



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Enauta e 3R



18/07/2024

Apresentando nosso valuation para a empresa combinada (3R e Enauta)

- Apresentamos o nosso preço-alvo para 2025 para a 3R Petroleum e Enauta (ao que chamamos de Newco) de R\$45,00/ação (do nosso preço alvo anterior para 2024 para RRRP3 de R\$70,00/ação). O corte no preço-alvo se deve principalmente, à nossa decisão de modelar o fluxo de caixa descontado da Newco mais próximo das reservas 1P (provadas), em vez das reservas 2P (provadas e prováveis) antes, dada a falta de histórico da 3R em entregar os resultados dos relatórios de certificação. Considerando as reservas 2P, nosso preço-alvo subiria para R\$75/ação.
- Apesar de reduzirmos nosso preço-alvo, mantemos nossa recomendação de Compra, pois vemos a tese de investimento da Newco como um híbrido interessante de valor e crescimento (agora com muito mais confiança nas estimativas de produção), potencialmente pagando um dividend yield de 11% em 2025. Nosso valuation não incorpora o potencial das sinergias que podem chegar a R\$11/ação.
- Consideramos que eventuais gatilhos para a nova tese são mais antecipados em comparação com seus pares PRIO (Compra, preço-alvo R\$70,00) e Petroreconcavo (Compra, preço-alvo R\$33,00). Além dos preços do petróleo e da execução, um dos principais riscos contínuos será a potencial venda de ações de aproximadamente 30% da base de acionistas com perfil financeiro. Infelizmente, as partes parecem ainda não ter chegado a um acordo de lock-up (prazo restrito de vendas de ações) e isso continuará a exercer uma pressão vendedora para as ações.
- A Newco está sendo negociada a um múltiplo EV/EBITDA de 1,6x para 2025, que está entre os valuations mais descontados em nossa cobertura, e implica um desconto de 30% para a média dos pares. Com nosso preço-alvo de R\$45/ação, o EV/EBITDA seria de 2,3x para 2025, um desconto de aproximadamente 25% em relação aos pares, devido à falta de um sólido histórico de execução e refletindo riscos relacionados à base de acionistas.

Espera-se que a fusão entre a 3R e a Enauta seja concluída nos próximos 30 dias. Os acionistas de ambas as empresas aprovaram a fusão no dia 26 de junho e o CADE, órgão de defesa da concorrência do Brasil, aprovou a fusão no dia 5 de julho. Não esperamos grandes surpresas antes do fechamento da fusão, que provavelmente ocorrerá no dia 1º de agosto, quando as ações da Enauta serão incorporadas pela 3R; portanto, decidimos rever a 3R, considerando a combinação das empresas. Nosso novo modelo inclui os ativos da 3R: Cluster Potiguar (100%), Cluster Reconcavo (100%), Peroá (100%) e Papa-Terra (100%), bem como os ativos da Enauta: Atlanta (80%), Manati (100%) e Parque das Conchas (23%). Nosso preço-alvo para 2025 de R\$45/ação (vs. R\$70/ação em 2024) é baseado em um fluxo de caixa descontado até a exaustão total das reservas 1P, descontado a um custo médio ponderado de capital (WACC) de 13% denominado em dólares e dividido pelo número consolidado de 463 milhões de ações. Anteriormente, utilizávamos as reservas 2P; no entanto, dada a falta de histórico da 3R na entrega de valores de certificação, estamos agora utilizando a curva 1P.

Vicente Falanga



Ricardo França



ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

Como dito anteriormente, dado a falta de histórico da 3R em cumprir a curva da certificadora, acreditamos que o mercado não estará disposto a pagar com base na curva 2P. Quaisquer surpresas positivas nesta frente serão, por conseguinte, encaradas por nós como um potencial gatilho de alta. Da mesma forma, estamos também considerando apenas a curva 1P de Atlanta, que conduziu a uma avaliação de US\$1,2 bilhões para 100% do campo. Também não estamos incluindo nas premissas qualquer valor presente líquido de sinergias, embora estas possam ser atingíveis, conforme discutido abaixo, sendo mais provável que as sinergias de alocação de capital sejam monetizadas rapidamente.

A dispersão da base de ativos traz desafios, mas também muita flexibilidade operacional e de alocação de capital. O primeiro grande desafio do novo conselho de administração será reavaliar a carteira de ativos da Newco e decidir sobre potenciais alienações/aquisições. Dada a dimensão da produção de mais de 100 kboepd (mil barris de óleo por dia) da empresa no próximo ano, a detenção de alguns destes ativos deixará provavelmente de fazer sentido, enquanto as aquisições apoiadas em sinergias continuarão sempre na sua lista de prioridades. Esta remodelação da carteira deverá ajudar a Newco a manter-se concentrada, o que poderá ser um desafio dado o elevado número de ativos sob a sua alçada. Além disso, um ativo que poderia fazer sentido para a Newco comprar/fazer uma fusão seria o Maromba da BW, dada a sua proximidade com o campo Papa-Terra. O conselho de administração da Newco terá também de decidir, ao longo do tempo, se os ativos maduros em terra serão também uma fonte de crescimento ou de financiamento/FCFE para financiar o resto dos seus negócios. No geral, muitas decisões terão de ser tomadas na frente de alocação de capital, com bastante flexibilidade, e esperamos ter mais informações quando a Newco publicar o seu novo relatório de Certificação de Reservas, muito provavelmente no 3T24/4T24. Outra questão fundamental é qual será o papel dos dividendos na história da empresa daqui para frente. Vemos espaço para um rendimento de dividendos de 10,7% no próximo ano e com um pagamento de, no mínimo, 25% do resultado.

A tese de investimento da Newco parece ser um híbrido de crescimento e valor pois esperamos: (1) um crescimento anual do EBITDA em torno de 10% entre 2024 e 2029, impulsionado principalmente pelo crescimento da produção relacionado ao campo de Atlanta no curto prazo e aos ativos da 3R, principalmente Potiguar e Papa Terra, no longo prazo; (2) um rendimento médio do FCFE (fluxo de caixa para os acionistas) de 42% no período 2025-2030 que também vem do crescimento da produção, bem como do valor de mercado depreciado à luz do fraco desempenho das ações da 3R e da Enauta desde que a fusão foi proposta em 1º de abril. Basicamente, a fusão resolve rapidamente as preocupações com a elevada alavancagem da 3R, na sequência da maior base de EBITDA, bem como do balanço saudável da Enauta. Prevemos uma alavancagem de 1,4x para 2024, que deverá diminuir rapidamente para 0,4x em 2025, principalmente devido à expansão de Atlanta.

As sinergias devem ser uma discussão constante. As sinergias vistas pela administração estão relacionadas principalmente à alocação de capital que inclui a realocação de dívidas, uma redução de 1 p.p em seu custo de dívida, amortização de ágio e aceleração da monetização de créditos fiscais da 3R. Acreditamos que estas sinergias poderão começar a ser monetizadas logo após a conclusão do negócio e poderão gerar um VPL (valor presente líquido) de US\$500 milhões (em linha com a estimativa da Enauta de US\$400 a 500 milhões). Além disso, Enauta também vê entre US\$200 e 250 milhões de sinergias relacionadas a custos e economias de SG&A (custos administrativos em geral), entre US\$100 a 150 milhões em economias de capex, e mais US\$100 a 150 milhões da melhor realização de preços de petróleo bruto e gás natural na operação offshore. Embora acreditemos que estas sinergias mais operacionais também serão alcançáveis, dada a maior escala da Newco e os melhores perfis de crédito, estas sinergias só deverão ser vistas com mais exatidão nas operações futuras da nova tese.

Os potenciais gatilhos concentrados em 2024 são uma vantagem em relação a outros pares. Na nossa visão, os principais gatilhos de curto prazo devem ser: (1) a extração do primeiro óleo de Atlanta, prevista para agosto (dependendo da duração da greve total do Ibama, órgão ambiental), com os poços

6 e 7 devendo produzir entre 12 e 15 kbpd (mil barris por dia) cada; (2) a continuidade do crescimento do campo Papa-Terra, com a produção podendo se estabilizar em torno de 20kboepd no 4T24; (3) a publicação de um novo relatório de certificação que deverá proporcionar maior clareza na alocação de capital, e (4) a reconexão dos poços existentes da Petrojarl ao FPSO Atlanta no 3T24-1T25, o que deverá ajudar a aumentar ainda mais a produção em aproximadamente 9kbpd. De um modo geral, consideramos que a agenda de ações da NewCo está mais adiantada quando comparada com a PRIO e Petroreconcavo.

O perfil de acionistas financeiros de aproximadamente 30% da base de acionistas continua a ser um risco importante. Para além dos preços do petróleo e da execução, um dos principais riscos em curso será a potencial venda de ações de aproximadamente 30% da base. Infelizmente, as partes não conseguiram chegar a um acordo de lock-up até agora e isso continuará a pesar sobre as ações. Alguns dos maiores acionistas, como as participações do Bradesco, Jive e Santander, resultam da conversão da participação da Queiroz Galvão em capital.

Consideramos as participações de 100% na Papa Terra e Peroá em nosso valuation. Na sequência do descumprimento de obrigações por parte do parceiro da 3R em Papa-Terra, a Nova Técnica (NT), a 3R Offshore (controladora de Papa-Terra e Peroá) foi autorizada pelo regulador ANP desde 16 de abril a consolidar 100% da produção, de 62,5% anteriormente. Com isso, a participação da 3R passa a ser de 85% (vs. 53% anteriormente) em Papa-Terra, já que a Maha detém os 15% restantes da 3R Offshore. No entanto, uma vez concluída a fusão, a participação da 3R tanto no Papa Terra como em Peroá saltará para 100%, dado que o negócio envolve a troca da participação de Maha na 3R Offshore por uma participação de 2,17% na Newco (atualmente avaliada em US\$50 milhões) após a emissão de 10,06 milhões de ações. Em nosso valuation, o aumento da participação da 3R na Papa Terra de 62% para 100% representa um VPL de R\$5/ação (embutido em nosso preço-alvo de R\$45/ação). Enquanto isso, a diluição da NT pela 3R está agora sujeita a um processo de arbitragem que foi iniciado pela NT em 10 de maio. Em caso de decisão favorável à NT, a participação da 3R poderia cair para 62,5%, mas isso provavelmente também incluiria o reembolso de despesas no campo proporcional à participação de 37,5% da NT.

Números da Newco:

Newco						
US\$ milhões	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Receita Líquida	334	1.139	2.296	3.196	2.882	3.157
Ebitda ajustado	185	373	1.031	2.013	1.784	1.996
Margem Ebitda (%)	55,5%	32,7%	44,9%	63,0%	61,9%	63,2%
Resultado Líquido	77	95	368	1.031	866	990

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

Nossa visão: As ações da Newco estão sendo negociadas a 1,6x o múltiplo EV/EBITDA estimado para 2025, que está entre os valuations mais baratos em nossa cobertura, e implica um desconto de 30% em relação à média da América Latina. Em nosso preço-alvo de R\$ 45,00/ação, o múltiplo EV/EBITDA seria de 2,3x estimado para 2025, um desconto de aproximadamente 25% em relação a outros pares independentes da América Latina, devido à falta de seu sólido histórico de execução e refletindo os riscos relacionados à base de acionistas.



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

María Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani T. Reis

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade



Acompanhe nossas redes sociais



Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de fornecer informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora CTVM:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A. detentor do Bradesco BBI e da Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de Brisanet Participações S.A., CCR S.A., C&A MODAS S.A., SABESP, Tupy S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ambipar S.A., Assai S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., Cogna S.A., Copel S.A., DASA S.A., Ecorodovias concessões e Serviços S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., ENGIE Brasil Energia S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV Engenharia e Participações S.A., Oceanpact Serviços Marítimo S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Viveo S.A., VITRU Brasil Empreendimentos, Participações e Comércio S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ambipar S.A., Assai S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., Cogna S.A., Copel S.A., CPFL Energia S.A., CSN S.A., DASA S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., ENGIE Brasil Energia S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact Serviços Marítimo S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., TAESA S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Viveo S.A. e Yduqs S.A.

A Ágora CTVM recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).