

Petrobras

Uma das principais destravas de valor pode estar se aproximando

Raio-X

As ações da Petrobras (PN) estão se valorizando menos de 1% em 2017 (até a data de fechamento do relatório) e vamos detalhar aqui um dos principais catalisadores que pode fazer o papel retomar a trajetória de alta. Em termos de valuation, continuamos acreditando que os papéis estão descontados e que podemos estar nos aproximando de um (novo) momento de inflexão.

BR Distribuidora: um ativo estratégico e com sinais de melhora operacional

Os resultados recentes da BR Distribuidora mostraram expressiva melhora nos indicadores operacionais, reduzindo a diferença que existia em relação a seus pares. O EBITDA em 2016 foi de R\$ 465 milhões, forte melhora quando comparado ao desempenho negativo de R\$ 1.182 no ano anterior. Neste 1S17, os indicadores do segmento de distribuição mostram que o EBITDA deste ano pode ser quase 4x maior que o do ano passado. Lembramos que se consideramos EBITDA ajustado, a BR fechou 2016 em cerca de R\$ 3 bilhões. Este deve ser o número aproximado que será utilizado pelo mercado para avaliações.

Avaliação BR Distribuidora

A melhor referência que temos em bolsa para fazer uma avaliação relativa é a Ultrapar (UGPA). Embora saibamos que Ultrapar é uma holding com diversos ativos, grande parte de sua geração de caixa advém do negócio de distribuição de combustíveis. Quando olhamos para a média histórica de múltiplos (EV/EBITDA) que a empresa é negociada encontramos algo próximo de 10,8x (máxima de 12x e mínima de 9x). A rentabilidade (EBITDA/m3) da BR Distribuidora é menos da metade de seus pares Ipiranga e Raízen. Portanto, embora vejamos potencial de melhora, os ativos deverão ser avaliados a desconto em relação à seus concorrentes. No final de 2016 a BR Distribuidora tinha dívida líquida de R\$ 9,2 bilhões. Lembramos que a Eletrobras possui cerca de R\$ 3 bilhões em dívidas com a BR e a possível privatização da elétrica poderá desalavancar rapidamente a distribuidora de combustíveis. Portanto (contando com o endividamento atual), a BR deverá ser avaliada entre R\$ 24 e R\$ 36 bilhões. Se desconsideramos a dívida, o equity deve ser avaliado entre R\$ 15 e R\$ 27 bilhões. Com isso, a Petrobras poderia levantar cerca de R\$ 9,5 bilhões se optar por vender cerca de 45% do ativo.

Ativo estratégico além da distribuição

A oferta de ações (IPO) parece ser o modelo mais provável de desinvestimento, hoje. Contudo, o ativo pode ser muito estratégico, sobretudo para empresas varejistas. A BR possui aproximadamente 8 mil postos de gasolina. Se considerarmos que pelo menos 1/3 deste montante possui lojas de conveniência (número não oficial), a BR possui o dobro de pontos de venda que a Lojas Americanas, por exemplo. A BR é líder nacional entre os postos revendedores de combustíveis líquidos com 18,8% de market share, seguido da Ipiranga com 14,4% e Raízen com 11,5%. Os postos de bandeira branca representam quase 41% do total segundo a ANP, sinalizando grande potencial para o setor. A BR tem um grande valor para ser destravado, principalmente quando estiver com uma "nova gestão".

Recomendação

Um dos principais fatores que tem "segurado" o desempenho das ações da Petrobras em bolsa é o ritmo mais lento de venda de ativos do que se esperava anteriormente. A venda de uma participação na BR Distribuidora pela Petrobras por meio de um IPO nos parece ser a alternativa mais provável neste momento. Para os acionistas da Petrobras tal movimento deverá acelerar a trajetória de recuperação da confiança e redução da percepção de risco, podendo ser catalisador decisivo para as ações se valorizarem com consistência. Para o futuro acionista de BR, este ativo tem características ímpares, podendo ser um ativo único no Brasil, além de estar sendo subutilizado, ou seja, poderá gerar muito valor para os futuros acionistas.

Positivo

Preço Atual: R\$ 14,99

11-set-17

Celson Plácido, CNPI

(11) 3526-1866

celson.placido@xpi.com.br

Marco Saravalle, CNPI

(11) 3027-2285

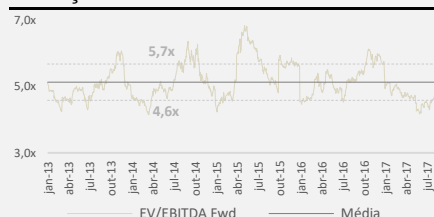
marco.saravalle@xpi.com.br

Bruna Pezzin, CNPI

(11) 3526-1452

bruna.pezzin@xpi.com.br

Evolução EV/EBITDA Est - PETR4



Cenários de Preço

	EV/EBITDA	Preço	Var %
Hoje	4,9x	R\$ 14,99	-
Base	5,1x	R\$ 17,00	13% ↑
Ótimo	5,4x	R\$ 19,20	28% ↑
Stress	4,5x	R\$ 12,10	-19% ↓

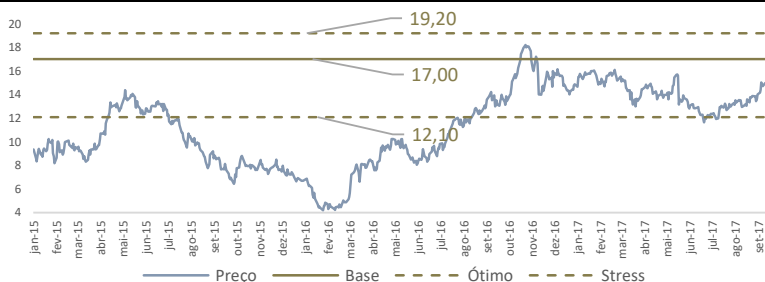
Fontes: XP Investimentos

Principais Múltiplos

	2017E	2018E
P/E	11,4x	8,8x
EV/EBITDA	5,4x	4,9x
P/B	0,6x	0,6x
Dividend Yield*	3,1%	
Dívida Líq/EBITDA**	3,2x	

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos. *2017. **2T17.

Gráfico 1. Histórico de Preço e Possíveis Cenários



Fontes: Bloomberg e XP Investimentos.

CENÁRIO BASE

R\$ 17,00 (+13%)

Em nosso cenário base existe potencial de valorização relevante para as ações da Petrobras, tendo como base um cenário benigno do petróleo, entre US\$ 48 e US\$ 53/barril no médio prazo. O processo de desalavancagem e geração de caixa continua inalterado neste cenário.

CENÁRIO ÓTIMO

R\$ 19,20 (+28%)

Em nosso cenário otimista, os resultados operacionais são favorecidos por um preço de petróleo acima de US\$ 53/barril no médio prazo. O processo de vendas de ativos é realizado com maestria (bons múltiplos) e com uma velocidade além do esperado.

CENÁRIO STRESS

R\$ 12,10 (-19%)

No cenário de stress o petróleo não tem força para subir e fica por muito tempo sendo negociado abaixo dos US\$ 50/barril. O processo de venda de ativos pode passar por atrasos e trazer incertezas em relação à alavancagem.

Tabela 1. Consenso Bloomberg

R\$ Milhões	2015	2016	2017E	2018E
Receita Líquida	321.638	282.589	282.384	308.994
Crescimento A/A		-12%	0%	9%
EBITDA	76.752	88.693	91.315	101.032
Crescimento A/A		16%	3%	11%
Margem EBITDA	23,9%	31,4%	32,3%	32,7%
Lucro Líquido	-34.836	-14.824	16.164	20.433
Crescimento A/A		-57%	-209%	26%
Margem Líquida	-10,8%	-5,2%	5,7%	6,6%

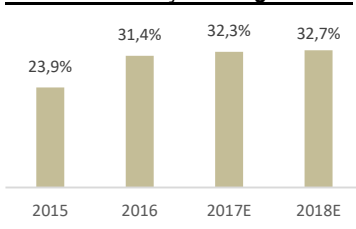
Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

Tabela 2. Outras Informações

R\$ Milhões (Exceto %)	
Dívida (Caixa) Líquido	295.300
Ações em Circulação	13.044
Market Capitalization	199.482
Performance da Ação	
Últ. Semana	2%
Últ. Mês	-1%
Acumulada Ano	1%
Últimos 12 Meses	7%

Fontes: Bloomberg e XP Investimentos

Gráfico 2. Evolução da Mg. EBITDA



Fontes: Bloomberg, Empresa e XP Investimentos

CATALISADORES

1. Gestão focada em rentabilidade. Tanto os resultados passados como os próximos deverão continuar impulsionando as ações em bolsa.

2. Preços do petróleo. Não acreditamos em fortes altas no preço do petróleo no mercado internacional mas em nosso cenário base o ciclo é positivo, ou seja, favorável às operações da companhia.

3. Venda de ativos e desalavancagem. O processo de venda de ativos deve continuar nos próximos trimestres, trazendo menor percepção de risco em relação à alavancagem.

4. Melhor avaliação da BR Distribuidora. O Conselho da Petrobras aprovou reestruturação societária da subsidiária Petrobras Distribuidora (BR), que implicará em aporte de capital e em cisão parcial da unidade. A Petrobras aportará R\$ 6,3 bilhões na reestruturação. Portanto, a BR pode ser melhor avaliada num possível processo de IPO.

RISCOS

1. Preço do petróleo. As ações da Petrobras devem aumentar sua correlação com as variações do preço do petróleo no mercado internacional. A permanência do petróleo abaixo dos US\$ 50/barril pode impedir que a ação apresente altas consistentes em bolsa.

2. Ingerência política. Questões de governança e transparência caminham para uma evolução, mas possíveis mudanças de governo, sobretudo em 2018, podem trazer incertezas e volatilidade para o papel.

3. Processos. A companhia ainda carrega passivos relevantes, sobretudo uma ação judicial coletiva nos Estados Unidos. Os impactos são incertos e podem ser relevantes para o balanço da Petrobras.

Disclaimer

- 1) Este relatório de análise foi elaborado pela XP Investimentos CCTVM S.A. ("XP Investimentos ou XP") de acordo com todas as exigências previstas na Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, tem como objetivo fornecer informações que possam auxiliar o investidor a tomar sua própria decisão de investimento, não constituindo qualquer tipo de oferta ou solicitação de compra e/ou venda de qualquer produto. As informações contidas neste relatório são consideradas válidas na data de sua divulgação e foram obtidas de fontes públicas. A XP Investimentos não se responsabiliza por qualquer decisão tomada pelo cliente com base no presente relatório.
- 2) Este relatório foi elaborado considerando a classificação de risco dos produtos de modo a gerar resultados de alocação para cada perfil de investidor.
- 3) O(s) signatário(s) deste relatório declara(m) que as recomendações refletem única e exclusivamente suas análises e opiniões pessoais, que foram produzidas de forma independente, inclusive em relação à XP Investimentos e que estão sujeitas a modificações sem aviso prévio em decorrência de alterações nas condições de mercado, e que sua(s) remuneração(es) é(são) indiretamente influenciada por receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela XP Investimentos.
- 4) O analista responsável pelo conteúdo deste relatório e pelo cumprimento da Instrução CVM nº 483/10 está indicado acima, sendo que, caso constem a indicação de mais um analista no relatório, o responsável será o primeiro analista credenciado a ser mencionado no relatório.
- 5) Os analistas da XP Investimentos estão obrigados ao cumprimento de todas as regras previstas no Código de Conduta da APIMEC para o Analista de Valores Mobiliários e na Política de Conduta dos Analistas de Valores Mobiliários da XP Investimentos.
- 6) O atendimento de nossos clientes é realizado por empregados da XP Investimentos ou por agentes autônomos de investimento que desempenham suas atividades por meio da XP, em conformidade com a ICVM nº 497/2011, os quais encontram-se registrados na Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários – ANCORD. O agente autônomo de investimento não pode realizar consultoria, administração ou gestão de patrimônio de clientes, devendo atuar como intermediário e solicitar autorização prévia do cliente para a realização de qualquer operação no mercado de capitais.
- 7) Os produtos apresentados neste relatório podem não ser adequados para todos os tipos de cliente. Antes de qualquer decisão, os clientes deverão realizar o processo de suitability e confirmar se os produtos apresentados são indicados para o seu perfil de investidor. Este material não sugere qualquer alteração de carteira, mas somente orientação sobre produtos adequados a determinado perfil de investidor.
- 8) A rentabilidade de produtos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir num curto espaço de tempo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações presentes neste material são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferentes.
- 9) Este relatório é destinado à circulação exclusiva para a rede de relacionamento da XP Investimentos, incluindo agentes autônomos da XP e clientes da XP, podendo também ser divulgado no site da XP. Fica proibida sua reprodução ou redistribuição para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento expresso da XP Investimentos.
- 10) A Ouvidoria da XP Investimentos tem a missão de servir de canal de contato sempre que os clientes que não se sentirem satisfeitos com as soluções dadas pela empresa aos seus problemas. O contato pode ser realizado por meio do telefone: 0800 722 3710.
- 11) O custo da operação e a política de cobrança estão definidos nas tabelas de custos operacionais disponibilizadas no site da XP Investimentos: www.xpi.com.br.
- 12) A XP Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste relatório ou seu conteúdo.
- 13) A Avaliação Técnica e a Avaliação de Fundamentos seguem diferentes metodologias de análise. A Análise Técnica é executada seguindo conceitos como tendência, suporte, resistência, candles, volumes, médias móveis entre outros. Já a Análise Fundamentalista utiliza como informação os resultados divulgados pelas companhias emissoras e suas projeções. Desta forma, as opiniões dos Analistas Fundamentalistas, que buscam os melhores retornos dadas as condições de mercado, o cenário macroeconômico e os eventos específicos da empresa e do setor, podem divergir das opiniões dos Analistas Técnicos, que visam identificar os movimentos mais prováveis dos preços dos ativos, com utilização de "stops" para limitar as possíveis perdas.
- 14) *O investimento em ações é indicado para investidores de perfil moderado e agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Ação é uma fração do capital de uma empresa que é negociada no mercado. É um título de renda variável, ou seja, um investimento no qual a rentabilidade não é preestabelecida, varia conforme as cotações de mercado. O investimento em ações é um investimento de alto risco e os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita neste material em relação a desempenhos. As condições de mercado, o cenário macroeconômico, os eventos específicos da empresa e do setor podem afetar o desempenho do investimento, podendo resultar até mesmo em significativas perdas patrimoniais. A duração recomendada para o investimento é de médio-longo prazo. Não há quaisquer garantias sobre o patrimônio do cliente neste tipo de produto.*
- 15) *O investimento em opções é preferencialmente indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. No mercado de opções, são negociados direitos de compra ou venda de um bem por preço fixado em data futura, devendo o adquirente do direito negociado pagar um prêmio ao vendedor tal como num acordo seguro. As operações com esses derivativos são consideradas de risco muito alto por apresentarem altas relações de risco e retorno e algumas posições apresentarem a possibilidade de perdas superiores ao capital investido. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto.*
- 16) *O investimento em termos é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. São contratos para compra ou a venda de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado. O prazo do contrato a Termo é livremente escolhido pelos investidores, obedecendo o prazo mínimo de 16 dias e máximo de 999 dias corridos. O preço será o valor da ação adicionado de uma parcela correspondente aos juros – que são fixados livremente em mercado, em função do prazo do contrato. Toda transação a termo requer um depósito de garantia. Essas garantias são prestadas em duas formas: cobertura ou margem.*
- 17) *O investimento em Mercados Futuros embute riscos de perdas patrimoniais significativos, e por isso é indicado para investidores de perfil agressivo, de acordo com a política de suitability praticada pela XP Investimentos. Commodity é um objeto ou determinante de preço de um contrato futuro ou outro instrumento derivativo, podendo consubstanciar um índice, uma taxa, um valor mobiliário ou produto físico. É um investimento de risco muito alto, que contempla a possibilidade de oscilação de preço devido à utilização de alavancagem financeira. A duração recomendada para o investimento é de curto prazo e o patrimônio do cliente não está garantido neste tipo de produto. As condições de mercado, mudanças climáticas e o cenário macroeconômico podem afetar o desempenho do investimento.*
- 18) ESTA INSTITUIÇÃO É ADERENTE AO CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO E MELHORES PRÁTICAS PARA ATIVIDADE DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS DE INVESTIMENTO NO VAREJO.