução dos investimentos, vêm permitindo a Petrobras reduzir substancialmente sua dívida. Em 2020, a empresa conseguiu

### Dados da Ação

Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	23,29
Preço justo	R\$ /ação	30,00
Potencial	%	29
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	10,85 - 31,76
Total de ações	milhões	13.044
Ações Ordinárias	%	57,1
Free Float	%	58,9
Vol. Méd. diário (1 mês)	R\$ milhões	3.735
Valor de Mercado	R\$ milhões	303.799

### Desempenho da Ação

	Dia	Ano	52 Sem.
PETR4	4,3%	-17,8%	46,9%
Ibovespa	2,0%	-3,4%	35,0%

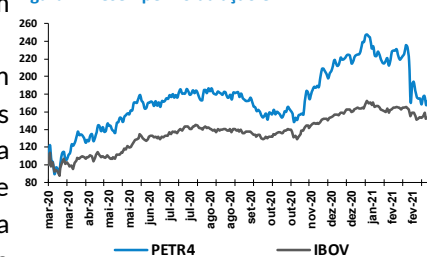
Cotação de 11/03/2021

### Principais Múltiplos

	2020	2021E	2022E
P/L (x)	52,5	5,4	5,2
VE/EBITDA (x)	4,9	3,4	3,0
ROE (%)	2,3	16,2	14,9
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	2,3	1,6	1,2
Receita Líquida (R\$ mm)	272.069	372.185	355.485
Lucro Líquido (R\$ mm)	7.108	56.722	58.884
Margem Bruta (%)	45,6	47,4	48,8
Margem EBITDA (%)	52,6	44,8	47,9
Margem Líquida (%)	2,6	15,2	16,6
Payout (%)	144,9	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	3,4	4,7	4,8
Cotação/VPA (x)	1,2	0,9	0,8

Fonte: Economatica. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



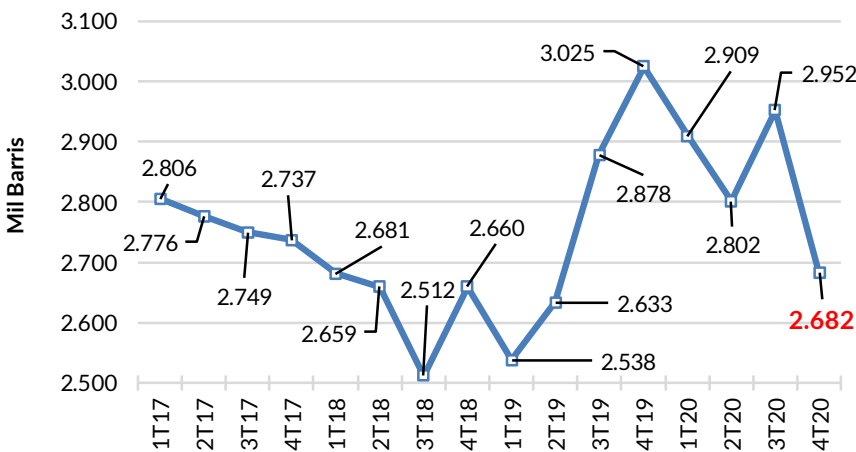
Fonte: Economatica.

diminuir o endividamento líquido em US\$ 15,7 bilhões (-19,9%). Esperamos que esta diminuição continue em 2021, dependendo da manutenção da política de preços atual e venda de ativos;

- **Venda das refinarias:** A Petrobras está vendendo oito de suas treze refinarias, que têm metade da capacidade total de refino da empresa de 2,2 milhões de barris/dia. O processo de negociação de algumas destas unidades já está bastante avançado, como das refinarias Landulpho Alves e Getúlio Vargas. No entanto, a recente discussão acerca da política de preços deve atrasar estes negócios, que são grandes e teriam um impacto importante na redução do endividamento;
- **Pagamento de provento:** A Petrobras pagará dividendos no valor de R\$ 10,3 bilhões (R\$ 0,787446 por ação ordinária ou preferencial). Terão direito a este provento os acionistas da empresa no dia 14 de abril, com o pagamento sendo realizado em 29/4. O valor deste dividendo equivale a um retorno de 3,4% para os detentores de PETR4, considerando sua cotação ao final do último pregão.

**Produção afetada por manutenções no trimestre:** O volume produzido no 4T20 mostrou uma queda de 11,3%, sempre comparando ao mesmo trimestre do ano anterior. Esta redução ocorreu pelo maior número de paradas para manutenção (cinco FPSOs no período), que não foram executadas no 2T20 e 3T20. Importante também tem sido o crescimento da participação do pré-sal, que saiu de 49% da produção em 2018 para 59% no ano seguinte e 68% em 2020. Este incremento do volume no pré-sal reduz custos e ajuda os preços de venda, com a melhor qualidade e produtividade destes campos.

**Figura 1: Produção Média Trimestral**



Fonte: Petrobras

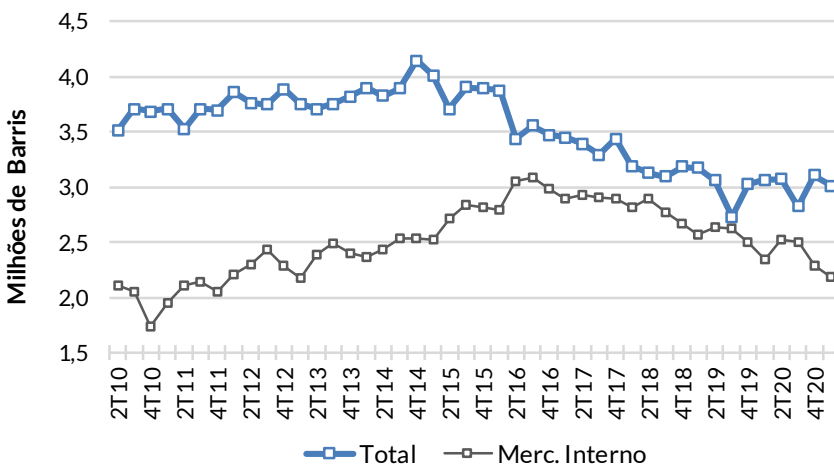
Para 2021, a empresa espera produzir em média 2,72 milhões de barris/dia, com possível variação de 4% para mais ou menos, quantidade 4,0% menor que aquela obtida no ano passado. A produção em 2021 será positivamente impactada pela elevação na produção em duas plataformas instaladas no pré-sal da Bacia de Santos, que são a P-68 (campo de Berbigão) e P-70 (campo de Atapu). Ambos equipamentos tem uma capacidade para processar 150 mil barris de óleo e comprimir até 6 milhões de m<sup>3</sup> de gás natural. Além disso, em 2021 serão instalados dois novos equipamentos, o FPSO Guanabara (campo de Mero 1) e FPSO Carioca (campo de

Sépia). Estas duas unidades têm capacidade para processar 180 mil barris de petróleo ao dia e 12 milhões de m<sup>3</sup>/dia de gás cada uma delas e também vão operar no pré-sal da Bacia de Santos.

**Vendas ainda não reagiram:** O volume total vendido pela Petrobras no 4T20 caiu 1,8%, por conta da redução das vendas internacionais (44,0%). No mercado interno de derivados ocorreu um crescimento de 2,3%, sustentado pelos fortes aumentos nas vendas de diesel (8,2%) e de óleo combustível (37,8%). As exportações e importações caíram no 4T20. No entanto, o volume de exportações caiu menos (1,6%) que as compras do exterior (32,5%), levando a um aumento de 20,0% no saldo destas operações. A redução das exportações ocorreu pelas quedas nas vendas de derivados (52,4%) e de petróleo (4,5%). Já nas importações, as maiores contrações vieram das compras de petróleo (27,3%) e diesel (49,3%).

A expectativa é de crescimento das vendas de combustíveis em 2021, com a retomada na economia. O último número disponibilizado pela Agência Nacional do Petróleo (ANP), mostrou que as vendas de combustíveis no Brasil em janeiro/21, tiveram uma queda de 2,1%, principalmente com a forte diminuição em querosene de aviação (37,4%). Porém, para os produtos mais importantes para empresa ocorreram altas de 0,9% no diesel e 0,2% em gasolina. Naturalmente, para que o crescimento no consumo de derivados ocorra é necessário a redução dos preços e a normalização na circulação de veículos, que só virá com o arrefecimento da pandemia.

**Figura 2: Vendas Trimestrais**

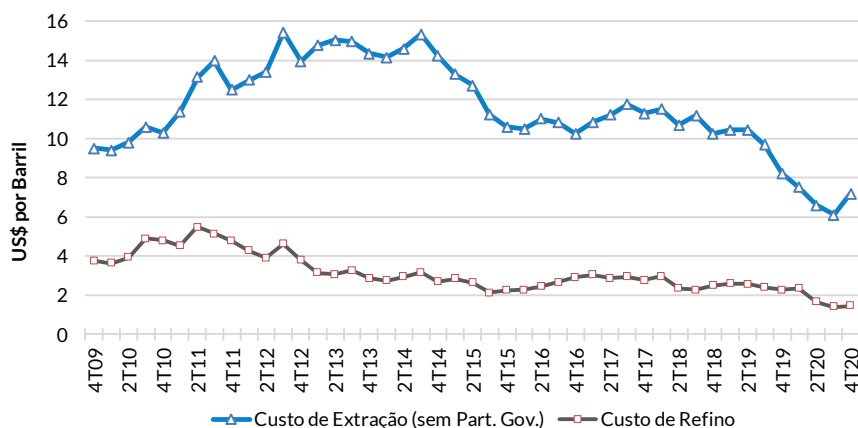


Fonte: Petrobras

**Seis anos de quedas:** A redução nos custos de extração e refino tem sido muito importante para o aumento da rentabilidade da Petrobras. Nos últimos anos, após um pico no custo de extração (*lifting cost*) de US\$ 15,33 por barril no 3T14, este número vem caindo aceleradamente. No 4T20, o *lifting cost* no Brasil sem participações governamentais e afretamento foi de US\$ 5,61 por barril, valor 14,1% menor que no 4T19, em consequência da desvalorização do real e de maior produção no pré-sal. O custo de refino no Brasil durante o 4T20 (US\$ 1,41/barril) ficou 35,8% menor em 2019, principalmente devido a ganhos de estoque.

Os custos devem continuar caindo em 2021 com o aumento da participação do petróleo proveniente do pré-sal e a desvalorização do real. A Petrobras espera que o *lifting cost* caia de uma média de US\$ 9,0/barril no período de 2015 a 2019 para US\$ 5,2/b entre 2021-25.

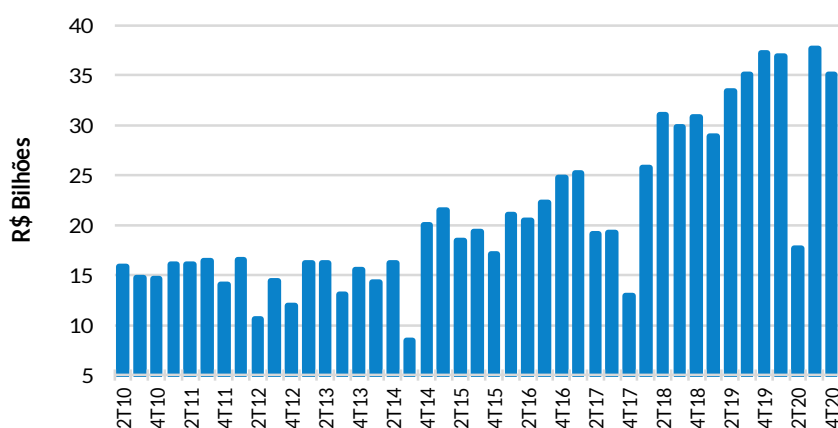
**Figura 3: Custos de Extração e Refino**



Fonte: Petrobras

**Rentabilidade afetada pelos preços do petróleo:** O EBITDA ajustado recorrente da Petrobras em 2020 foi de R\$ 127,0 bilhões, valor 5,7% menor que no ano anterior. Esta redução ocorreu devido à queda no preço do petróleo e diminuição nas vendas, em parte compensada pela desvalorização do real. No 4T20, o EBITDA nestas bases atingiu R\$ 35,1 bilhões, 5,8% abaixo do mesmo período de 2019, impactado por menores volumes vendidos, mesmo com o incremento nos preços dos derivados no mercado interno.

**Figura 4: EBITDA Trimestral Ajustado Recorrente**



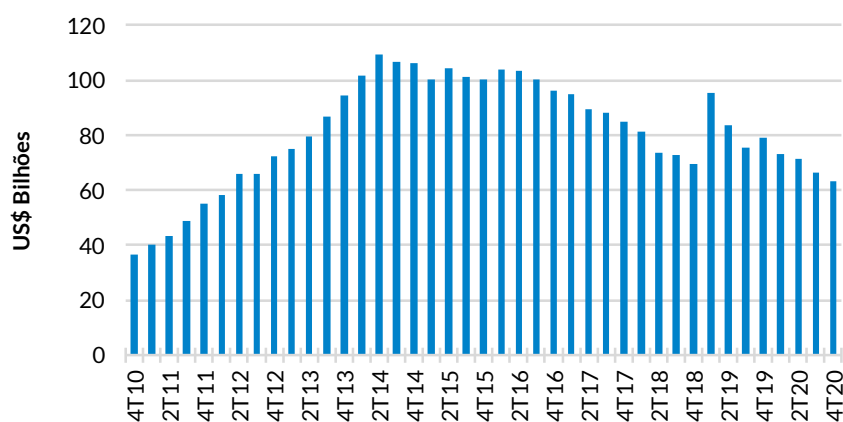
Fonte: Petrobras

**Endividamento em queda:** Ao final de 2020, a dívida líquida da Petrobras (incluindo arrendamentos) era de R\$ 328,3 bilhões, 12,1% abaixo do trimestre anterior, mas 3,3% maior que no 4T19. Este aumento em 12 meses decorreu da desvalorização do real e a redução no

trimestre pode ser creditada à maior geração de caixa. A relação dívida líquida/EBITDA no 4T20 foi de 2,2x, vindo de 2,3x no 3T20 e 2,4x no mesmo trimestre de 2019.

A Petrobras conseguiu reduzir sua dívida sensivelmente em 2020, apesar dos problemas na operação trazidos pela pandemia. A dívida bruta em dólares caiu US\$ 11,6 bilhões para US\$ 63,2 bilhões ao final de 2020, sendo que o endividamento líquido teve redução de US\$ 15,7 bilhões. A melhora no endividamento permitiu que a empresa emitisse no ano seu título no mercado internacional com a menor taxa da história (4,4% ao ano).

**Figura 5: Evolução da Dívida Líquida**



Fonte: Petrobras

**Petrobras - Resumo dos Resultados Projetados**

R\$ milhões	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Receita Líquida</b>	<b>302.245</b>	<b>272.069</b>	<b>372.185</b>	<b>355.485</b>	<b>328.755</b>
Lucro Bruto	122.105	123.962	176.467	173.531	166.052
<b>Despesas Operacionais</b>	<b>-29.321</b>	<b>-36.810</b>	<b>-60.639</b>	<b>-58.425</b>	<b>-55.460</b>
Despesas com Vendas	-17.746	-25.020	-35.159	-33.277	-30.194
Desps. Gerais e Administrativas	-8.368	-5.525	-5.845	-5.391	-5.401
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-3.207	-6.265	-19.636	-19.757	-19.864
<b>Resultado Operacional (EBIT)</b>	<b>92.784</b>	<b>87.152</b>	<b>115.828</b>	<b>115.107</b>	<b>110.592</b>
Result. Financ. Líquido	-34.459	-49.584	-32.106	-28.480	-16.678
Equivalência Patrimonial	547	-3.272	-1.812	-1.595	-1.601
<b>Resultado Antes do I. R e C. Social</b>	<b>58.872</b>	<b>34.296</b>	<b>81.910</b>	<b>85.032</b>	<b>92.312</b>
I.R e Contr. Social	-16.400	6.209	-24.573	-25.510	-27.694
Participações Minoritárias	-834	862	-615	-639	-693
<i>Impairment</i>	-11.630	-34.259	0	0	0
Resultado das Operações Descontinuadas	10.129	0	0	0	0
<b>Resultado Líquido</b>	<b>40.137</b>	<b>7.108</b>	<b>56.722</b>	<b>58.884</b>	<b>63.925</b>
Lucro por Ação	3,08	0,54	4,35	4,51	4,90
<b>EBITDA</b>	<b>129.249</b>	<b>142.983</b>	<b>166.705</b>	<b>170.178</b>	<b>170.202</b>
Margem Bruta	40,4%	45,6%	47,4%	48,8%	50,5%
Margem EBITDA	42,8%	52,6%	44,8%	47,9%	51,8%
Margem Líquida	13,3%	2,6%	15,2%	16,6%	19,4%

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.