

Petrobras: Expectativas positivas para o ano

Atualizamos nossas projeções e elevamos o Preço Justo de PETR4 para R\$ 25,50 por ação, vindo de R\$ 19,00, mantendo a recomendação de Compra. Acreditamos que este ano os resultados da Petrobras terão um crescimento significativo com a retomada da economia, que impacta muito positivamente a venda de combustíveis, a recuperação de *market share* e a diminuição dos custos financeiros. Esperamos que não tenhamos surpresas negativas de “itens especiais” em 2018, como ocorreu nos últimos anos, com valores muito significativos levando a empresa novamente a apresentar prejuízo.

O que esperar para o restante do ano: A Petrobras continua em franca recuperação em seus resultados operacionais. Para 2018, nossa expectativa é de que este processo continue, com a melhor geração de caixa permitindo até o pagamento de proventos. Outros pontos importantes para a empresa são os seguintes:

- A recuperação da economia e a nova política de preços devem permitir aumento das vendas e recuperação de fatias do mercado perdidas para as importações. Em janeiro as vendas de combustíveis no mercado brasileiro cresceram 3,5% em relação ao mesmo mês de 2017;
- A produção média total em 2017 (2.716 mil barris por dia) caiu 2,7% em relação a 2016. Para 2018, o volume de produção deve ficar neste mesmo patamar;
- Serão instaladas oito novas plataformas em 2018, sendo sete no Brasil e uma no exterior (Nigéria);
- Em 2017, os investimentos foram de US\$ 13,3 bilhões, 2,9% menores que em 2016 (US\$ 13,7 bilhões) e 38,1% inferiores aos de 2015 (US\$ 21,5 bilhões). Isso ocorreu por ganhos de eficiência na realização dos projetos e mudanças no planejamento da execução, sem comprometer as metas de produção. Para 2018, a expectativa é de investir US\$ 17 bilhões, valor 27,8% maior que no ano anterior;
- A dívida líquida em dólares caiu 11,9% (US\$ 11,5 bilhões) em 2017. A empresa estimou que ao final de 2018 a dívida líquida será de US\$ 77 bilhões, uma queda de 9,3% (US\$ 7,9 bilhões). Isso deve acontecer com a maior geração de caixa e o recebimento das vendas de ativos;
- Os custos gerenciais caíram 9,9% em 2017, comparado ao ano anterior, as despesas gerais e administrativas tiveram redução de 19,1% e o número de empregados foi reduzido em 8,9%. Este processo continua em 2018, mas o ritmo deve ser menor que no ano passado;
- O Conselho de Administração da Petrobras determinou a realização de estudos sobre o pagamento de proventos trimestrais e também dividendos extraordinários. Caso os estudos sejam aprovados pelo Conselho, serão encaminhados para exame da Assembleia Geral. Uma política com pagamento trimestral de proventos será muito positiva para a evolução da ação e revela a confiança da diretoria na geração futura de caixa da empresa;
- A Petrobras está estudando novos contratos com as distribuidoras de combustíveis, com condições diferenciadas por cliente. Isso deve também combater a perda de *market share*;

Luiz Francisco Caetano, CNPI*

lcaetano@plannercorretora.com.br

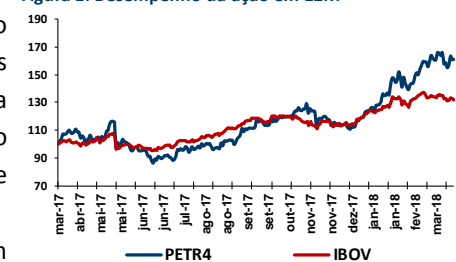
+55 11 2172-2563

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

Código	PETR4		
Recomendação	COMPRAR		
Cotação atual (R\$)	R\$ /ação	21,75	
Preço justo	R\$ /ação	25,50	
Potencial	%	17,2	
Var. 52 sem. (Min/Max)	R\$ /ação	11,59 - 22,63	
Dados da Ação			
Total de ações	milhões	13.044,5	
Ações Ordinárias	%	57,1	
Free Float	%	47,5	
Vol. Méd, diário (1 mês)	R\$ milhões	1.066	
Valor de Mercado	R\$ milhões	283.718	
Desempenho da Ação			
	Dia	Ano	52 Sem.
PETR4	0,1%	35,1%	60,3%
Ibovespa	-0,5%	10,4%	32,8%
<i>Cotação de 23/03/2018</i>			
Principais Múltiplos			
	2017	2018E	2019E
P/L (x)	-	15,6	14,3
VE/EBITDA (x)	6,5	6,0	5,5
ROE (%)	6,1	-0,2	6,5
Div. Líq./EBITDA (12m) (x)	3,7	2,9	2,5
Receita Líquida (R\$ mm)	289.695	314.568	324.218
Lucro Líquido (R\$ mm)	-446	18.157	19.882
Margem Bruta (%)	31,6	32,6	32,6
Margem EBITDA (%)	26,4	28,6	29,2
Margem Líquida (%)	-0,2	5,8	6,1
Payout (%)	-	25,0	25,0
Retorno Dividendo (%)	-	1,6	1,8
Cotação/VPA (x)	0,7	1,0	1,0

Fonte: Economática. Projeções: Planner Corretora.

Figura 1: Desempenho da ação em 12M



Fonte: Economática.

- A venda de ativos para cumprimento da meta do biênio 2017-2018 está atrasada, mas a empresa tem reafirmado que mantém o objetivo de fazer desinvestimentos no valor de US\$ 21 bilhões. Este processo é muito importante para a redução do endividamento;
- Os resultados de 2017, como nos três anos anteriores, foram muito impactados por “itens especiais” (*impairment*, provisões, custo de adesão a programas de regularização de impostos e outros). No ano passado, estes “itens” somaram R\$ 19,9 bilhões (R\$ 26,6 bilhões em 2016). Como disse o presidente da empresa recentemente, os ajustes devem estar perto do fim, porém, estes “itens especiais” podem ainda impactar os resultados futuros. Um exemplo deste risco de impacto são os processos judiciais, sem provisão e com perda possível, que somavam R\$ 193 bilhões ao final de 2017;
- Cessão onerosa: Ainda sem definições na Comissão Interministerial, que teve em meados de março seu prazo de discussões estendido por 60 dias. Vale lembrar que a Petrobras pode ser credora do governo nesta questão (direitos de exploração adquiridos à época da capitalização em 2010) de valores que podem superar os US\$ 17 bilhões. Foi importante na semana passada a declaração do ministro de Minas e Energia, reconhecendo que a Petrobras é credora neste processo.

Produção em queda: O volume de petróleo extraído no Brasil está em queda há cinco meses. Entre setembro/2017 e fevereiro/2018, a produção média diária caiu 83,9 mil ou 3,9%. O volume médio de petróleo produzido pela Petrobras no Brasil em fevereiro foi de 2.084,2 mil barris por dia (mbpd), que foi 1,0% menor que em janeiro e 5,2% inferior ao mesmo mês do ano passado. A produção total, incluindo gás natural e o volume extraído no exterior, somou 2.688,9 mbpd, ficando 5,2% abaixo de fevereiro/2017.

A redução na produção de petróleo em fevereiro no Brasil foi atribuída pela Petrobras a “ocorrências operacionais” nas plataformas P-18 e P-20, que operam no campo de Marlim (Bacia de Campos), e no FPSO Cidade de Angra dos Reis, instalado no campo de Lula (pré-sal da Bacia de Santos).

Petrobras - Produção Média Diária

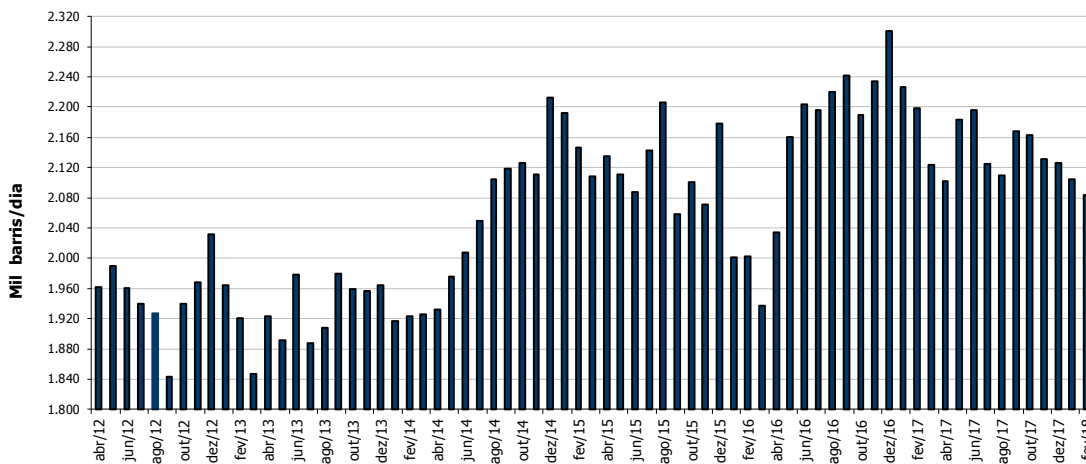
mil barris/dia	Fev/17	Jan/18	Fev/18	Fev-18/Jan-18	Fev-18/Fev-17
Brasil - Petróleo	2.198	2.104	2.084	-1,0%	-5,2%
Total - Petróleo e LGN	2.262	2.165	2.145	-0,9%	-5,1%
Total - Petr., LGN e Gás Natural	2.815	2.697	2.689	-0,3%	-4,5%

Fonte: Petrobras

Em 2018, serão instaladas oito novas plataformas, sendo sete no Brasil e uma no exterior (Nigéria). Nas plataformas no Brasil, duas serão instaladas no campo de Lula (P67 e P69), três na região de Búzios (P74, P75 e P76), uma em Berbigão (P68) e o FPSO Cidade de Campos de Goytacazes em Tartaruga Verde e Mestiça. Segundo a Petrobras, todas as plataformas estão com suas construções dentro do prazo, sendo que apenas a P68 (Campo de Berbigão - pré-sal da Bacia de Santos) pode não ser instalada este ano. O primeiro equipamento a entrar em operação será a P74 (Campo de Búzios - pré-sal da Bacia de Santos), que já está na locação desde o início deste mês.

Entre 2018 e 2022 serão instaladas 18 novas plataformas no Brasil. Destas, quatro serão no pós-sal, outras quatro no pré-sal (sistema de concessão), oito na área de cessão onerosa e duas onde se explora pelo sistema de partilha.

Figura 1: Petrobras - Produção no Brasil



Fonte: Petrobras

Desinvestimentos: A venda de ativos da Petrobras é fundamental para a redução da dívida e dos investimentos. No biênio 2015-2016 a meta era vender ativos no valor de US\$ 15,1 bilhões, com a empresa fazendo vendas que alcançaram US\$ 13,6 bilhões (90% da meta).

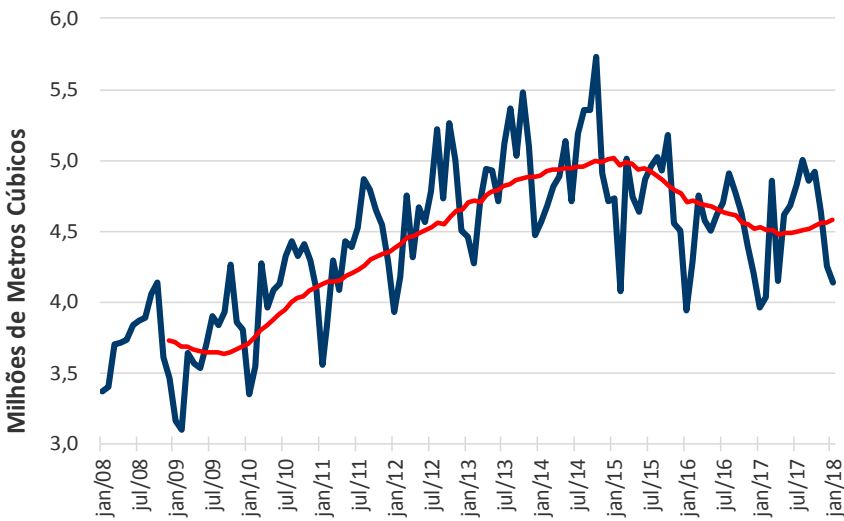
Para 2016-2017, a meta é vender US\$ 21 bilhões e as vendas estão atrasadas. A empresa tem reafirmado esta meta, mas não podemos deixar de considerá-la bastante desafiadora.

No momento, os processos de venda abrangem 71 campos terrestres, 33 campos em águas rasas, distribuição de combustíveis no Paraguai, gasodutos Norte/Nordeste, unidade de fertilizantes, POG BV (campos na África), Refinaria de Pasadena e BSBios;

A Petrobras já recebeu US\$ 11,5 bilhões referente às vendas de ativos, sendo US\$ 2,9 bilhões em 2015-2016, mais US\$ 6,4 bilhões em 2017 e US\$ 2,2 bilhões este ano.

Venda de combustíveis: As vendas de combustíveis no Brasil tiveram uma queda expressiva durante a crise. A Petrobras, como principal supridora do mercado sofreu quedas de vendas no mercado interno entre 2015 e 2017 que somaram 21,1%. No ano passado, além da crise, o forte aumento nas importações de gasolina e diesel, contribuiu para a redução das vendas da Petrobras. No 4T17, o volume de vendas da Petrobras no mercado interno caiu 5,8% em relação a igual período de 2016.

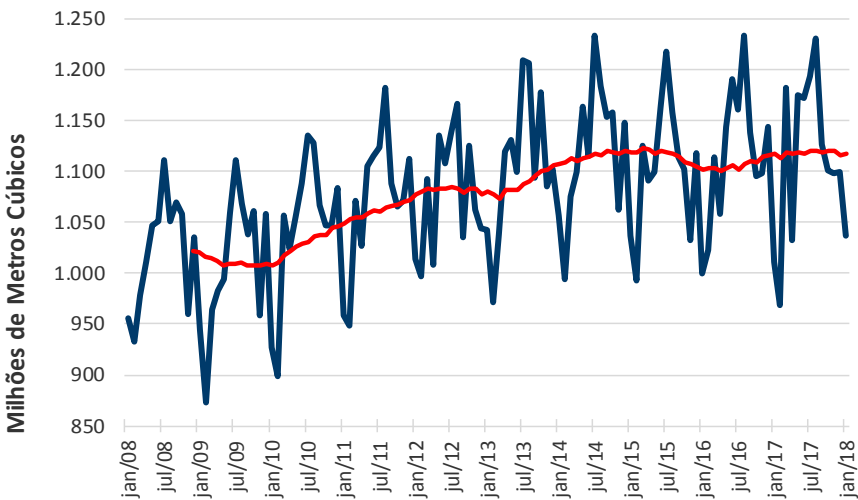
Figura 2: Vendas de Diesel no Mercado Brasileiro



Fonte: ANP

Este ano, com o forte aumento na produção de veículos e a recuperação da renda e do emprego, as expectativas são positivas para as vendas de combustíveis. O volume vendido total pelas distribuidoras de combustíveis no mercado interno em janeiro/2018 cresceu 3,5%, comparado ao mesmo mês do ano passado. Os destaques no mês foram os incrementos nas vendas de diesel (4,4%) e querosene de aviação (6,3%).

Figura 3: Vendas de Gasolina no Mercado Brasileiro



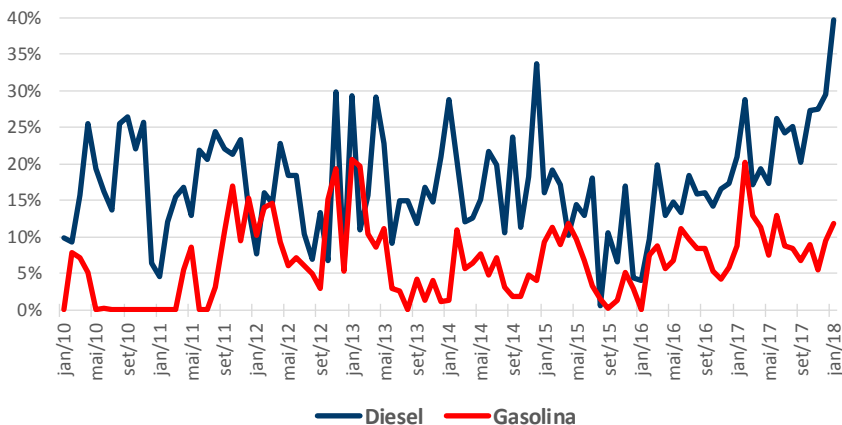
Fonte: ANP

Preços e market share: Desde o final de 2016, a importação de combustíveis no Brasil cresceu muito, o que prejudica as vendas da Petrobras. Para fazer face a este problema, a empresa alterou sua política de preços em outubro de 2016 e depois em junho/2017. A ideia era alinhar rapidamente os preços no mercado interno ao externo. Isso iria garantir o fim de qualquer subsídio ao consumidor, como os absurdos que vigoraram entre 2011 e 2014, e também não permitir as enormes diferenças que abriram espaço para a elevação das importações (2015 a 2017).

Com as pressões da sociedade de que os aumentos recentes nos combustíveis seria culpa da Petrobras, a empresa passou, em fevereiro/2018, também a divulgar seus preços médios de venda.

Apesar das mudanças na política de preços, a relação entre importações dos dois principais combustíveis e as vendas realizadas pelas distribuidoras no mercado nacional continua a subir. Segundos os dados da Agência Nacional do Petróleo (ANP), as importações de diesel foram equivalentes a 39,6% das vendas no mercado interno em fevereiro/2018 e, no caso da gasolina este percentual foi de 11,9%. Em relação ao mesmo mês de 2017, as importações de diesel cresceram 18,6 pontos percentuais e para a gasolina o aumento foi de 3,2 pp. É importante destacar que do total de combustíveis importado pelo país, 49% é feito pela própria Petrobras.

Figura 4: % de Exportações nas Vendas Brasileiras de Diesel e Gasolina



Fonte: ANP

Naturalmente, o aumento das importações é prejudicial para a Petrobras, por tomar fatias do seu mercado, com isso reduzindo vendas e lucros, além de indiretamente levar ao aumento dos custos, por diminuir o uso das refinarias nacionais. No 4T17, comparado ao mesmo período de 2016, as vendas da Petrobras tiveram uma queda de 1,8% no Brasil, ao contrário, o volume vendido pelas distribuidoras no mercado interno cresceu 2,6%. Com isso, o fator de utilização do parque de refino da Petrobras teve uma redução de 1 ponto percentual para 77%.

Efeitos “não recorrentes” levando novamente ao prejuízo: Os resultados da Petrobras no 4T17 mostraram queda nas vendas, mas houve aumento de receitas com os melhores preços do Brent e dos derivados no mercado interno, levando uma elevação na rentabilidade bruta. Porém, a contabilização de itens não recorrentes no trimestre (total de R\$ 12,2 bilhões), levou a forte

queda no EBITDA e ao prejuízo líquido. No 4T17, a Petrobras teve um resultado negativo de R\$ 5.477 milhões (R\$ 0,41 por ação), contra resultados positivos (R\$ 266 milhões) no trimestre anterior e no 4T16 (R\$ 2,5 bilhões).

O resultado negativo no 4T17 já era esperado, porque os valores não recorrentes (Ação Coletiva nos Estados Unidos e Adesão ao parcelamento de impostos) já eram de conhecimento do mercado.

Petrobras - Resultados Trimestrais

R\$ milhões	4T16	3T17	4T17	4T17/3T17	4T17/4T16
Receita Líquida	70.489	71.822	76.512	6,5%	8,5%
Lucro Bruto	22.812	21.237	25.203	18,7%	10,5%
Margem Bruta	32,4%	29,6%	32,9%	3,4 pp	0,6 pp
EBITDA	24.788	19.223	12.986	-32,4%	-47,6%
Margem EBITDA	35,2%	26,8%	17,0%	-9,8 pp	-18,2 pp
Resultado Financeiro	-5.309	-7.411	-7.598	2,5%	43,1%
Lucro Líquido	2.510	266	-5.477	-	-

Fonte: Petrobras

Em 2017, a Petrobras teve quedas nas vendas no mercado interno (3,8%), com forte aumento nas exportações (21,3%), mas que foram insuficientes para evitar uma redução no volume total vendido de 4,4%. Os aumentos de preços do petróleo (+24,2% na cotação Brent médio) e dos derivados no mercado interno permitiram que, mesmo com a diminuição das vendas, a receita líquida crescesse 0,4%. Porém, a elevação das despesas financeiras (maior variação cambial), somado à contabilização de itens não recorrentes, levou ao prejuízo de R\$ 446 milhões no ano, que foi 97,0% menor que no ano passado.

Petrobras - Resultados Anuais

R\$ milhões	2016	2017	Var.
Receita Líquida	282.589	283.695	0,4%
Lucro Bruto	89.978	91.595	1,8%
Margem Bruta	31,8%	32,3%	0,4 pp
EBITDA	88.693	76.557	-13,7%
Margem EBITDA	31,4%	27,0%	-4,4 pp
Resultado Financeiro	-27.185	-31.599	16,2%
Lucro Líquido	-14.824	-446	-97,0%

Fonte: Petrobras

O resultado da operação em 2017 foi bom, sem considerar os itens não recorrentes, com redução de custos e despesas, além da diminuição do endividamento e também a continuação do Plano de Desinvestimentos. Porém, devido a problemas da empresa no passado, “itens especiais”, recorrentes nos últimos anos, foram contabilizados prejudicando o resultado final. Em 2017, estes “itens especiais” (*impairment*, ajustes, adesão a parcelamento de impostos, *Class Action*, etc) somaram R\$ 19,9 bilhões (foram R\$ 26,6 bilhões em 2016). Sem a contabilização da *Class Action*, o EBITDA em 2017 somaria R\$ 87,8 bilhões e o resultado líquido seria positivo em R\$ 7,1 bilhões.

Dívida em queda acentuada: Uma das maiores preocupações nos tempos mais difíceis da Petrobras era o nível do endividamento. A dívida crescente refletia os desajustes dos elevados investimentos em relação a baixa geração de caixa, e também uma política de preços que prejudicava a rentabilidade da empresa. Agora, a redução do endividamento reflete a diminuição dos investimentos, uma política de preços mais realista, além dos cortes de custos e despesas, que levam a uma maior geração de caixa.

Dados Financeiros

R\$ milhões	4T16	3T17	4T17	4T17/3T17	4T17/4T16
Endividamento de Curto Prazo	31.855	23.429	23.244	-0,8%	-27,0%
Endividamento de Longo Prazo	353.929	335.983	338.239	0,7%	-4,4%
Total	385.784	359.412	361.483	0,6%	-6,3%
Caixa	71.664	80.175	80.731	0,7%	12,7%
Endividamento Líquido	314.120	279.237	280.752	0,5%	-10,6%
Dívida Líquida/EBITDA	3,5x	3,1x	3,3x	-	-

Fonte: Petrobras

Em dezembro/2017, a dívida líquida em reais da Petrobras era de R\$ 280,8 bilhões, valor 1,6% menor que no final do ano anterior. No ano, o prazo médio do endividamento caiu de 8,6 anos para 7,5 anos, com diminuição do custo médio anual da dívida de 6,2% para 6,1%. A relação dívida líquida/EBITDA subiu no 4T17 para 3,5x devido, principalmente, à contabilização dos custos do encerramento da Ação Coletiva nos Estados Unidos (R\$ 11,2 bilhões). Sem isso, a relação dívida líq./EBITDA seria de 3,2x.

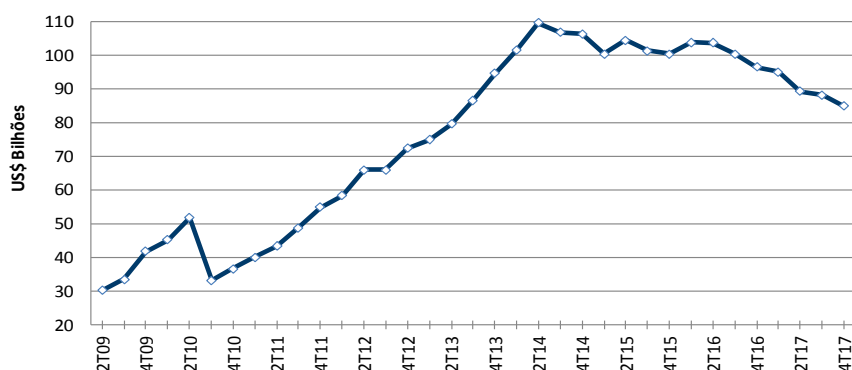
Dados Financeiros

US\$ milhões	4T16	3T17	4T17	4T17/3T17	4T17/4T16
Endividamento de Curto Prazo	9.773	7.395	7.026	-5,0%	-28,1%
Endividamento de Longo Prazo	108.597	106.056	102.249	-3,6%	-5,8%
Total	118.370	113.451	109.275	-3,7%	-7,7%
Caixa	21.989	25.308	24.404	-3,6%	11,0%
Endividamento Líquido	96.381	88.143	84.871	-3,7%	-11,9%

Fonte: Petrobras

A dívida líquida em dólares da Petrobras, desde seu pico em junho/2014, já caiu 22,6% ou R\$ 24,7 bilhões. O endividamento líquido em dezembro/2017 era de US\$ 84,9 bilhões, que diminuiu 11,9% no ano (US\$ 11,5 bilhões) e 3,7% (US\$ 3,3 bilhões) durante o 4T17.

Figura 5: Petrobras - Dívida Líquida em US\$



Fonte: Petrobras

Petrobras - Resumo dos Resultados Projetados

R\$ milhões	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Receita Líquida	282.589	283.695	314.568	324.218	330.926
Lucro Bruto	89.978	91.595	102.553	105.817	103.690
Despesas Operacionais	-72.867	-55.971	-56.642	-58.750	-54.270
Despesas com Vendas	-13.825	-14.510	-16.805	-17.402	-17.605
Desps. Gerais e Administrativas	-11.482	-9.314	-10.139	-10.534	-10.403
Outras Rec. (Desps) Operacionais	-47.560	-32.147	-29.699	-30.814	-26.262
Resultado Operacional (EBIT)	17.111	35.624	45.911	47.067	49.420
Result. Financ. Líquido	-27.185	-31.599	-19.615	-18.070	-15.852
Equivalência Patrimonial	-1.027	2.149	1.976	1.960	1.962
Resultado Antes do I. R e C. Social	-10.703	6.174	11.495	6.064	-41.098
I.R e Contr. Social	-2.342	-5.797	-10.463	-11.457	-13.149
Resultado Líquido	-14.824	-446	18.157	19.882	22.818
Lucro por Ação	-1,14	-0,03	1,39	1,52	1,75
EBITDA	88.693	76.557	89.822	94.598	100.869
Margem Bruta	31,8%	32,3%	32,6%	32,6%	31,3%
Margem EBITDA	31,4%	27,0%	28,6%	29,2%	30,5%
Margem Líquida	-5,2%	-0,2%	5,8%	6,1%	6,9%

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

Cristiano de Barros Caris
ccaris@plannercorretora.com.br

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

Karoline Sartin Borges
kborges @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.

(*) Conforme o artigo 16, parágrafo único, da ICVM 483, declaro ser inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Declaração do(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento), nos termos do art. 17 da ICVM 483

O(s) analista(s) de valores mobiliários (de investimento) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que as recomendações contidas neste refletem exclusivamente sua(s) opinião (ões) pessoal(is) 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.

Declaração do empregador do analista, nos termos do art. 18 da ICVM 483

A Planner Corretora e demais empresas do Grupo declaram que podem ser remuneradas por serviços prestados à(s) companhia(s) analisada(s) neste relatório.