



Petróleo & Gás

Atualizando Estimativas e Apresentando Preços-Alvo de 2024E;

PRIO como *Top Pick*;

Elevando a Recomendação de Petrobras para "Compra"

Petróleo & Gás

Atualizando Estimativas e Apresentando Preços-Alvo de 2024E;

PRIO como *Top Pick*;

Elevando a Recomendação de Petrobras para “Compra”

Rodrigo Almeida; Eduardo Muniz

Resumo: Estamos atualizando as estimativas para o setor de Petróleo & Gás no Brasil, elencando a PRIO como a nossa *Top Pick*, apoiada por seu histórico comprovado, *pipeline* sólido de projetos orgânicos e possíveis revisões altistas pelo consenso para 2023-24, enquanto elevamos a recomendação de Petrobras para “Compra”, pois esperamos que as mudanças em andamento tenham um impacto limitado no Fluxo de Caixa Livre (FCL) e nos dividendos da empresa. Nossa perspectiva geral construtiva para o setor decorre de: (i) nossa visão de que o mercado não está precificando o potencial de crescimento das empresas juniores de Exploração & Produção (E&P) e (ii) preços de petróleo em patamares altos, ambos sustentando nossa recomendação de “Compra” para PetroReconcavo (com dividendos sólidos, em nossa visão) e 3R Petroleum (que acreditamos possuir um sólido portfólio de ativos, com nosso maior potencial de valorização em uma base de Fluxo de Caixa Descontado). Permanecemos mais cautelosos em relação à Enauta, com recomendação de “Manutenção”, devido à volatilidade dos resultados no curto prazo. Em suma, nossa ordem de preferência no setor é: (i) PRIO, (ii) Petrobras e (iii) PetroReconcavo

Para a Petrobras, nossa expectativa de um impacto limitado das mudanças recentes em seus resultados financeiros e dividendos apoia a recomendação de “Compra”. Acreditamos que: (i) mudanças na política de preços de combustíveis da empresa e (ii) maiores investimentos em renováveis provavelmente terão um impacto limitado nos resultados financeiros, na capacidade da empresa de continuar criando valor para os acionistas e no pagamento de dividendos. De fato, acreditamos que o portfólio robusto da Petrobras deve levar à geração de FCL para 2023 e 2024 de 26% e 19%, respectivamente, assumindo que a empresa continue a seguir os preços internacionais de combustível e o capex permaneça alinhado com o plano estratégico atual da administração (já que não esperamos mudanças de curto prazo nos investimentos). Embora esperemos mudanças na política de dividendos da Petrobras até o final de julho, acreditamos que: (i) a solidez financeira da empresa e (ii) as necessidades fiscais do governo justificam mudanças limitadas em sua política atual – nosso cenário base incorpora pagamentos de dividendos que representam 40% do FCL (vs. 60% atualmente), o que se traduz em um *dividend yield* 2T23-4T24 de 16% (13% para 2023E).

Santander Equity Research

Petróleo & Gás

27 de junho de 2023

Índice

- Resumo/Introdução
- 1. Visão Geral
- 2. Perspectivas para Petróleo & Gás
- 3. 3R Petroleum
- 4. Enauta
- 5. PRIO
- 6. Petrobras
- 7. PetroReconcavo

Glossário

- Boe – barril equivalente de petróleo
- Boed – boe/dia
- Kboed – mil boe/dia
- MMboe – milhões boe

E as empresas de Exploração & Produção (E&P) juniores? É tudo uma questão de execução, e continuamos positivos com os veteranos da indústria, PRIO e PetroReconcavo. Embora acreditemos que o mercado não precifique o potencial de crescimento das empresas brasileiras de E&P, preferimos aquelas que geram alto fluxo de caixa de curto prazo e têm a capacidade de fornecer retorno aos acionistas em meio aos altos preços do petróleo. A PRIO é a nossa *Top Pick*, pois esperamos que pelo menos uma parte do rendimento de FCL 2023-24E da empresa de 35% seja devolvido aos acionistas na forma de recompra de ações e/ou dividendos, enquanto antecipamos revisões de lucros pelo consenso. Prevemos FCL sólido de curto prazo para PetroReconcavo, apoiando nosso *dividend yield* de 6% para 2023E e 10% para 2024E. Gostamos do potencial de crescimento da 3R Petroleum, que se reflete em nosso potencial de alta de ~82%, mas observamos que a execução é fundamental, dados os problemas de produção em 2022; prevemos revisões baixistas pelo consenso em 2023. Embora gostemos do potencial da Enauta no campo de Atlanta, juntamente com as mudanças na estrutura acionária e o potencial de M&A, acreditamos que as preocupações de curto prazo tornam sua tese de investimento menos atraente para os investidores.

Figura 1 – Mudanças nas Recomendações e Preços-Alvo

Company	Ticker	Currency	Rating			New TP YE2024	Previous TP YE2023	Current Price	Stock Upside	DY 2024E	Total Upside
			New	Previous	Change						
Petrobras	PBR US	USD	Outperform	Neutral	▲	19.00	13.50	13.90	37%	8%	45%
PRIO*	PRIO3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	87.00	46.00	36.27	140%	0%	140%
PetroReconcavo	RECV3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	38.00	41.00	19.09	99%	10%	109%
3R Petroleum	RRRP3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	59.00	87.00	32.49	82%	0%	82%
Enauta	ENAT3 BZ	BRL	Neutral	Neutral	=	19.00	14.00	14.05	35%	1%	37%

Fonte: Estimativas Santander.

Obs.: *Top Pick.

1. Visão Geral

Vemos oportunidades atraentes em diversas empresas do setor de Petróleo & Gás no Brasil, pois acreditamos que o mercado não valoriza totalmente: (i) as perspectivas de crescimento das E&Ps juniores, que têm potencial significativo de crescimento em termos de produção, EBITDA e geração de FCL nos próximos anos; e (ii) o potencial da Petrobras de continuar gerando valor para os acionistas, mesmo com as mudanças em sua estratégia de precificação de combustível e potencialmente maior capex para renováveis. Assim, nossa ordem de preferência do setor é: (i) PRIO, (ii) Petrobras e (iii) PetroReconcavo. Também temos uma recomendação de “Compra” para 3R Petroleum, enquanto para Enauta temos uma recomendação de “Manutenção”.

Figura 2 –Resumo das Recomendações

Company	Ticker	Currency	Rating			TP YE2024	Current Price	EV/EBITDA		FCFY		DY	
			New	Previous	Change			YE2023	YE2024	YE2023	YE2024	YE2023	YE2024
Petrobras	PBR US	USD	Outperform	Neutral	▲	19.00	13.90	2.5x	2.5x	26%	19%	13%	8%
PRIO*	PRIO3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	87.00	36.27	3.8x	1.8x	8%	27%	0%	0%
PetroReconcavo	RECV3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	38.00	19.09	3.0x	1.9x	10%	18%	6%	10%
3R Petroleum	RRRP3 BZ	BRL	Outperform	Outperform	=	59.00	32.49	6.3x	3.3x	-10%	10%	0%	0%
Enauta	ENAT3 BZ	BRL	Neutral	Neutral	=	19.00	14.05	2.6x	2.0x	0%	8%	2%	1%

Fonte: Estimativas Santander.

Figura 3 – Santander vs. Consenso, 2023E

Company	Ticker	Currency	2023E Sales (million)			2023E EBITDA (million)		
			Santander	Consenso	Δ	Santander	Consenso	Δ
Petrobras	PBR US	USD	95,041	99,915	-5%	50,557	50,792	0%
PRI0	PRI03 BZ	USD	2,493	2,753	-9%	1,895	2,015	-6%
PetroReconcavo	RECV3 BZ	BRL	3,403	3,310	3%	2,046	1,656	24%
3R Petroleum	RRRP3 BZ	BRL	4,335	4,522	-4%	2,171	2,188	-1%
Enauta	ENAT3 BZ	BRL	2,273	2,624	-13%	1,356	1,823	-26%

Fontes: Visible Alpha, Estimativas do Santander.

Figura 4 –Santander vs. Consenso, 2024E

Company	Ticker	Currency	2024E Sales (million)			2024E EBITDA (million)		
			Santander	Consenso	Δ	Santander	Consenso	Δ
Petrobras	PBR US	USD	84,313	96,312	-12%	47,268	47,799	-1%
PRI0	PRI03 BZ	USD	3,753	3,737	0%	3,084	2,932	5%
PetroReconcavo	RECV3 BZ	BRL	4,584	4,564	0%	2,998	2,421	24%
3R Petroleum	RRRP3 BZ	BRL	7,215	7,870	-8%	4,105	4,622	-11%
Enauta	ENAT3 BZ	BRL	2,977	3,328	-11%	1,805	2,118	-15%

Fontes: Visible Alpha, Estimativas do Santander.

2. Perspectivas para Petróleo & Gás

Usamos a curva de preço do petróleo Brent da Bloomberg de US\$ 79/barril para 2023, US\$ 73/barril para 2024, US\$ 71/barril para 2025 e US\$ 67/barril no longo prazo. O Brent registrou um preço médio de US\$ 83/barril em 2023, abaixo dos US\$ 101/barril de 2022, enquanto claramente à frente dos US\$ 71/barril de 2021 e dos US\$ 43/barril de 2020, impulsionados pela normalização da atividade econômica global (levando a demanda de volta aos níveis pré-COVID) e oferta apertada (resultante em parte de uma reorientação de novos investimentos na transição energética). Além disso, a Guerra da Ucrânia acrescentou interrupções no fornecimento, não apenas por causa do conflito em si, mas também devido às sanções impostas à Rússia. O recente anúncio da OPEP+ sobre cortes de produção e uma potencial recessão global também adicionam incerteza às perspectivas do petróleo, mas observamos que vários participantes do mercado preveem um potencial desequilíbrio na oferta e demanda para o 2S23 (ou seja, um *déficit* de petróleo, dada a menor produção da OPEP). Com a atividade de xisto ainda moderada nos EUA, novos investimentos limitados e consumo normalizado, os fundamentos do petróleo permanecem apertados, mas podem afrouxar se os efeitos de substituição, eficiência e transição acelerarem ou se a demanda for contida por perspectivas econômicas mais fracas nos principais mercados regionais. Finalmente, notamos que o equilíbrio fiscal (ou seja, o preço do petróleo necessário para os principais países exportadores de petróleo atingirem suas metas fiscais) para os países do Oriente Médio continua a aumentar, de acordo com as projeções do FMI, o que poderia continuar a apoiar a produção moderada e, assim, manter preços do petróleo mais próximos dos níveis atuais.

Figura 5 – Câmbio e Brent

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	LTE
BRL/USD - Avg.	5.35	5.18	5.21	5.45	5.53	5.53	5.53
Brent (US\$/bbl) - Avg.	71	101	79	73	71	69	67

Fontes: Bloomberg, Estimativas do Santander.

Para o gás natural, estamos usando preços de moléculas na faixa de 7-14% do Brent, com base em nossas estimativas e nos relatórios de certificação de reserva das empresas de E&P em nossa cobertura. O mercado brasileiro de gás carece de maturidade e transparência de preços, pois a Petrobras era um monopólio até recentemente, mas notamos que os desinvestimentos da empresa no segmento de gás, aliados ao novo marco regulatório, traduziram-se em maior visibilidade para os preços do gás natural e levaram à assinatura de mais contratos entre produtores independentes e distribuidores locais de gás/consumidores livres.

3R Petroleum (RRRP3)

Execução é Primordial, Principalmente em Potiguar e Papa-Terra;
Reduzindo o Preço-Alvo para R\$ 59,00 (2024E) vs. R\$ 87,00 (2023E)

Rodrigo Almeida; Eduardo Muniz

Gostamos do portfólio da 3R, que tem potencial de crescimento significativo – estimamos um CAGR de produção (2023-28E) de 14% vs. média de 12% dos pares – e acreditamos que a empresa agora está pronta para avançar em termos de execução, após o fechamento da Potiguar. Em nossa opinião, o redesenvolvimento e a operação de ativos *mid/downstream* em Potiguar e redesenvolvimento de Papa-Terra provavelmente serão o foco principal da empresa para 2023-24, especialmente devido aos “frutos mais fáceis” de serem capturados nesses ativos. Dito isso, embora vejamos um alto potencial de valorização de ~86% para as ações, acreditamos que uma valorização mais significativa está condicionada à execução da 3R e ao crescimento da produção nos próximos trimestres, dada a produção fraca da empresa em 2022.

Com o fechamento de Potiguar e o fim de sua corrida de M&A, esperamos agora que a estratégia da 3R seja totalmente centrada na execução de projetos orgânicos, com foco em: (i) melhoria das instalações visando o aumento da confiabilidade dos ativos adquiridos da Petrobras e o aumento de seu potencial de produção, e (ii) intervenções, manutenções e perfurações, a fim de aumentar a produção — notamos que a execução é particularmente importante para a tese de 3R, dados os problemas com a produção de Macau em 2022. Modelamos um aumento de ~60% a/a na produção para ~58 kboed (2024E), impulsionada por: (i) incorporação da Potiguar; (ii) melhorias na produção de Papa-Terra (com redução de *offloads* que devem ajudar na precificação); e (iii) *ramp-up* de Recôncavo e Peroá. Projetos *midstream* e *downstream* permanecem como *upside* em nossas estimativas, já que não os incluímos em nossas estimativas e preço-alvo.

FCL nada inspirador no curto prazo, dado o extenso *pipeline* de projetos da 3R. Dado o extenso *pipeline* de projetos da 3R e pagamentos contingentes/diferidos para M&A, esperamos um capex de ~US\$ 320 milhões em 2023 (~55% a serem gastos em manutenções/intervenções/perfurações e ~35% para melhoria da infraestrutura). Como resultado, estimamos um FCL negativo (ex-M&A) de ~R\$ 776 milhões em 2023, mas uma geração de FCL forte de R\$ 814 milhões para 2024 (~11% de rendimento de FCL) devido ao maior EBITDA.

Alavancagem deve permanecer sob controle, mas sem espaço para recompra de ações e/ou dividendos no futuro próximo, em nossa visão. Após o recente aumento de capital

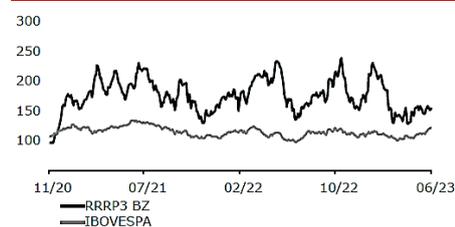
Santander Equity Research

Petróleo & Gás
27 de junho de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 59,00

Desempenho de Preços (R\$)



de ~US\$ 180 milhões (para financiar parcialmente a aquisição da Potiguar e manter os múltiplos em patamares confortáveis), a 3R deve encerrar 2023 em uma posição melhor — em vez de apenas financiar Potiguar por meio de dívida. Esperamos que a Dívida Líquida/EBITDA da 3R atinja 2,7x no fim de 2023 (vs. 0,7x no 1T23), com queda mais significativa na alavancagem apenas em 2024 (DL/EBITDA em 2024E de 1,4x).

3R Petroleum

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	1,722	4,335	7,215
EBITDA	674	2,171	4,105
EBITDA YoY Change (%)	26.5	222.3	89.1
EBITDA as % of Revenue	39.1	50.1	56.9
EBIT	271	1,658	3,113
Net Financial Result	(485)	(706)	(677)
Associates	0	0	0
Taxes	342	(207)	(465)
Minorities	30	(3)	0
Net Profit	158	742	1,972
Adj Net Profit	158	742	1,972
YoY Change (%)	885.7	370.6	165.8
as % of Revenues	9.2	17.1	27.3
Cash Flow			
EBITDA	674	2,171	4,105
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(414)	(369)	(140)
Capital Expenditures	(2,522)	(7,325)	(2,573)
Cash Financials	515	4,385	(677)
Cash Taxes	342	(207)	(465)
Other Cash Items	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	(1,177)	(1,345)	250
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	2,704	5,554	(250)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	800	710	1,082
Current Assets	1,571	2,125	2,737
Goodwill	2,998	6,432	7,376
Non-Curr Assets (ex g'will)	6,400	13,342	15,217
Total Assets	11,769	22,608	26,413
Current Liabilities	891	1,508	1,615
Non-Current Liabilities	2,738	7,975	8,385
Minorities	59	62	62
Shareholders' Equity	4,341	5,984	7,956
Total Liabilities & Equity	8,030	15,529	18,017
Net Financial Debt	270	5,824	5,574
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	(3.4)	15.7	20.5
EV/EBIT (x)	25.3	7.5	3.9
FCFF Yield (%)	(26.8)	(46.2)	7.6
P/BV (x)	1.5	1.1	0.8

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Enauta (ENAT3)

Volatilidade na Produção e Mudanças na Composição Acionária e Societária Podem Continuar;

Elevando o Preço-Alvo para R\$ 19,00 (2024E) vs. R\$ 14,00 (2023E);

Mantendo a Recomendação de "Manutenção"

Rodrigo Almeida; Eduardo Muniz

Vemos valor no sistema de desenvolvimento completo (*full development system, FDS*) da Enauta previsto para 2024, mas acreditamos que a volatilidade da produção em Atlanta pode impedir que a ação atinja todo o seu potencial no curto prazo. Mais especificamente, esperamos que o FDS de Atlanta seja introduzido em meados de 2024, mas a integridade comprometida do sistema de produção inicial (*early production system, EPS*) pode continuar causando volatilidade na produção. **Em nossa opinião, os investidores provavelmente começarão a precificar o valor total do FDS de Atlanta mais próximo do primeiro óleo em meados de 2024. Dito isso, reconhecemos que a atividade de M&A e/ou mudanças adicionais na composição acionária da Enauta podem atuar como catalisadores positivos de curto prazo para as ações.**

Produção pouco inspiradora para Atlanta no curto prazo, mas o potencial FDS em 2024+ parece encorajador, em nossa opinião. Desde 2018, a Enauta produz petróleo em Atlanta por meio de um sistema de produção antecipada que não foi projetado para durar tanto tempo. Como resultado, a volatilidade da produção tem sido considerável recentemente e acreditamos que possa persistir até que o FDS seja implementado em meados de 2024, dada a baixa confiabilidade da instalação atual, o FPSO Petrojarl 1. Para o FDS, esperamos uma produção de ~37 kbpd até 2025 (vs. uma capacidade de 50 kbpd para o novo FPSO Atlanta), capex total de ~US\$ 1,3 bilhão (US\$ 467 milhões já gastos e US\$ 200 milhões somente após o primeiro óleo). Observamos *upsides* adicionais para Atlanta relacionados a: (i) uma nova acumulação de petróleo que pode adicionar 44 MMboe em reservas, considerando um fator de recuperação de 20%, e (ii) a opção de compra da Yinson para o FPSO Atlanta, que poderia levar a uma redução de ~US\$100 milhões do capex.

Mudanças na estrutura acionária podem acelerar a busca por M&A, enquanto a Enauta continua sendo um alvo de aquisição, em nossa visão. Vemos vários fatores que podem acelerar a estratégia de M&A da Enauta tanto no Brasil quanto (mais importante) no exterior: (i) as recentes mudanças na estrutura acionária da Enauta, com a substituição da Queiroz Galvão como principal acionista por seus credores (o movimento mais recente foi a entrada da Jive e da Vinci SPS como acionistas por meio de transferência de ações pela Queiroz Galvão), juntamente com (ii) mudanças no conselho de administração e na

Santander Equity Research

Petróleo & Gás

27 de junho de 2023

Manutenção

Preço-Alvo: R\$ 19,00

Desempenho de Preços (R\$)



equipe de gestão da empresa. Acreditamos que isso é particularmente importante para a Enauta, já que o valor atual de seu portfólio é altamente concentrado em Atlanta (+90% do nosso VPL). Nossa expectativa inicial é de mudanças limitadas na equipe de gestão da empresa, mas também destacamos que o perfil de ativo único e a posição de caixa líquido da Enauta a tornam um potencial alvo de aquisição para grandes empresas do setor.

Posição de caixa líquido de ~R\$120 milhões no 2023E: (i) reforça a probabilidade de busca de oportunidades de M&A e (ii) permite o pagamento contínuo de dividendos (2% *dividend yield* em 2023E, 1% em 2024E).

Enauta

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	2,175	2,273	2,977
EBITDA	1,294	1,356	1,805
EBITDA YoY Change (%)	(54.0)	4.9	33.0
EBITDA as % of Revenue	59.5	59.7	60.6
EBIT	724	1,119	853
Net Financial Result	(179)	(103)	(118)
Associates	0	0	0
Taxes	162	328	250
Minorities	0	0	0
Net Profit	383	688	485
Adj Net Profit	383	688	485
YoY Change (%)	(73.5)	79.5	(29.5)
as % of Revenues	17.6	30.3	16.3
Cash Flow			
EBITDA	1,294	1,356	1,805
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	760	1,465	111
Capital Expenditures	0	(2,303)	(1,264)
Cash Financials	0	(179)	(103)
Cash Taxes	(162)	(328)	(250)
Other Cash Items	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	1,892	11	298
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	450	85	49
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	1,854	909	(38)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	854	1,504	2,042
Current Assets	2,106	724	921
Goodwill	756	744	737
Non-Curr Assets (ex g'will)	4,560	6,137	6,445
Total Assets	8,276	9,109	10,145
Current Liabilities	1,719	2,384	2,514
Non-Current Liabilities	2,447	2,064	2,533
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	4,110	4,661	5,098
Total Liabilities & Equity	8,276	9,109	10,145
Net Financial Debt	(2,885)	(1,031)	(121)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	117.4	12.4	10.0
ROCE (%)	25.5	37.0	27.0
EV/EBIT (x)	3.7	3.2	4.1
FCFF Yield (%)	70.9	5.3	11.4
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

PRIO (PRIO3)

Melhor Tese de *Upstream* do Setor, com Histórico Consolidado; Elevando o Preço-Alvo para R\$ 87,00 (2024E) vs. R\$ 46,00 (2023E); *Top Pick* do Setor

Rodrigo Almeida; Eduardo Muniz

Em nossa opinião, a PRIO continua sendo a melhor empresa de E&P, apoiada por seu histórico comprovado na recuperação de campos de petróleo *offshore* no Brasil (ou seja, Frade, Polvo e TBMT), mantendo um forte *pipeline* de projetos orgânicos ainda a serem executados, que continuarão diluindo custos e aumentando a produção. Estimamos um CAGR de produção de ~15% para 2023-28E (vs. média de ~12% para pares), impulsionado em grande parte pela revitalização de Albacora Leste (ABL) e pelo desenvolvimento de Wahoo. Enquanto isso, esperamos que a PRIO continue gerando um forte rendimento de FCL de 28% em 2024 (ex-M&A), além de buscar recompras de ações e, potencialmente, oportunidades seletivas de M&A.

Perfil de produção sólido, com forte CAGR de 15% para 2023-28E... Esperamos que a produção da PRIO atinja uma média de ~93 kboed em 2023 (+131% a/a), dado: (i) a campanha mais bem-sucedida do que o esperado em Frade; (ii) a incorporação de ABL; e (iii) produção estável e sólida no cluster Polvo+TBMT. Olhando para o futuro, esperamos que o foco da PRIO seja: (i) a conclusão do seu terceiro programa de perfuração em Frade, do qual também esperamos que a PRIO divulgue os resultados da perfuração de um poço do pré-sal no 2S23; (ii) o *retrofitting* do FPSO da ABL em 2023, o que provavelmente aumentará a confiabilidade das instalações de produção e permitirá a estabilização da produção em ~30 kbpd no 2S23, com potencial perfuração em ABL em 2024, seguindo o desenvolvimento da Wahoo; e (iii) desenvolvimento da Wahoo no 1S24, que pode adicionar ~23 kbpd na produção. Notamos que a PRIO garantiu 100% dos itens de longo prazo para Wahoo, bem como a plataforma necessária para iniciar a perfuração de poços no 2S23 (para o primeiro óleo no 1S24).

... o que deve alimentar uma geração forte e atraente de EBITDA e FCL. Dado o sólido perfil de produção e baixo custo de extração (~US\$ 7/barril em 2023 e ~US\$ 4/barril em 2024), esperamos que a PRIO entregue EBITDA de US\$ 1,9 bilhão em 2023 (+103% a/a) e US\$ 3,1 bilhões em 2024 (+63% a/a). Em última análise, embora esperemos que a PRIO implemente ~US\$ 700 milhões em capex em 2023 e ~US\$ 450 milhões em 2024, ainda vemos a empresa gerando um FCL forte (ex-M&A) de ~US\$ 450 milhões e ~US\$ 1,5 bilhão, respectivamente (8% de rendimento de FCL para 2023E e 28% para 2024E).

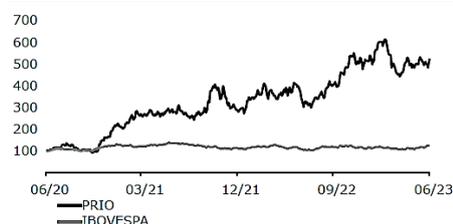
Santander Equity Research

Petróleo & Gás
27 de junho de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 87,00

Desempenho de Preços (R\$)



Vemos a PRIO dotada de um balanço forte que a coloca em posição de devolver capital aos acionistas. Em nossa opinião, é provável que a PRIO use sua forte geração de FCL em 2023 e 2024 para acelerar as recompras de ações, conforme nossas conversas com a administração. Dito isto, não descartamos o potencial da PRIO pagar dividendos no curto a médio prazo, dependendo dos preços do Brent (especialmente se não houver oportunidades significativas de M&A à vista).

PRIO

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	6,363	12,985	20,442
EBITDA	4,744	9,870	16,809
EBITDA YoY Change (%)	54.6	108.1	70.3
EBITDA as % of Revenue	74.5	76.0	82.2
EBIT	3,916	8,839	15,565
Net Financial Result	(254)	(725)	(591)
Associates	0	0	0
Taxes	(235)	(2,425)	(5,091)
Minorities	0	0	0
Net Profit	3,427	5,689	9,883
Adj Net Profit	3,427	5,689	9,883
YoY Change (%)	157.1	66.0	73.7
as % of Revenues	53.9	43.8	48.3
Cash Flow			
EBITDA	4,744	9,870	16,809
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	336	(841)	(418)
Capital Expenditures	0	(13,269)	(2,770)
Cash Financials	4,651	1,148	(475)
Cash Taxes	(235)	(2,425)	(5,091)
Other Cash Items	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	(1,990)	(5,516)	8,054
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	0	0	0
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	393	7,745	(7,783)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	9,613	3,742	11,640
Current Assets	10,537	5,666	13,915
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	9,888	24,315	25,841
Total Assets	30,038	33,723	51,396
Current Liabilities	1,404	3,243	3,243
Non-Current Liabilities	9,129	12,291	12,371
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	9,892	14,447	24,142
Total Liabilities & Equity	20,425	29,981	39,756
Net Financial Debt	(357)	7,388	(395)
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	26.7	29.9	35.6
EV/EBIT (x)	7.7	4.3	1.9
FCFF Yield (%)	16.0	(17.5)	28.2
P/BV (x)	3.1	2.1	1.3

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

Petrobras (PETR3)

Expectativa de Continuidade da Resiliência e Retornos de Caixa Sólidos;
Elevando o Preço-Alvo para R\$ 52,00 (2024E) vs. R\$ 35,00 (2023E);
Elevando a Recomendação de “Manutenção” para “Compra”

Rodrigo Almeida; Eduardo Muniz

Em nossa opinião, a Petrobras continua a deter um portfólio superior de ativos resilientes e de alta qualidade que oferecem retornos atraentes, enquanto vemos mudanças na política de preços de combustível, plano de investimento e política de dividendos como tendo um impacto limitado nos resultados financeiros (especialmente no curto prazo) e, finalmente, na ação. Estimamos um rendimento de FCL de 26% em 2023E e 19% em 2024E, pois esperamos um preço racional de combustível e capex incremental limitado no curto prazo, o que deve se traduzir em um robusto *dividend yield* de 13% para 2023 e 8% para 2024 (40% do FCL), amparado pela situação fiscal do governo. Como resultado de (i) fundamentos atraentes e (ii) nossa visão de que as ações do governo provavelmente terão um efeito limitado na robustez financeira empresa, com geração contínua de valor para os acionistas, elevamos a recomendação de Petrobras para “Compra”.

O impacto financeiro limitado de alterações recentes suporta nossa atualização para “Compra”. Mais especificamente, (i) na precificação de combustíveis, nossa expectativa é de que os preços domésticos continuem acompanhando os preços internacionais e permaneçam acima do custo de produção, gerando assim margens de refino positivas – dito isso, continuamos monitorando de perto os *crack spreads* da Petrobras e a diferença para os preços internacionais — e (ii) em capex, não esperamos que os investimentos em renováveis se materializem antes de 2024. Também não esperamos grandes mudanças na política de dividendos, que o corpo executivo deve apresentar ao conselho de administração até julho. Acreditamos que esses fatores suportam um forte retorno potencial total de curto prazo para a ação de 59%, dividido entre: ~43% na valorização do preço da ação (reavaliação para 3,5x EV/EBITDA 2024E); e um *dividend yield* de ~16% no 2T23-4T24.

Espera-se que a forte geração de FCL continue, sem grandes mudanças na política de dividendos da Petrobras. Em nossa opinião, o foco da Petrobras em projetos *upstream* de alto retorno e operações de refino lucrativas deve continuar a impulsionar uma forte geração de EBITDA: estimamos ~US\$ 51 bilhões em 2023 e ~US\$ 47 bilhões em 2024. Dada nossa visão de que novos projetos provavelmente não serão adicionados ao *pipeline* para 2023-24 e nossa expectativa de que o capex permaneça em linha com o plano atual,

Santander Equity Research

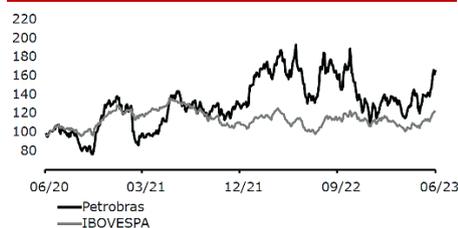
Petróleo & Gás

27 de junho de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 52,00

Desempenho de Preços (US\$)



pre vemos um forte rendimento de FCL de 26% em 2023 e 19% em 2024. Finalmente, acreditamos que os dividendos da Petrobras permanecem cruciais para as metas fiscais do governo e, portanto, acreditamos que um pagamento alto deve ser mantido – assumimos 40% do FCL para o 2T23 e além, o que leva a um *dividend yield* de 13% para 2023 e 8% para 2024.

O principal risco para a tese de investimento da empresa no curto prazo são as transações de M&A, em nossa visão, pois podem consumir caixa no curto prazo. No entanto, notamos a capacidade da Petrobras de financiar M&A por meio de dívida, conforme projetamos DL/EBITDA (2023E) de 0,7x.

Petrobras

Destques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

(US\$ mn)	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
EBITDA	65,751	50,557	47,268
EBITDA YoY Change (%)	51.0	(23.1)	(6.5)
EBITDA as % of Revenue	53.0	53.2	56.1
EBIT	56,831	38,574	34,440
Net Financial Result	(3,825)	(3,105)	(1,641)
Associates	0	0	0
Taxes	(16,665)	(11,957)	(11,175)
Minorities	131	29	0
Net Profit	36,588	23,547	21,623
Adj Net Profit	36,588	23,547	21,623
YoY Change (%)	84.1	(35.6)	(8.2)
as % of Revenues	29.5	24.8	25.6
Cash Flow			
EBITDA	65,751	50,557	47,268
Lease Payments	(1,339)	(1,414)	(1,428)
Changes in Wkg. Capital	(570)	2,467	915
Capital Expenditures	(8,962)	(16,080)	(18,006)
Cash Financials	(1,201)	(274)	104
Cash Taxes	(16,606)	(11,942)	(11,176)
Other Cash Items	(8,292)	(5,409)	(6,000)
Free Cash Flow to Equity	28,781	17,905	11,677
Other Invest./Divest.)	0	0	0
Dividends	41,669	11,333	7,600
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	(4,598)	(9,451)	(4,803)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	7,996	14,608	14,320
Current Assets	23,253	15,001	14,207
Goodwill	2,986	2,870	2,818
Non-Curr Assets (ex g'will)	152,956	156,451	164,327
Total Assets	187,191	188,930	195,672
Current Liabilities	31,380	24,103	23,731
Non-Current Liabilities	85,975	80,892	75,640
Minorities	343	245	240
Shareholders' Equity	69,493	83,690	96,061
Total Liabilities & Equity	187,191	188,930	195,672
Net Financial Debt	43,029	33,578	28,775
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	114.2	48.2	35.1
ROCE (%)	37.0	24.0	19.8
EV/EBIT (x)	2.4	3.2	3.5
FCFF Yield (%)	28.6	19.0	14.7
P/BV (x)	1.3	1.1	0.9

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

PetroReconcavo (RECV3)

Play Atraente no Segmento de Gás, com Conhecimento Estabelecido em Ativos Onshore;

Reduzindo o Preço-Alvo para R\$ 38,00 (2024E) vs. R\$ 41,00 (2023E)

Rodrigo Almeida; Eduardo Muniz

Acreditamos que a PetroReconcavo (RECV) continua sendo uma história atraente entre os nomes brasileiros de E&P cobertos, apesar de seu perfil de crescimento de produção menor em relação aos pares, devido à: (i) ampla exposição da empresa ao gás, juntamente com contratos estáveis e previsíveis; e (ii) histórico longo e sólido na operação/aumento da recuperação de petróleo em ativos onshore. Embora o perfil de crescimento da RECV seja menor do que o de seus pares (CAGRs 2023-28E de produção e EBITDA de ~7%, em comparação com as respectivas médias de ~12% e ~13% para E&Ps brasileiros). Esperamos que a produção do RECV atinja o pico em 2026 (~46 kboed em 2026 vs. ~26 kboed em maio de 2023) e acreditamos que esse crescimento ainda não foi precificado. Além disso, destacamos: (i) operações verticalizadas (que permitem controlar melhor o cronograma e os custos do projeto); e (ii) FCL sólido/perfil de dividendos (com rendimento de FCL 2023E e 2024E de ~10% e ~18%, respectivamente – ex M&A, e um dividend yield de ~6% e ~10% para os mesmos períodos).

Base sólida de conhecimento em ativos onshore deve apoiar o crescimento da produção. Esperamos que a produção da RECV atinja ~28 kboed em 2023 e ~36 kboed em 2024, impulsionada por: (i) integração da Tieta ao portfólio da RECV; e (ii) intervenções, manutenções, perfurações e melhorias de infraestrutura em outros ativos onshore, respaldados pela expertise da empresa em recuperação aprimorada. Esperamos que a RECV mantenha seu perfil de crescimento da produção rica em gás, bem como novos contratos de fornecimento de gás com distribuidoras de gás locais e/ou grandes consumidores (semelhante aos da TAG, Unigel e Sergas). No segmento de midstream, esperamos que a RECV se concentre no desenvolvimento de sua própria unidade de processamento de gás natural em São Roque, apoiando uma melhor monetização do gás e, portanto, a lucratividade.

O custo de extração controlado da empresa de ~US\$ 10-11/barril deve ser mantido, em nossa opinião, suportado pelo crescimento da produção (~32% a/a em 2023 e ~27% a/a em 2024), enquanto acreditamos que a comercialização de gás também deve ajudar a entregar crescimento do EBITDA de ~40% a/a em 2024, para ~R\$ 3,5 bilhões. Na frente do capex, esperamos um foco maior em projetos mais complexos, uma vez que a produção de gás da RECV se afastou da fase de “frutos mais fáceis de colher” e continuamos monitorando a capacidade da empresa de comissionar e implantar plataformas no prazo e com os custos planejados, o que é crucial para a tese de

Santander Equity Research

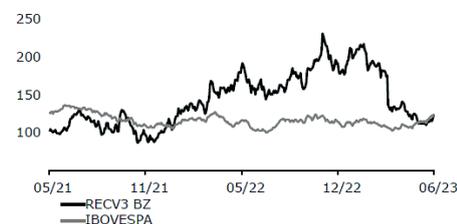
Petróleo & Gás

27 de junho de 2023

Compra

Preço-Alvo: R\$ 38,00

Desempenho de Preços (R\$)



investimento, a nosso ver. Ao todo, esperamos que a RECV entregue FCL (ex-M&A) em 2023 de R\$ 567 milhões e ~R\$ 1,0 bilhão em 2024, e um rendimento de FCL de ~10% e ~18%, respectivamente.

Esperamos que a RECV continue pagando dividendos sólidos, com um *dividend yield* de ~6% em 2023 e ~10% em 2024, impulsionado pelo forte FCL e limitadas oportunidades de M&A no curto prazo. Prevemos ainda um confortável nível de DL/EBITDA (2023E) de 0,3x.

PetroReconcavo

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2022–24E

	R\$		
	2022A	2023E	2024E
P&L Account			
Revenues	2,976	3,403	4,584
EBITDA	1,680	2,046	2,998
EBITDA YoY Change (%)	203.3	21.8	46.5
EBITDA as % of Revenue	56.5	60.1	65.4
EBIT	1,258	1,762	2,587
Net Financial Result	66	(117)	(68)
Associates	0	0	0
Taxes	(171)	(252)	(384)
Minorities	0	0	0
Net Profit	1,153	1,393	2,135
Adj Net Profit	1,153	1,393	2,135
YoY Change (%)	552.0	20.8	53.3
as % of Revenues	38.8	40.9	46.6
Cash Flow			
EBITDA	1,680	2,046	2,998
Lease Payments	0	0	0
Changes in Wkg. Capital	(64)	(126)	(90)
Capital Expenditures	0	(2,037)	(1,831)
Cash Financials	725	(117)	(68)
Cash Taxes	(171)	(252)	(384)
Other Cash Items	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	2,170	(487)	624
Other Invest./Divest.	0	0	0
Dividends	298	348	534
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	(1,154)	576	(464)
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	361	668	779
Current Assets	2,065	1,219	1,514
Goodwill	0	0	0
Non-Curr Assets (ex g'will)	4,520	6,018	7,065
Total Assets	6,946	7,905	9,358
Current Liabilities	691	766	861
Non-Current Liabilities	2,083	1,532	1,177
Minorities	0	0	0
Shareholders' Equity	3,811	4,939	6,541
Total Liabilities & Equity	6,585	7,237	8,579
Net Financial Debt	(12)	563	99
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	0.3	0.3	0.3
ROCE (%)	21.8	24.1	30.9
EV/EBIT (x)	4.4	3.5	2.2
FCFF Yield (%)	25.9	(6.0)	12.2
P/BV (x)	1.5	1.1	0.9

Fontes: Estimativas Santander e Dados da Companhia.

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 equívocas 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 nosso ver 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:

Nós, **Rodrigo Almeida** e **Eduardo Muniz**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis 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 nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos 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.

© 2023 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados

Este relatório é uma versão em português do original publicado por Santander US Capital Markets LLC. Em 20/06/2023. Responsável pela tradução: Alice Corrêa.

 **Santander**
Corporate & Investment Banking