

3R Petroleum (RRRP3): por que vale a pena apostar no case

Para quem ainda não está totalmente por dentro do case da **3R Petroleum (RRRP3)**, essa já é uma das maiores empresas de prospecção de petróleo independentes do Brasil e caminha para ser uma das principais na América Latina.

O resultado do 2T22 da companhia tem números que mostram crescimento forte em quase todas as linhas do resultado - ainda que tenham ficado um pouco aquém das expectativas do mercado, já que altos crescimentos já estão embutidos na expectativa para a empresa.

Mas, mesmo com números mais fracos que o esperado, na visão dos analistas da Empiricus o papel ainda tem um potencial de valorização importante. Não à toa, a ação é recomendada em três séries da casa.

Para Rodolfo Amstalden, sócio-fundador da Empiricus e responsável pela série **Microcap Alert**, daqui para frente a empresa tende a colher os resultados de aquisições bem feitas, **podendo atingir um upside (potencial de valorização) de 117% em relação ao patamar de preço atual**.

O analista acredita especialmente em três gatilhos macro que ainda podem levar a ação a disparar:

1. Apesar da alta na cotação do petróleo, o preço de RRRP3 ainda não acompanhou esse aumento e tem espaço para subir;
2. A demanda pela commodity continuou elevada mesmo em países afetados pela variante Ômicron da Covid-19, o que mostra que as economias destes locais não precisaram parar como nas outras ondas da pandemia;
3. Estamos presenciando uma escalada nas tensões geopolíticas mundiais e em países que são importantes na cadeia do petróleo, o que tende a manter os preços elevados, pelo menos enquanto a tensão permanecer alta nessas localidades. Isso é ótimo para a receita de 3R.

Além disso, dando um zoom nos resultados da empresa, a produção total, por exemplo, que já havia sido divulgada em prévia operacional anterior, foi de 12 mil barris de petróleo equivalente por dia (boe/dia), crescimento de 31% em bases trimestrais.

A empresa também teve uma melhora de margem bruta por conta de efeitos não recorrentes e registrou R\$ 32 milhões de lucro líquido no trimestre, frente a um prejuízo de R\$ 355 milhões no período anterior.

E uma das maiores qualidades da companhia como investimento está na maneira como ela adquiriu seus campos da Petrobras - “a preço de banana”, em um timing perfeito.

Outro ponto de destaque é o fato de a empresa ter zero dívidas no momento e o menor custo de extração de petróleo em comparação a seus pares (PetroRio e PetroRecôncavo).

Mas esses são apenas alguns pontos. A seguir, você pode conferir mais profundamente, em um artigo da série “Microcap Alert”, o que Rodolfo enxerga para a empresa e por que 3R Petroleum continua sendo uma das principais apostas para 2022.

A estratégia da 3R Petroleum

Hoje, a 3R concentra 100% de seus esforços na exploração e produção em poços maduros, já operados há muitos anos pela Petrobras, mas que, devido à falta de investimentos, agora têm volumes de óleo e gás extraídos bem abaixo do potencial.

Como é de se imaginar, em um modelo de negócio em que a diluição dos custos fixos é a regra número 1 (a tal da alavancagem operacional), a menor extração derruba a rentabilidade desses poços. E neste momento, sei que está se perguntando: por que a Petrobras não continuou investindo nessas unidades, revitalizando-as, elevando sua produção novamente para patamares de alta rentabilidade? Bom, eu tentarei explicar de forma breve.

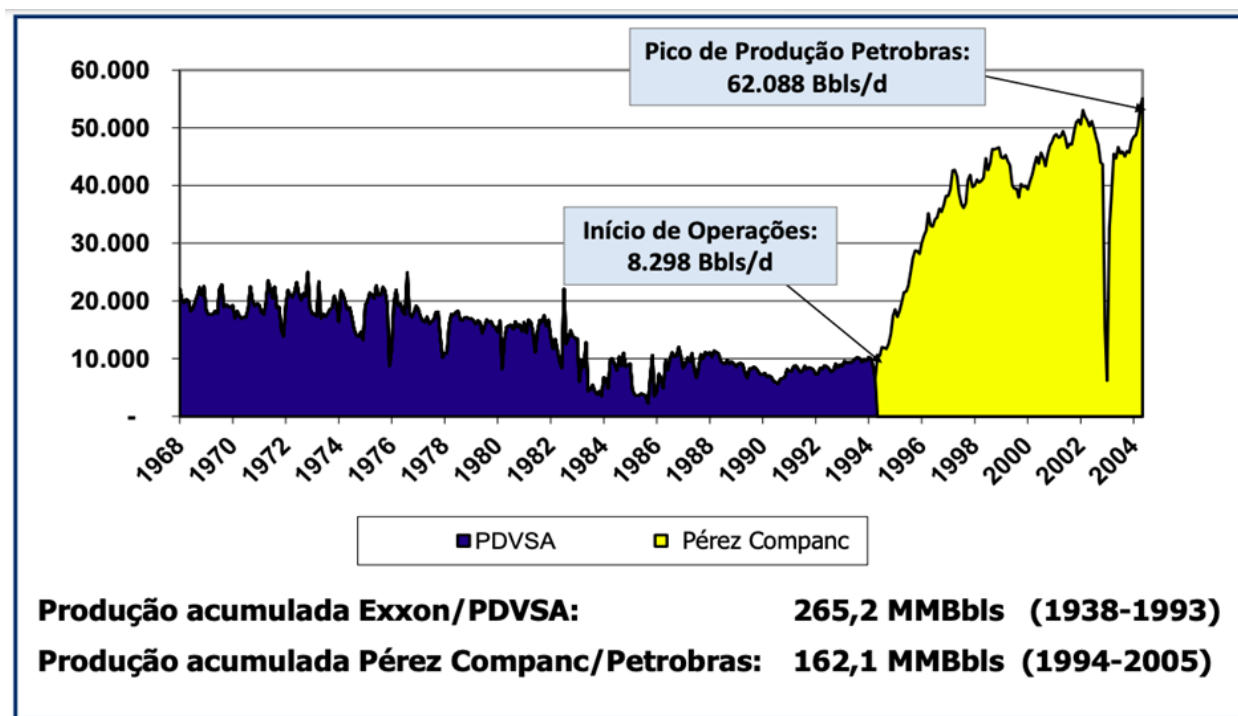
Para uma empresa grande como a Petrobras, revitalizar poços maduros talvez não seja o melhor dos mundos. Frente a uma pulverização e a maiores esforços para acumular produção diária suficiente para seu tamanho operacional, a rentabilidade do capital investido pode ser muito mais bem recompensada se sua produção tivesse uma vazão suficientemente grande para compensar sua estrutura também gigante. E não é essa a realidade desses poços já maduros.

Isso, em essência, explica a política de desinvestimentos promovida pela Petrobras nesses últimos anos, que vai de acordo com um racional de melhor alocação de capital para a empresa.

Por esse motivo, esses poços maduros fazem mais sentido para as petroleiras menores, as “junior oils”. Com uma escala mais concentrada e uma boa expertise em revitalização, essas empresas podem extrair com eficiência, dentro de uma escala que retribua com qualidade o capital. Além disso, o risco se torna muito menor do que a aventura de prospectar sozinho um poço nunca antes explorado.

Muitos membros executivos da 3R Petroleum trabalharam na Pérez Companc, empresa especializada no desenvolvimento de campos maduros na América do Sul. O gráfico abaixo apresenta os resultados de um de seus casos mais emblemáticos, a revitalização do campo

Oritupano-Leona, na Venezuela, onde a equipe conseguiu multiplicar por sete a quantidade diária de barris extraídos.



Fontes: 3R e MME

O atual CEO da 3R, Ricardo Savini, era o gerente desses ativos na época da revitalização.

Atualmente o corpo acionário da empresa é formado por acionistas de peso, que trazem expertise de investimentos e gestão profissional ao negócio.

Uma das maiores qualidades da 3R Petroleum como investimento está na maneira como adquiriu seus campos da Petrobras.

Em termos de múltiplos, a empresa pagou por suas aquisições o equivalente a US\$ 3 por barril. Isso só foi possível graças ao timing favorável, com a 3R sendo a primeira a entrar no negócio de revitalização de poços no Brasil, além dos preços do petróleo, que estavam em patamares baixos no momento das compras, contribuindo para um custo de aquisição extremamente reduzido.

Observe no esquema abaixo que a maior parte das aquisições foi realizada em 2020, ano em que vimos o preço do barril de petróleo negociando a patamares negativos — você lembra? — devido ao desaquecimento econômico mundial e à eventual queda na demanda por petróleo, fruto das medidas de combate à pandemia de Covid-19, que se iniciava naquele ano.



Aquisições de campos da Petrobras. Fonte: 3R Petroleum

Atualmente as reservas da 3R totalizam 264 milhões de barris de óleo equivalente de petróleo certificadas 2P (provadas + prováveis), das quais 70% são consideradas provadas (1P), a categoria de menor risco operacional.

As reservas em óleo equivalente de petróleo (boe), que compõe vários tipos de hidrocarbonetos como o gás natural e óleo cru, são certificadas por empresas especializadas e independentes, seguindo padrões internacionais rigorosos, mas que podem ter suas variações particulares em diferentes países, e mostram uma probabilidade de a exploração dos recursos naquele poço gerar uma quantia satisfatória de retorno, como volume e renda.

Eles exemplificam probabilidades de sucesso no investimento nessas reservas. Há várias nomenclaturas de certificação, no entanto, para simplificação, visto que as reservas da 3R estão em sua totalidade nos maiores níveis em termos de baixo risco de exploração, não entraremos em detalhes mais técnicos por aqui.

Por que a 3R Petroleum é a nossa maior aposta do momento?

Com tudo o que já mencionamos, encontramos um potencial de valorização expressivo em 3R Petroleum, que não acompanhou diretamente — pelo menos por enquanto — a alta na cotação do petróleo.

Mostramos abaixo uma atualização do valuation da empresa, tendo como base a conversa que tivemos com a gestão, bem como os últimos resultados divulgados e acontecimentos como o pagamento de parcela da dívida da companhia.

Um petróleo em uma cotação mais elevada por mais tempo é algo muito positivo para a 3R, visto que reduz a parcela a ser paga pelos últimos ativos adquiridos, a cujo fluxo de caixa a 3R já tem direito, mesmo que tais resultados ainda não estejam refletidos na receita trimestral. Além disso, há ampliação da possibilidade de a empresa travar vendas futuras de petróleo nestes preços altos, ampliando sua geração de caixa futura.

2022 pode ser o ano da companhia

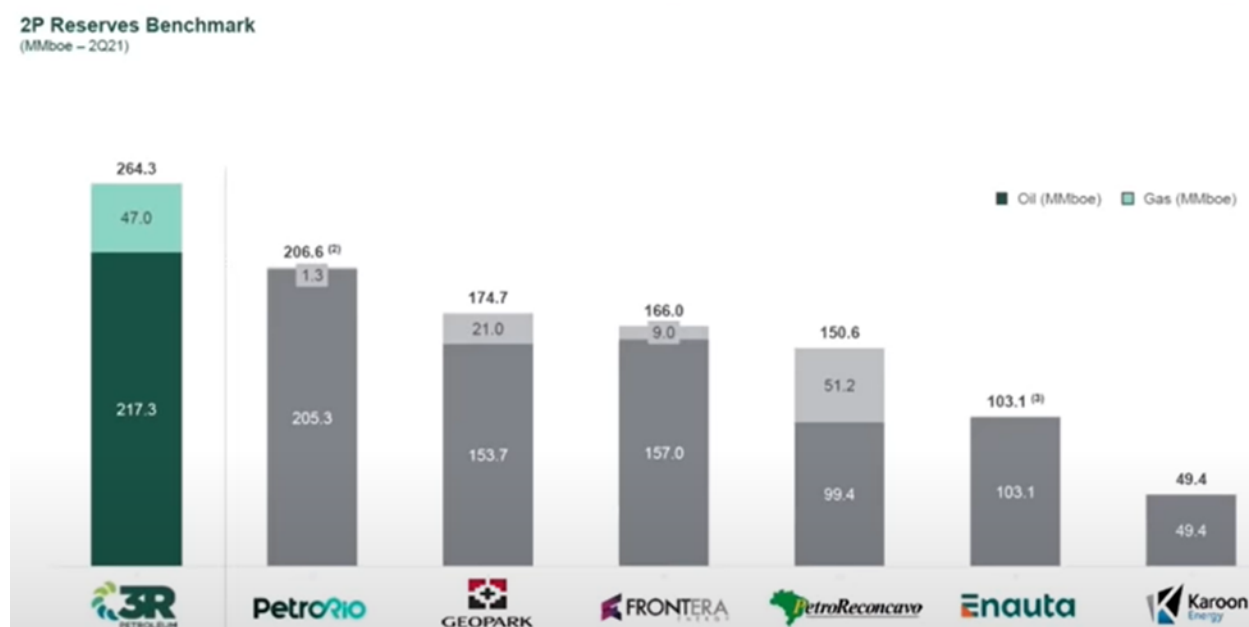
Está cada vez mais perto da hora de a 3R Petroleum (RRRP3) começar a colher os resultados das inúmeras aquisições que realizou nos últimos anos.

Os campos que a empresa adquiriu e já assinou — polos de Macau, Pescada, Fazenda Belém, Rio Ventura, Recôncavo, Peroá e Papa-Terra —, os quais estão em fase de transição operacional, somam uma média diária de 36,8 mil barris de óleo equivalente (boe).

Quando consideramos o potencial que a empresa poderá agregar com a finalização da aquisição de Potiguar, esse valor amplia-se ainda mais.

O Polo Potiguar tem produção diária atual de 22 mil barris de petróleo, ou seja, a produção de óleo da 3R com a aquisição poderia ir para algo como 60 mil barris de óleo equivalente (boe), o que posicionaria a empresa como uma das maiores produtoras dentre as junior oils listadas na B3.

No gráfico abaixo, podemos comparar as reservas da 3R, considerando as aquisições de ativos já assinadas, ainda sem considerar Potiguar, com as reservas das demais companhias da América Latina.



Fonte: 3R

Caso tenha sucesso na negociação com a Petrobras, estimamos que o Polo Potiguar pode ter sua operação nos resultados da 3R no início de 2023.

Tal aquisição muda completamente o patamar da empresa pela característica dos ativos, que vão muito além dos campos de produção de 22 mil barris de petróleo por dia, e permitiria, por exemplo, a importação e exportação de petróleo pela companhia, por meio do Terminal de Guamaré.

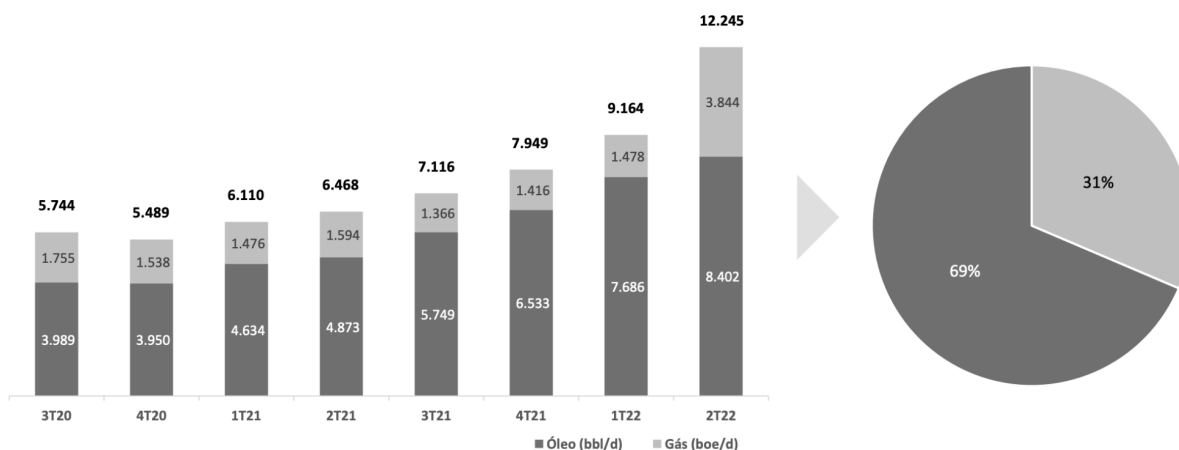
Resultados poderiam ser melhores, mas potencial ainda é elevado

Ainda que o resultado do 2T22 da companhia tenha apresentado crescimento forte em quase todas as linhas do resultado, ficaram um pouco aquém das expectativas, já que altos crescimentos já estão embutidos na expectativa para a companhia.

Isso quer dizer que a empresa não vale mais a pena? Não. 3R continua sendo um case fortíssimo para apostar na extração de petróleo, principalmente pensando em um período de tempo mais dilatado.

Trazendo mais detalhes sobre o último resultado, a produção total, que já havia sido divulgada em prévia operacional anterior, foi de 12 mil barris de petróleo equivalente por dia (boe/dia), crescimento de 31% em bases trimestrais. A expansão foi motivada, principalmente, pela integração do Polo Recôncavo em maio. Com a entrada deste polo para o portfólio da companhia, a produção média diária total aumentou +9,3% no 2T22, para 8,4 mil barris de óleo por dia. Isso mostra a capacidade e a facilidade de a 3R conseguir revitalizar esses ativos que antes estavam "largados", um dos pilares da tese.

Produção média diária de óleo & gás (boe/dia) – Participação 3R



Entretanto, a venda cresceu apenas 6% na comparação trimestral, o que, somado ao efeito do Brent 11% mais caro e do dólar médio 6% menor, fez com que a receita crescesse 7% trimestralmente, atingindo R\$ 400 milhões.

O custo de extração ficou em US\$ 13 dólares/boe, aumento trimestral de 38%. O crescimento é explicado pela queda de produção no Polo Macau, o maior do portfólio atual, além da absorção da operação do Polo Recôncavo, que leva um tempo para atingir eficiência. Apesar disso, a

companhia teve uma **melhora de margem bruta por conta de efeitos não recorrentes: reversão de depreciação de alguns polos e créditos de ICMS de energia elétrica**. Com isso, o lucro bruto ficou em R\$ 272 milhões, crescimento trimestral de 20%.

Esse efeito, somado a um crescimento trimestral de 13% nas despesas operacionais, fez com que o EBITDA tivesse um crescimento de 4% trimestralmente, atingindo R\$ 206 milhões. A margem EBITDA ficou em 51,5%, queda trimestral de 1,4 ponto percentual.

Por outro lado, **um resultado financeiro melhor fez com que a companhia registrasse R\$ 32 milhões de lucro líquido no trimestre, frente a um prejuízo de R\$ 355 milhões no trimestre anterior**.

Para os próximos trimestres, a expectativa é de volumes ainda maiores. Além da retomada da normalidade da produção em Macau a partir de agosto, é bom lembrar que a 3R ainda tem vários outros ativos que foram adquiridos, mas que ainda não contribuem para a sua produção porque estão aguardando o processo de transferência junto à Petrobras.

É importante lembrar que isso não vai contribuir apenas para um incremento relevante na quantidade de óleo produzido. Os novos ativos também vão ajudar na diversificação dos riscos e na estabilidade de resultados.

Valuation: ação barata

A primeira ótica analisada para falarmos que o valuation da 3R é interessante é a comparação do valor da firma (ou seja o valor de mercado da empresa somado ao endividamento líquido e aos valores a pagar) com o tamanho das reservas de petróleo.

Com este cálculo, temos uma ideia de quanto o acionista está pagando, em termos de valor da firma, por cada barril de petróleo que a empresa tem em reservas.

O quadro abaixo mostra os múltiplos EV/reservas comparativos entre as junior oils listadas em Bolsa, e podemos ver claramente o desconto com que opera a 3R, que **negocia a 3 vezes EV/reservas (2P+2C), frente a 12 vezes da PetroRio e 7 vezes da PetroReconcavo, quando somamos à dívida (ou caixa) líquida das empresas os valores que elas têm a pagar pelas últimas aquisições assinadas**.

	3R (2P)	PetroRio com Wahoo (2P+2C)	PetroReconcavo (2P + 2C)
Reservas Mboe	264	324	151
Valor de Mercado R\$ milhões	4.877	21.027	5.083
Dívida Líquida considerando pagamentos contingentes R\$ milhões	-188	-197	681
Valor da Firma em R\$ milhões	4.689	20.830	5.764
Valor da Firma US\$ milhões	865	3.843	1.063
Múltiplo EV/ reservas (US\$/Mboe)	3,3	11,9	7,1

Elaboração: Empiricus

Fonte: 3R, Petrorio, PetroReconcavo e estimativas Empiricus. 1P = reservas provadas, 2P = reservas prováveis, 3P = reservas possíveis. 1C = recursos contingentes de baixa estimativa, 2C = recursos contingentes de melhor estimativa, 3C = recursos contingentes de maior estimativa. Para PetroReconcavo a dívida líquida é pós-IPO e os recursos contingentes estão condicionados: (i) à obtenção das prorrogações contratuais, e/ou (ii) ao fechamento das aquisições dos Polos Remanso e Miranga. Aproximadamente 78% das reservas 2P+2C são reservas 1P+1C.

A 3R hoje não tem dívidas

Para o cálculo da dívida líquida da 3R Petroleum, vale uma explicação especial: a empresa anunciou em dezembro de 2021 o cancelamento da 1ª emissão de debêntures, uma vez que, com a captação de aproximadamente R\$ 2,2 bilhões no segundo follow-on, em novembro de 2021, tem os recursos necessários para cumprir com suas obrigações de curto/médio prazo e plano de investimentos, pagar os compromissos das aquisições já assinadas e ainda fazer o depósito referente à potencial aquisição do Polo Potiguar.

Aqui vale uma ressalva: talvez a empresa recorra a alguma captação de dívida adicional, no caso de uma negociação bem-sucedida do polo de Potiguar, o que seria positivo em termos de reequilibrar a estrutura de capital, uma vez que calculamos que hoje seu endividamento líquido é zero, mesmo considerando os pagamentos realizados no fechamento e transferência dos ativos já assinados, visto que em janeiro de 2022 a empresa pagou, de forma antecipada, R\$ 782,3 milhões de dívida.

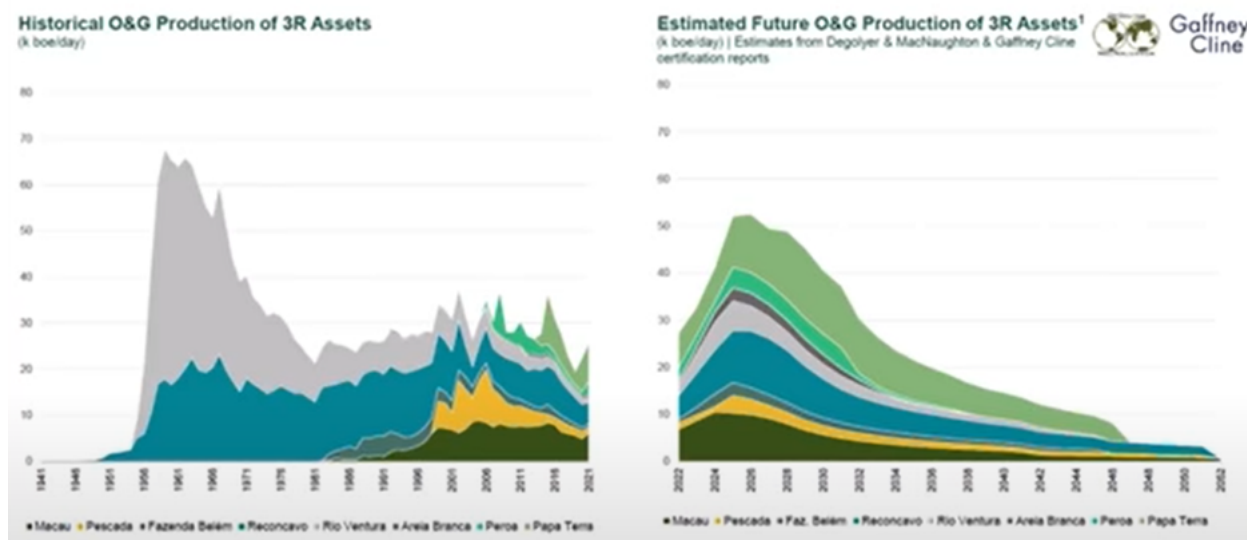
Além disso, o múltiplo de negociação da 3R atual, de 3,3 vezes suas reservas, é muito próximo ao múltiplo que a empresa pagou pelos ativos adquiridos até hoje, na média, que foi de 2,9 vezes por barril (múltiplo EV/reservas), conforme mostrado na tabela abaixo, retirada da apresentação da companhia.

Dado que atualmente o múltiplo que a empresa negocia em Bolsa está muito próximo do múltiplo que ela pagou pelos ativos, podemos supor que tal retorno esperado pela companhia no momento da compra dos ativos não está precificado nas ações atualmente.

O valuation da 3R Petroleum por fluxo de caixa descontado (DCF, na sigla em inglês) contempla o aumento da produção da empresa, tanto pela incorporação nos resultados dos

ativos recém-adquiridos, como pela curva de aumento de produção conforme a companhia investe e redesevolve tais poços maduros.

No gráfico abaixo você pode ver o histórico de produção dos campos assinados pela 3R e as expectativas de produção da empresa, conforme investe nestes, nos próximos anos. Repare que a produção vai crescendo, no segundo gráfico, e que o auge da produção se dará entre 2024 e 2026.

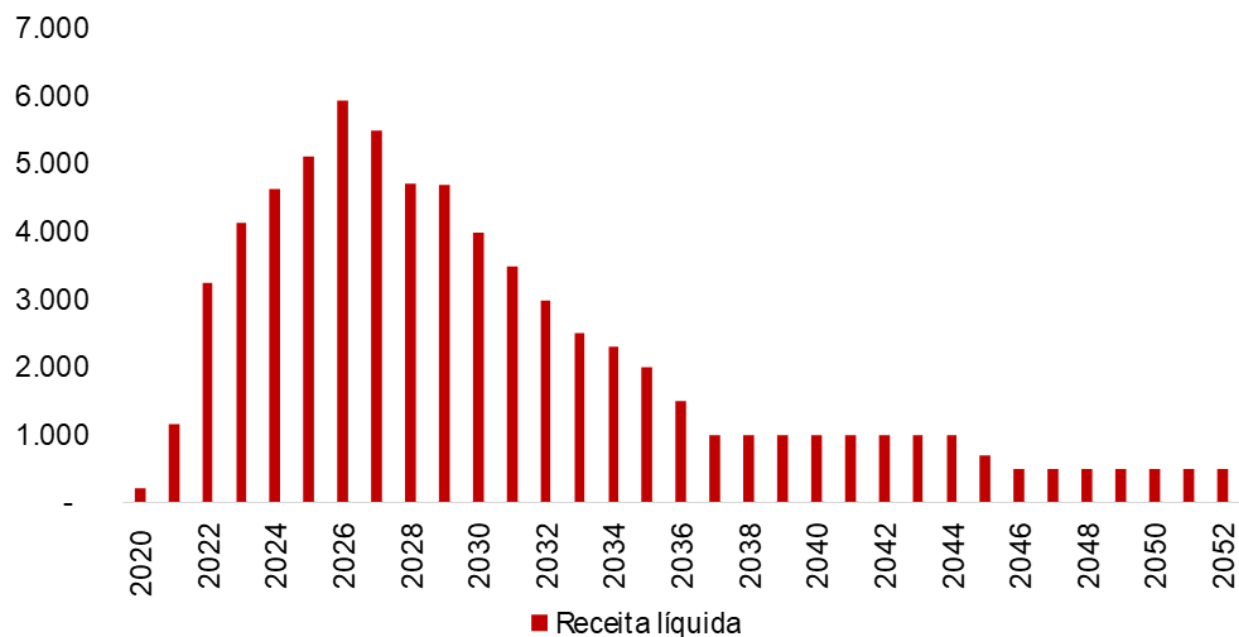


Considerando tal crescimento estimado para a produção e o preço do petróleo que sai dos atuais US\$ 80 por barril estimados para 2022 e vai caindo ano a ano até chegar ao valor considerado por nós na perpetuidade, ou seja, no longo prazo, de US\$ 50 por barril no

cenário-base, projetamos as receitas da empresa conforme o gráfico abaixo:

Receita projetada

Em milhões R\$ e %



Elaboração: Empiricus

Fonte(s): Projeções Empiricus

Atualmente, **a 3R tem o menor custo de extração (“lifting cost”) de petróleo entre os pares**: o custo médio de extração da PetroRio é de US\$ 14 por barril, o da PetroReconcavo é de US\$ 13 e o da Enauta está acima de US\$ 20, enquanto o da 3R, em Macau, é estimado em torno de US\$ 7.

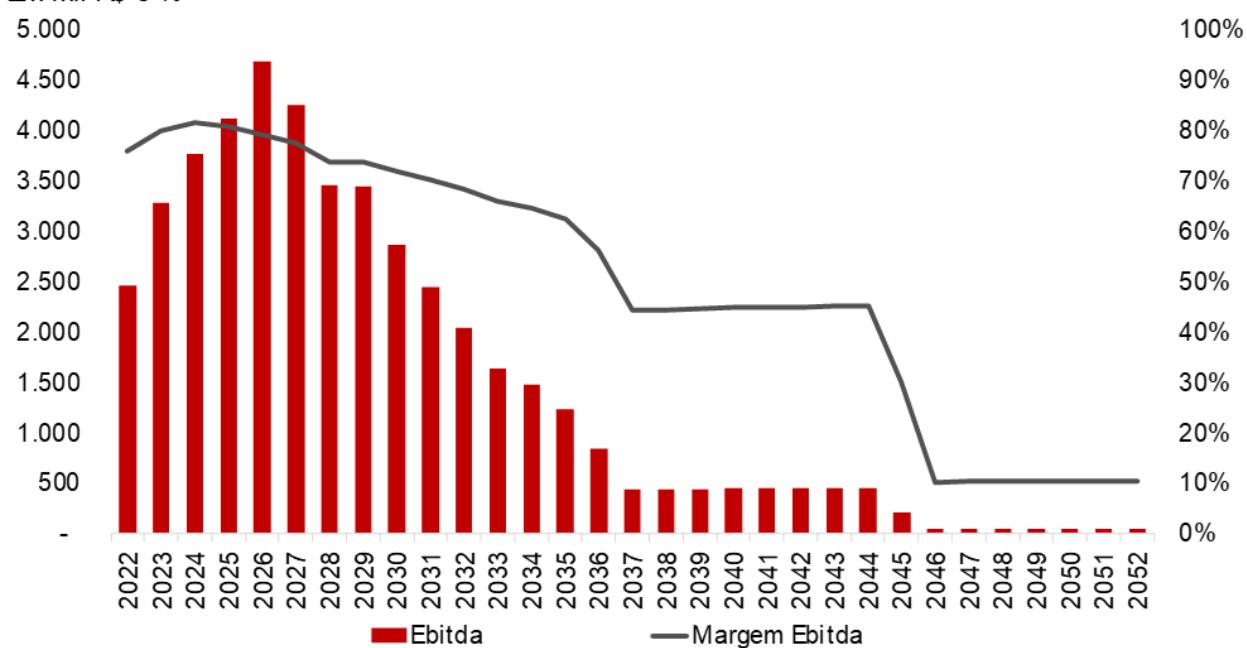
Esse valor menor que o das outras empresas listadas em Bolsa deve-se ao fato de que Macau, o principal campo operado pela 3R Petroleum hoje, possui uma eficiência operacional excepcional, com um dos menores custos de extração onshore (em terra) no Brasil.

Projeção de resultados

A receita e o lifting cost, ou seja, o custo de extração estimado, mais as despesas operacionais da 3R, nos levam a estimativa para seu Ebitda.

Ebitda Projetado e Margem Ebitda

Em mil R\$ e %



Elaboração: Empiricus

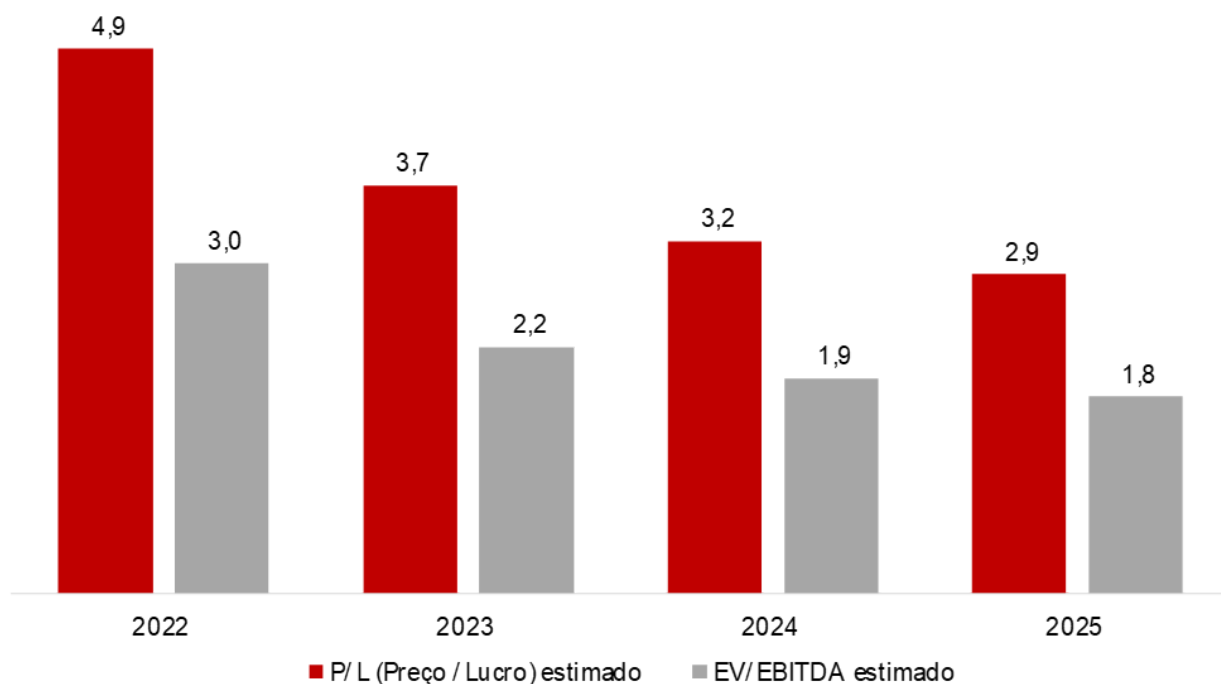
Fonte(s): Projeções Empiricus

Como consequência da projeção de Ebitda, chegamos aos múltiplos EV/Ebitda e preço/lucro

(P/L) estimados para a 3R, os quais estão demonstrados abaixo.

P/L e EV/Ebitda Projetado

Em múltiplos



Elaboração: Empiricus

Fonte(s): Projeções Empiricus

Potencial de valorização

Como consequência do desconto de fluxo de caixa projetado para a 3R, chegamos a um preço-alvo de R\$ 72 por ação, o que leva a um potencial de alta de 117% frente à cotação atual.

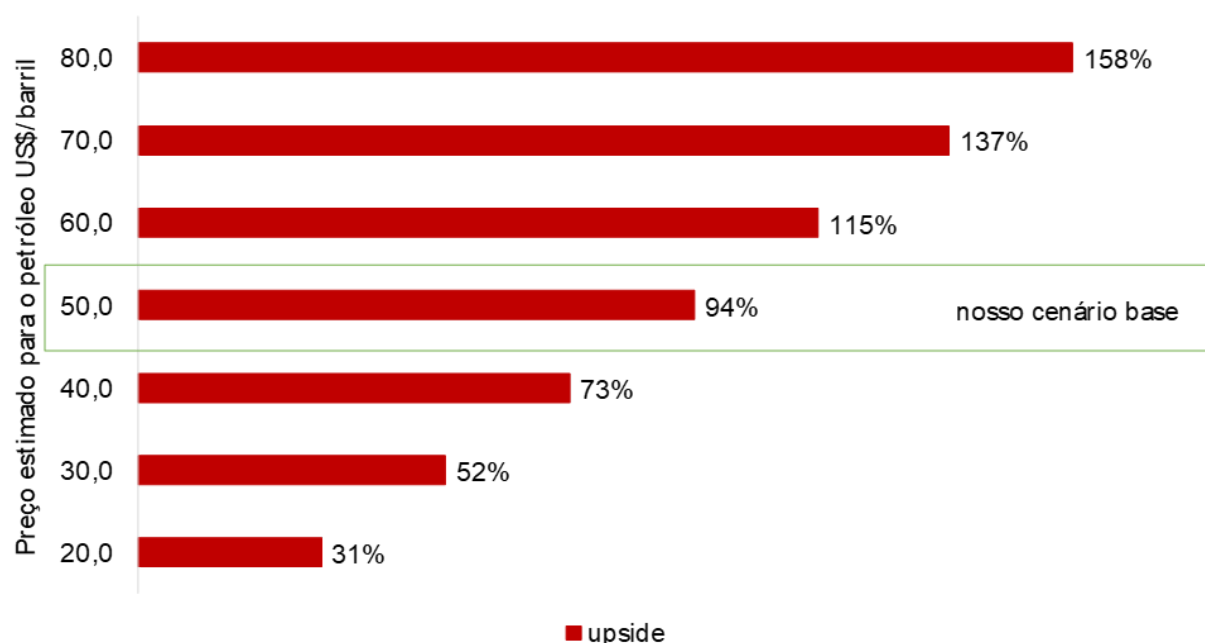
Para chegar a tal preço-alvo, as premissas utilizadas, além das apresentadas acima, são um preço do petróleo no longo prazo de US\$ 50 por barril, câmbio R\$/US\$ de 5,42 e uma taxa de desconto (WACC) de 14%.

Não consideramos perpetuidade no nosso fluxo de caixa, uma vez que projetamos os resultados da empresa até o fim da vida útil de produção dos ativos da companhia.

Importante ressaltar mais uma vez que Potiguar não está considerado até que tenha uma finalização e assinatura da sua aquisição, que ainda está em negociação. Em tal momento, se ocorrer, aí sim poderemos considerar tanto seus resultados como eventual dívida para pagamento do ativo.

Como o preço do barril de petróleo é algo difícil de se estimar, ainda mais no longo prazo, apresentamos abaixo o impacto de mudanças neste no potencial de valorização estimado para a 3R.

Upside estimado para as ações RRRP3 conforme o preço do petróleo



Elaboração: Empiricus

Bom potencial e boa margem de segurança

Perceba que, em diversos cenários de preço de petróleo, encontramos um upside interessante para a empresa.

Mesmo se considerarmos que no longo prazo o preço do petróleo caia para US\$ 30 por barril (algo que já aconteceu em 2016, como você pode ver no gráfico abaixo de preços históricos do produto), ou para US\$ 20 por barril (como no auge da crise da pandemia), ainda encontramos um upside de 31% para as ações da 3R, mantendo as demais premissas do modelo inalteradas.



Tal resultado de análise de múltiplos e valuation, juntamente com o cenário atual de preços de petróleo altos, em mais de US\$ 80 o barril, gera confiança para mantermos RRRP3 como nosso principal nome na carteira indicada.

Um abraço,
Rodolfo Amstalden

Disclaimer

A Empiricus é uma Casa de Análise que produz e entrega publicações e relatórios periódicos, regularmente constituída e credenciada perante CVM e APIMEC.

Todos os nossos profissionais cumprem as regras, diretrizes e procedimentos internos estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários, em especial sua Resolução 20 e seu Ofício-Circular CVM/SIN 13/20, e pela APIMEC, bem como pelas Políticas Internas estabelecidas pelos Departamentos Jurídico e de Compliance da Empiricus.

A responsabilidade pelos relatórios que contenham análises de valores mobiliários é atribuída a Rodolfo Cirne Amstalden, profissional certificado e credenciado perante a APIMEC.

Nossas funções são desempenhadas com absoluta independência, e sempre comprometidas na busca por informações idôneas e fidedignas visando fomentar o debate e a educação financeira de nossos destinatários.

O conteúdo da Empiricus não representa quaisquer ofertas de negociação de valores mobiliários e/ou outros instrumentos financeiros.

Embora a Empiricus forneça sugestões pontuais de investimento, fundamentadas pela avaliação criteriosa de analistas certificados, não se pode antecipar o comportamento dos mercados com exatidão. Padrões, histórico e análise de retornos passados não garantem rentabilidade futura.

Todo investimento financeiro, em maior ou menor grau, embute riscos, que podem ser mitigados, mas não eliminados. A Empiricus alerta para que nunca sejam alocados em renda variável aqueles recursos destinados às despesas imediatas ou de emergência, bem como valores que comprometam o patrimônio do assinante. Os destinatários dos relatórios devem, portanto, desenvolver as suas próprias avaliações.

A Empiricus possui um Acordo Comercial com a Vitreo e ambas as empresas pertencem ao Grupo BTG Pactual, motivo pelo qual existe potencial conflito de interesses em suas manifestações sobre as companhias. A união de forças e a relação comercial entre Empiricus e Vitreo objetivam propiciar uma melhor experiência ao investidor pessoa física. Nossa relação é pautada na transparência e na independência, respeitando a completa segregação entre as atividades de análise de valores mobiliários e de administração de carteiras de valores mobiliários, visando à preservação da imparcialidade da Empiricus. A Empiricus não recebe qualquer remuneração da Vitreo caso você decida investir em seus produtos.

Todo o material está protegido pela Lei de Direitos Autorais e é de uso exclusivo de seu destinatário, sendo vedada a sua reprodução ou distribuição, seja no todo ou em parte, sem prévia e expressa autorização da Empiricus, sob pena de sanções nas esferas cível e criminal.