

Petrobras: por que seguimos otimistas com a companhia?

29 de abril de 2024

Por **Daniel Cobucci, CNPI**





Petrobras

Atualização de preço dez/24: por que seguimos otimistas com a companhia?

A **Petrobras** é uma empresa complexa, frequentemente no centro das atenções, seja pelo impacto de suas políticas para o país, mas em especial pelo elevado potencial de retorno percebido por investidores, apesar da multiplicidade de perspectivas sobre a conciliação de seu papel como estatal e empresa listada em bolsa. Neste relatório, iremos aprofundar a análise da companhia, fazendo um mergulho em três temas centrais para compreendê-la: “**Financeiro, petróleo e dividendos**”, “**Operacional e investimentos**” e, por fim, “**Novas fronteiras exploratórias e interesses dos stakeholders**”. Em seguida, apresentamos as premissas que subsidiam nossa análise por fluxo de caixa descontado, que resultaram em uma revisão de nossas estimativas e o **novo preço-alvo de R\$ 47,00** para dez/2024, mantendo a **recomendação de Compra**.

A companhia realizou na última quinta-feira (25) uma assembleia geral ordinária, com eleição do novo conselho de administração e **deliberação sobre o pagamento de 50% dos dividendos complementares referentes ao exercício de 2023** (veja nossos comentários e projeções de dividendos na [página 4](#)). Em relação ao conselho de administração, a única mudança entre os indicados do governo foi a entrada de Rafael Dubeux no lugar de Sérgio Rezende. Dubeux possui mestrado e doutorado em Relações Internacionais pela Universidade de Brasília, com tese sobre a inovação em energia de baixo carbono, além de ser advogado da União desde 2005, sugerindo ser uma indicação com qualificações alinhadas com os propósitos da companhia. Já os acionistas minoritários reelegeram Marcelo Gasparino e José João Abdalla Filho. Também foram eleitos Jerônimo Antunes, indicado pelos acionistas detentores de ações preferenciais, e Francisco Petros, representante dos detentores de ações ordinárias, além da reeleição da representante dos funcionários, Rosângela Buzanelli. Antunes já foi conselheiro da Petrobras na década passada e assume a cadeira deixada por Marcelo Mesquita, que não pode mais se reeleger.

Ticker	PETR3	PETR4	Recomendação	Compra	
Variação 30 dias	17,2%	13,8%	Preço em 26-abr-2024	43,75	41,41
Variação 12 meses	90,9%	106,0%	Preço-alvo dez/2024	R\$ 47,0	R\$ 47,0
Variação em 2024	11,2%	9,6%	Potencial de Valorização	7,4%	13,5%
Mínimo 12 meses	20,14	17,52	Valor de mercado (R\$ bilhões)	565,8	
Máximo 12 meses	43,79	42,45			

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos



Financeiro, petróleo e dividendos

Financeiro. Os fortes resultados da indústria de petróleo e gás em 2022, impulsionados por guerras e conflitos geopolíticos, foram seguidos por uma queda anual nos lucros em 2023, com praticamente todas as grandes companhias do setor apresentando um decréscimo no lucro líquido entre 30% e 40% em relação a 2022, principalmente devido à queda nos preços de petróleo. **Ao longo dos últimos anos, a entrada em operação de várias novas plataformas, aliada às reduções nos custos de extração, vem resultando em forte geração de caixa operacional.** Assim, vimos em 2023 um EBITDA consolidado em R\$ 262,2 bilhões, redução de 23% ante 2022, devido à queda de 18,4% no preço do Brent e à redução de 3,3% no dólar médio de venda. O montante ficou 1,5% acima da estimativa do BB-BI e 2,4% abaixo do consenso de mercado, enquanto o lucro líquido anual fechou em R\$ 124,8 bilhões, -34% a/a, 2,7% abaixo de nossas estimativas e 2,4% menor do que o consenso de mercado. Para buscar isolar as variações de curto prazo entendemos pertinente analisar a **atratividade da companhia em função de seu preço dividido pelo fluxo de caixa anual**, conforme retratado no gráfico a seguir.

Preço da ação/Fluxo de caixa anual por ação (múltiplo)



Fonte: LSEG e BB-BI



Financeiro, petróleo e dividendos

Dividendos. A assembleia da semana passada (25) deliberou o pagamento de um total de R\$ 36,1 bilhões em dividendos, em duas parcelas de ~R\$ 1,45, totalizando ~R\$ 2,89 por ação (sendo ~R\$ 1,14 da aplicação da política de dividendos e ~R\$ 1,76 em dividendos extraordinários). Com isso, **a remuneração total ao acionista ficou em R\$ 94,4 bilhões em 2023, um payout de 75,4%**. No ano, a Petrobras entregou um retorno de dividendos de 23,4%, considerando a média das cotações de ambas ações em 2023, representando o segundo maior montante pago entre as seis maiores petroleiras globais, atrás apenas da Saudi Aramco.

Em nosso modelo, consideramos uma distribuição de 36,9% do lucro líquido 2024E, estimado em R\$ 114,9 bilhões, ponderando a fórmula atual de distribuição de 45% do fluxo de caixa livre (FCL). Isso deve resultar em uma **distribuição de R\$ 3,09 por ação para 2024 (yield de 7,4%) e R\$ 3,97 por ação para 2025 (yield de 6,7%)**. Essa é uma projeção conservadora, ou seja, o que entendemos como *payout* mínimo dadas as regras vigentes, e que tem chances de ser elevada pela distribuição de dividendos extraordinários. Os dividendos extraordinários devem seguir, junto com as recompras de ações, como ferramenta de remuneração complementar aos acionistas em momentos de petróleo mais elevado, graças aos esforços da companhia na redução de seu *lifting cost* e aumento de volumes, o que vem contribuindo para uma diluição dos custos fixos, e podem chegar a um valor adicional que deve variar entre 50% a 80% em relação a esse cenário base.

Lucro por ação (LPA, R\$) e Endividamento (dívida líquida/EBITDA, x)



Fonte: LSEG e BB-BI



Financeiro, petróleo e dividendos

Petróleo. A manutenção dos cortes na oferta promovidos pela OPEP+ ao longo do ano ajudou a sustentar os preços da commodity, apesar de uma demanda global inicialmente mais fraca do que o esperado e de uma elevação nos estoques globais. Nas últimas semanas, o mercado de petróleo tem mostrado sinais de recuperação mais consistente, com o **Brent tendo superado U\$90/barril, a maior cotação dos últimos seis meses.** Como já temos apontado em nossos relatórios setoriais, diversos fatores vêm apontando um risco de *upside* para a commodity, como a previsão de aumento na demanda pela IEA (Agência Internacional de Energia), que agora prevê um déficit de oferta neste ano.

Com o mercado mais apertado na relação oferta e demanda, vem pesando nas cotações a variação nos estoques de petróleo dos EUA, vide as recentes quedas nas cotações logo após uma sequência de alta nos estoques. Ainda assim, **a commodity se mantém acima dos US\$ 85/barril, com impactos também por conta dos riscos ligados a conflitos geopolíticos.**

No começo de abril, os ataques de drones ucranianos em refinarias russas conseguiram reduzir a capacidade de refino do país em cerca de 600 mil barris/dia, também impactando a oferta de derivados. Já o conflito no Oriente Médio segue adicionando um prêmio de risco nos preços de petróleo, tanto pelas limitações nas exportações da região (rotas mais longas para evitar ataques Houthi no Mar Vermelho), quanto pelo aumento nas tensões entre Israel e Irã, dado que após o ataque de Israel à embaixada iraniana na Síria, o Irã respondeu com uma sequência de ataques, quase integralmente defendido por Israel e seus aliados. Dada a troca de respostas limitadas tanto por Israel quanto pelo Irã, [especialistas apontam](#) que a troca de ataques representa um aumento das tensões, mas sem mudanças nos fluxos de petróleo, com o entendimento de que o escalamento da crise não é o cenário base, dado o não interesse em ambas partes em uma guerra mais ampla e direta.

Assim, entendemos que o nível de tensão segue elevado, deixando espaço para que os próximos movimentos sejam decisivos para que o conflito não se espalhe pela região, com possíveis impactos no mercado da commodity. Vale lembrar que, **além de o Irã ser o terceiro maior exportador de petróleo da Opep, o país tem o potencial de causar disrupções no transporte marítimo no estreito de Ormuz, por onde transita parcela expressiva do petróleo global.** Em suma, enquanto persistirem os conflitos em Gaza, principal motivação das ações realizadas pelo Irã e seus apoiados Hezbollah (no Líbano) e Houthi (no Iêmen), não há espaço para redução do prêmio de risco no petróleo, com chances de uma eventual escalada das tensões, caso o Irã seja mais diretamente envolvido, cenário que poderia levar o petróleo para patamares acima dos três dígitos.

Diante de tal quadro, vemos um **maior fortalecimento da OPEP+, cujos cortes na produção agora encontram ainda mais força em um eventual cenário de aumento na demanda.** Como contraponto, vale lembrar que alguns membros do cartel, como os Emirados Árabes Unidos, têm intenções de aumentar sua capacidade produtiva, enquanto outros como Iraque e Cazaquistão mal conseguem implementar os cortes que prometeram, sugerindo que a manutenção dos cortes para o segundo semestre é provável, mas não está garantida.

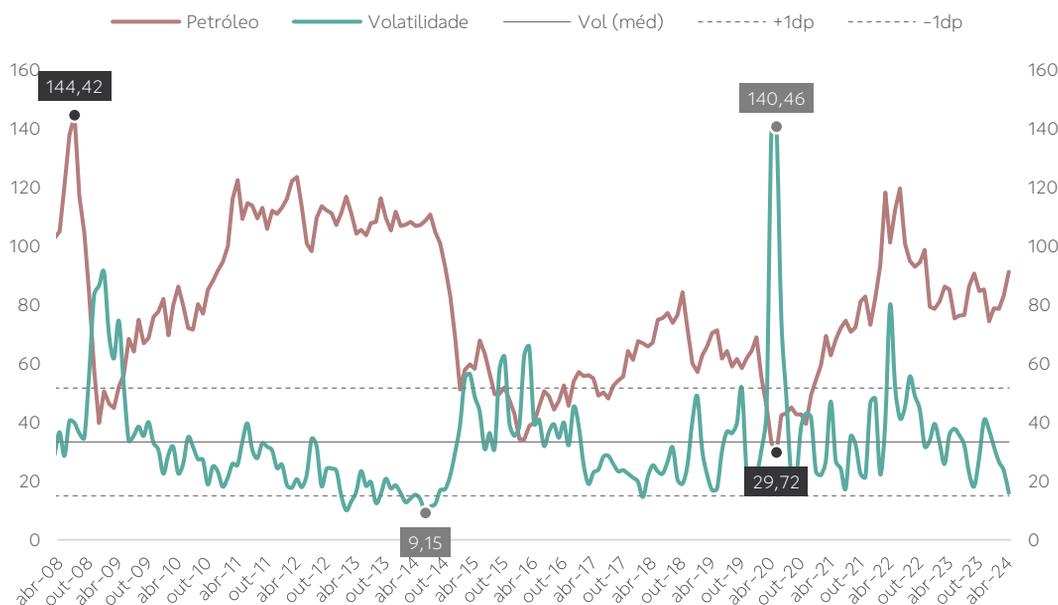


Financeiro, petróleo e dividendos

A recente elevação nos preços do petróleo já levou os Estados Unidos a [interromper suas compras](#) para reposição de reserva estratégica (SPR), e sugere que pode haver maior cautela na aplicação de sanções à Venezuela e maior pressão sobre a OPEP+ para elevação da produção. Os estoques do país norte-americano se recuperaram para 363 milhões de barris, após terem atingido o menor patamar em 40 anos, em 180 milhões de barris, logo após a invasão da Ucrânia pela Rússia, comparado a um estoque de 600 milhões de barris no início de 2022.

Além de todo esse complexo quadro geopolítico, **pesam também sobre os preços o quadro de menor demanda, notadamente na China**, com uma preocupante combinação de deflação e problemas no mercado imobiliário que ameaçam o consumo de petróleo. Assim, ponderando os fatores de risco, oferta e demanda, estabelecemos uma **projeção de preços de petróleo em US\$ 82,20 para 2024**, US\$ 76,80 para 2025 e US\$ 77,40 para 2026, com um Brent de longo prazo em US\$ 61,17/barril.

Petróleo (US\$/barril) e volatilidade



Fonte: LSEG e BB Investimentos

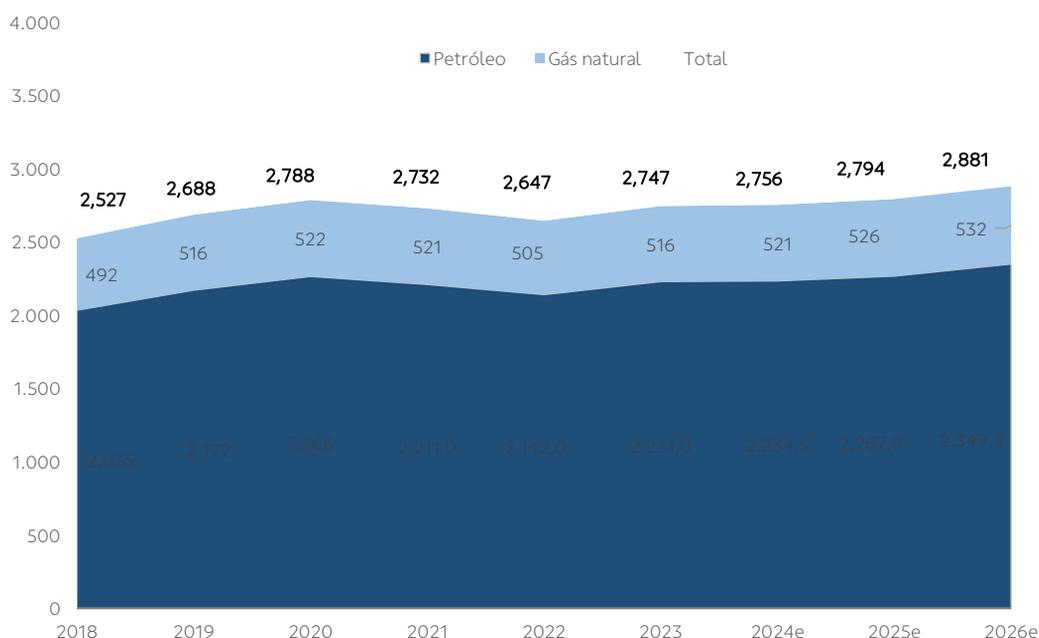


Operacional e investimentos

Operacional. A produção total de óleo e gás natural em 2023 atingiu 2,782 MMboed, +3,7% ante 2022. O principal driver do crescimento foi a entrada em operação de novas plataformas, como os FPSOs Almirante Barroso, Anna Nery e Anita Garibaldi, mas também colaborou o atingimento do topo de produção de unidades em operação, como a P-71 e o FPSO Guanabara. **Outros records anuais foram a produção total operada (de 3,87 MMboed) e a produção própria no pré-sal (de 2,17 MMboed).** A produção no pré-sal fechou 2023 em 10,2% superior à de 2022, enquanto a região do pós-sal teve uma queda de 12% a/a, devido às perdas com paradas e manutenções, além do declínio natural da produção. **Nossa projeção é de uma elevação da produção dos atuais 2,2 MMboed para 3,2 MMboed em 2028,** principalmente devido à entrada em operação de novas plataformas nos campos de Búzios e Mero.

Capex (investimentos). O plano de negócios para o período 2024–2028 está alinhado com outras petroleiras globais, que vêm aumentando o volume de capex destinado à diversificação da atuação, com mais projetos ligados a segmentos de baixa pegada de carbono. No caso da Petrobras, tais investimentos estão limitados a 11%, o que entendemos como positivo, já que garante que o **investimento principal seguirá sendo o core business, a exploração no pré-sal,** que tem condições excepcionais de baixo custo de extração e crescimento de volumes com a agenda de novas plataformas previstas. No gráfico a seguir, o histórico de produção e nossas projeções para os próximos anos.

Produção de petróleo e gás (milhões de barris/dia)



Fonte: Petrobras e BB Investimentos



Operacional e investimentos

O plano de negócios 2024-28 prevê investimentos de US\$ 102 bilhões (+31% em relação ao plano 2023-27), com a maior parte (US\$ 91 bilhões) em projetos já em implantação, sendo que **US\$ 73 bilhões desse montante (80%) são destinados ao segmento de exploração e produção (E&P)**. Tal distribuição está alinhada com a perspectiva de manter uma agenda robusta de entrada de novas plataformas, principalmente a partir de 2026, respondendo pelo aumento da produção total para 3,2 milhões de boe/dia em 2028. O restante do capex (US\$ 11 bilhões) faz parte da carteira em avaliação, dividida entre refino (US\$ 5 bilhões) e gás & energias de baixo carbono (US\$ 6 bilhões).

Um dos pontos mais discutidos em relação ao plano estratégico é o volume e destino dos recursos voltados à transição energética. O motivo é que tais projetos atualmente possuem retornos incertos, tendendo a ser mais baixos do que a média do portfólio da companhia, e existe o receio de que parte deles possa ser até mesmo menor do que o custo de capital da companhia, dadas as diversas dificuldades que o setor tem em desenvolver novas tecnologias energéticas com custos razoáveis, vide exemplos recentes que a indústria global enfrenta com [eólicas offshore](#) e [hidrogênio verde](#), para citar dois exemplos relevantes.

No entanto, em nossa opinião, **a companhia está correta em perseguir os objetivos de descarbonização e novas matrizes energéticas**, pois apesar das dificuldades, tais segmentos devem crescer em relevância e ter custos mais compatíveis, à medida em que novas tecnologias são desenvolvidas, o que deve servir tanto para diversificar receitas, quanto para atender demandas de um mercado hoje em desenvolvimento. Também vale notar que o plano traz um percentual crescente de investimentos no segmento de renováveis e baixo carbono, começando em 6% em 2024, e chegando a 16% em 2028, para assim chegar à média prevista de 11% do capex para os próximos cinco anos. **O cenário ideal é que a Petrobras consiga executar tais investimentos através de parcerias, para minimizar riscos e ter uma escala relevante.**

Em refino, vale destacar que o capex total (US\$ 17 bilhões) deve se traduzir em um aumento na capacidade de processamento nas refinarias em 225 mil barris/dia, com **aumento da produção de diesel S-10 em mais de 290 mil bpd até 2029, aprimorando o que atualmente é um dos gargalos para o suprimento doméstico, abastecido por importações**. Tal incremento é suportado pela entrada de projetos como o Trem 2 da RNEST, além da melhoria/manutenção das unidades atuais e implantação de novas unidades de produção de diesel (HDT) na REVAP, REGAP, REPLAN, RNEST e GASLUB. Vale notar que o capex de biorefino (US\$ 1,5 bilhão) está alocado no segmento de baixo carbono, e também ficar mais relevante nos próximos anos.



Operacional e investimentos

Por fim, em gás & energia vemos um capex de US\$ 3 bilhões, com destaque para a entrada em operação do Rota 3 em 2024, além do gasoduto do Projeto Raia (BM-C-33) em 2028 e o gasoduto do projeto SEAP (Sergipe Águas Profundas), conjunto que deve responder por **significativo aumento de capacidade na oferta de gás natural**. A projeção é de existência de 3 bilhões de barris de óleo equivalente (boe) nas águas profundas de Sergipe, e o investimento estimado no projeto é de aproximadamente US\$ 2,5 bilhões.

Porém, como observado na recente [licitação do FPSO Barracuda-Caatinga](#), a tendência é de um **aumento no custo total do projeto**, diante de condições desfavoráveis no mercado internacional, com maiores dificuldades para obtenção de financiamento e escassez de oferta, o que já provocou o adiamento da licitação (de fevereiro para junho deste ano), e cujas discussões atualmente sinalizam [uma solução envolvendo o BNDES e o fundo da marinha mercante \(FMM\)](#) para financiar o vencedor da licitação, uma alternativa que nos parece mais vantajosa para a companhia, que chegou a cogitar a construção das plataformas caso não fosse possível o afretamento. Vale destacar este trecho que aponta as razões para encontrar uma solução: *“A dificuldade de financiar o afretamento de plataformas tem sido a principal dificuldade encontrada pela Petrobras para levar adiante suas licitações. Os investimentos estão altos, por conta da inflação de equipamentos e serviços, e falta banco disposto a colocar dinheiro em projetos de petróleo, num cenário de aquecimento climático e transição energética.”* É dentro deste contexto que passamos ao próximo tópico, “Novas fronteiras exploratórias e os interesses dos stakeholders”.

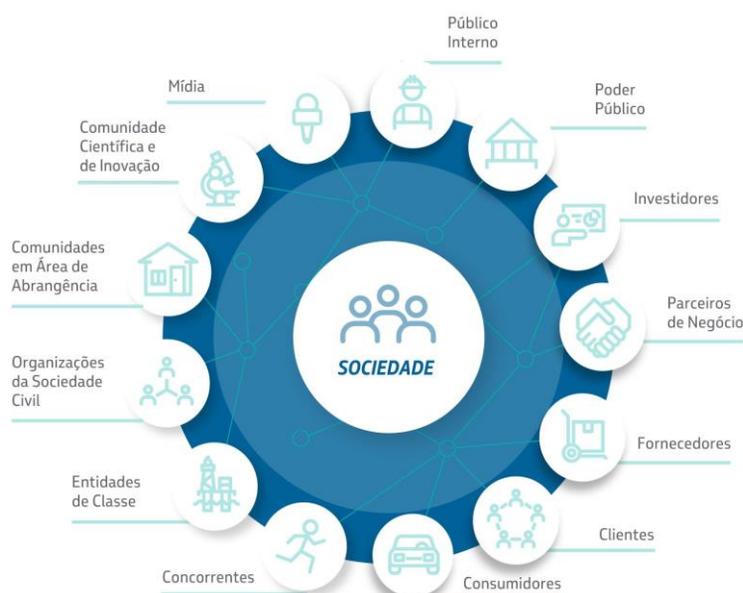


Novas fronteiras exploratórias e os interesses dos stakeholders

Como discutimos ao longo deste relatório, a indústria global de petróleo e gás enfrenta uma complexa interação de fatores geopolíticos, econômicos e ambientais, desafiando empresas como a Petrobras a **equilibrar demandas de curto e longo prazo de seus diversos stakeholders** (partes interessadas). O acionista controlador tem o papel de conciliar a busca por retornos financeiros adequados com premissas de maior perenidade e crescimento sustentável, enquanto acionistas minoritários tendem a ser mais orientados para retornos mais elevados no curto prazo. Outros stakeholders da companhia, como consumidores e a sociedade em geral, possuem demandas que podem se aproximar ou divergir desses interesses, como preços acessíveis dos produtos e soluções energéticas mais sustentáveis, evidenciando a necessidade de equilíbrio entre interesses diversos para a Petrobras manter sua competitividade e perenidade.

Dentro desse contexto, é importante olhar para além dos desafios imediatos de entrega de resultados, dado que as empresas do setor já se encontram tomando decisões de longo prazo que moldarão o futuro do setor. A **Agência Internacional de Energia (IEA) prevê um pico de demanda de petróleo para 2030**, o que tende a impactar a relação de oferta/demanda dos projetos energéticos em favor de fontes alternativas com menor pegada de carbono.

Stakeholders da Petrobras



Fonte: Petrobras



Novas fronteiras exploratórias e os interesses dos stakeholders

Para a Petrobras, tal caminho pode ser uma oportunidade, caso a companhia diversifique suas receitas e adeque seu portfólio a um futuro não muito distante, especialmente se considerada a previsão de declínio natural de seus atuais campos no pré-sal (a partir de 2030), e a falta de confirmação de novas reservas relevantes até o momento. Vale apontar que, **embora haja fortes expectativas na margem equatorial, existem preocupações importantes em relação à confirmação de fato das reservas, bem como ao impacto ambiental dessas potenciais descobertas.**

Embora o setor como um todo esteja intensificando seus investimentos em energias renováveis (notadamente as *majors* europeias), é certo que tal transição possui riscos relevantes, o que já tem causado pressão nas cotações das empresas listadas, principalmente devido às dificuldades de implantação e aos baixos retornos nesse tipo de investimento. Aqui, cabem duas considerações: (i) **quando o pré-sal foi descoberto, em 2006, houve forte questionamento sobre a viabilidade da extração, dada a profundidade dos campos e os custos inicialmente elevados, algo que levou diversos anos e muita pesquisa para se chegar ao patamar atual;** (ii) até o momento, a Petrobras possui uma abordagem gradual na alocação de recursos para os segmentos de energia renovável, representando 11% de seu capex (investimentos) para o período de 2024-28. Tal montante, previsto no plano de negócios, pode ser considerado pouco expressivo para *stakeholders* mais interessados nos impactos ambientais, mas ao mesmo tempo tem gerado preocupação nos acionistas minoritários acostumados aos elevados retorno do pré-sal.

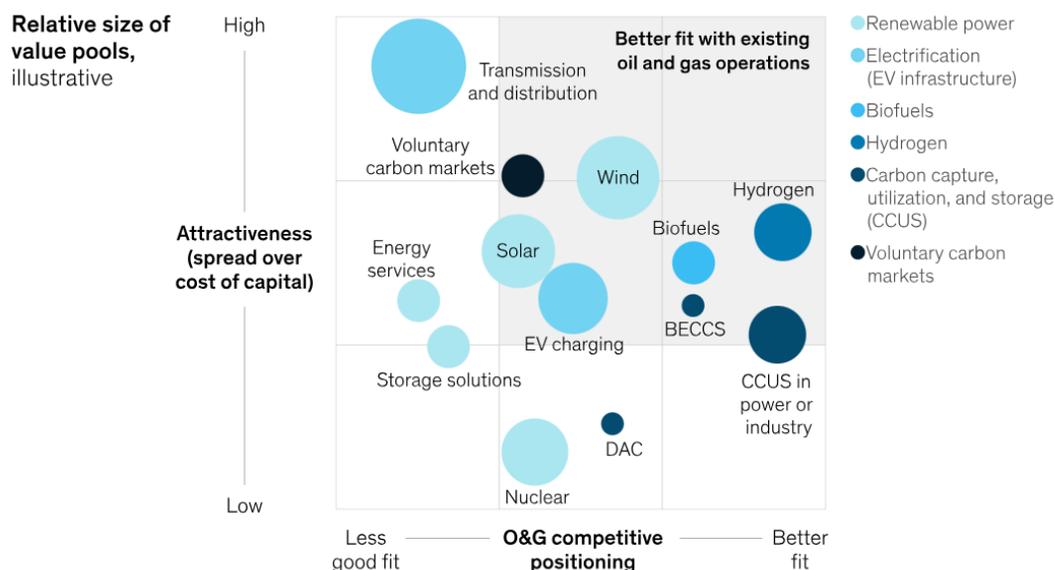
Entretanto, **diante das previsões de declínio na produção do pré-sal e na demanda por produtos de origem fóssil a partir de 2030, se não houver uma estratégia de desenvolvimentos futuros que considere um cenário de transição energética, a companhia pode, nessa balança de interesses de *stakeholders*, ser direcionada a um rumo que reduza sua relevância na composição energética nacional, o que seria um prejuízo a todos os *stakeholders*.** Daí a importância de uma Petrobras que tenha sim um retorno adequado aos investidores, mas sem deixar de integrar efetivamente as considerações ambientais, sociais e de governança em suas operações, para garantir sua relevância e sucesso a longo prazo.

De fato, o assunto transição energética envolve prazos mais longos, e não deve crescer em relevância de imediato, tanto pelas indefinições tecnológicas e dúvidas sobre retorno financeiro dos projetos, quanto pela falta de marco regulatório (caso mais evidente do [hidrogênio](#), mas também das [eólicas offshore](#)). Por esse motivo, tais segmentos ainda não estão precificados em nossa avaliação da Petrobras. Para enriquecer a análise sobre tais segmentos, sugerimos a leitura de material da consultoria McKinsey, em [relatório que analisa](#) os rumos do setor de O&G, apontando a necessidade de forte crescimento em diversos dos mercados com atuação futura planejada pela Petrobras, comparando a demanda em 2019 versus projeções para 2030: 8x instalações de energia solar; 5x energia eólica; 9x veículos elétricos; 3x bioenergia; 15x no mercado voluntário de carbono; e 50x de necessidade de crescimento em CCUS (armazenamento de carbono). No entanto, alguns desses setores possuem retornos (ROIC) menores, além de menores sinergias com o setor de O&G, conforme gráfico da próxima página.



Novas fronteiras exploratórias e os interesses dos stakeholders

Atratividade e competitividade de setores de energias renováveis para empresas de O&G



Assim, com prazos mais longos para que as renováveis cresçam em relevância, a Petrobras deve seguir contando com a reposição de suas reservas para atender à previsão de continuidade na demanda por petróleo, já que, mesmo em cenários mais ambiciosos de net zero (como o NZE da Agência Internacional de Energia, IEA), existe previsão de demanda crescente por petróleo e derivados pelo menos até 2050. De acordo com a EPE (Empresa de Pesquisa Energética), em [apresentação realizada pelo Ministério de Minas e Energia na semana passada](#), o impacto para o Brasil em caso de não reposição de reservas é expressivo, já que ocorreria declínio na arrecadação de participações governamentais (royalties e participações especiais) a partir de 2032, de aproximadamente R\$ 2,91 trilhões entre 2032 e 2055. Além disso, haveria também impacto na balança comercial, já que o petróleo tem a segunda maior participação nas exportações, e uma eventual diminuição na produção levaria ao aumento das importações para abastecimento do parque de refino nacional.

No entanto, a principal discussão sobre novas fronteiras envolve uma região [cercada de controvérsias](#), que é a [Margem Equatorial](#). Apesar de promissora, a região possui elevada sensibilidade ambiental e teve [a licença para perfuração negada pelo Ibama](#), por motivos como a falta de estudo do tipo AAAS e a resposta de que a Petrobras partiu [de premissas equivocadas em seus estudos](#), como a de que não existe a possibilidade de chegada de óleo à costa brasileira.

Fonte: Mckisey



Novas fronteiras exploratórias e os interesses dos stakeholders

A Petrobras divulgou uma detalhada resposta sobre o tema, que merece [leitura na íntegra](#), argumentando que **os resultados de estudos mostraram que correntes marítimas seguiram direção em sentido contrário à costa brasileira**, além de os blocos em questão estarem distantes da costa, em águas profundas e ultraprofundas, além de ter um **histórico de mais de 70 anos de pesquisa e operações realizadas de forma sustentável e sem danos ao meio ambiente**.

Entretanto, o **histórico de impactos ambientais** relacionados à atividade do setor é relevante, [no exterior](#) e também no Brasil, como mostra esse [caso de pescadores quilombolas prejudicados após exploração de petróleo](#). Existe também mobilização da sociedade civil para tentar frear as atividades, como aponta [documento assinado por 80 organizações](#) pedindo que o Executivo não emita a licença de extração de petróleo e gás na foz do Amazonas, enquanto estudos ambientais mais detalhados não forem realizados.

Assim, apesar da relevância e perspectivas da região, e da necessidade da companhia em repor suas reservas para evitar um declínio da produção a partir de 2030, existem dúvidas consideráveis sobre como cada *stakeholder* da companhia reage frente a esses desafios e ao cenário de persistência da demanda, conforme mencionado nos estudos da EPE. Como alternativa de nova fronteira, fora da Margem Equatorial, a Petrobras considera como prioridades a Bacia de Pelotas e a internacionalização, na Costa Oeste Africana e na América Latina.

A ANP tem disponíveis 188 áreas para oferecer ao mercado, mas apenas 13 são de elevado potencial – 8 na Bacia de Campos e 5 na Bacia de Santos. A maioria, 151, é de nova fronteira, ou seja, há pouco conhecimento geológico, dado que foram poucos poços perfurados nessas áreas, com onde nunca houve descoberta e acesso limitado à infraestrutura e tecnologia. De acordo com o Inep, em [matéria que trata de alternativas para a Margem Equatorial](#), **a baixa perspectiva de crescimento das reservas está relacionada à retração dos investimentos na exploração**, aponta o coordenador-geral do instituto, Mahatma Ramos: *“Não há como única alternativa a Margem Equatorial, uma região de alta sensibilidade ambiental. Falta atividade exploratória, por exemplo, em porções das bacias de Sergipe-Alagoas”*.

De acordo com a EPE, embora não tenham sido realizadas descobertas na Bacia de Pelotas, estudos de integração sísmica, estratigráfica e estrutural apontam para a existência de oportunidades no sul das águas ultraprofundas da região. Já em relação à exploração na costa africana, os conhecimentos prévios da região também apontam perspectivas promissoras, de acordo com o diretor de Exploração e Produção da Petrobras, Joelson Mendes. A companhia também avalia a exploração de gás na Colômbia, em parceria com a Ecopetrol.

Em suma, faz parte do negócio da companhia a constante avaliação dos riscos e oportunidades que irão permitir a perenidade dos negócios através das reposições de reservas. Conforme elaborado ao longo do texto, **a companhia nos parece estar seguindo um rumo adequado a seus propósitos, a despeito da natural divergência entre stakeholders em relação a alguns dos planos e rotas pretendidos**. A seguir, nossa avaliação econômica financeira da companhia e principais premissas do modelo.

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos



Petrobras

Valuation

Revisamos nossas estimativas para a Petrobras e introduzimos nosso **novo preço-alvo para 2024 de R\$ 47,00** para ambas PETR4 e PETR3. Nossa avaliação deriva de um método de Fluxo de Caixa Descontado (DCF) de dez anos, assumindo um WACC em 12,9% e um crescimento na perpetuidade (g) de 2,0%.

Nossa **tese de investimento** se baseia em: (i) perspectivas de aumento da produção com a entrada de novos sistemas nos próximos anos; (ii) baixos custos de extração (*lifting cost*), principalmente nos campos do pré-sal; e (iii) boas perspectivas de geração de caixa e distribuição de dividendos. Colabora para tal visão mais otimista nosso entendimento de que atual plano estratégico mantém as principais premissas que trazem previsibilidade para os investidores minoritários, como caixa de referência em US\$ 8 bilhões, endividamento abaixo de US\$ 65 bilhões e manutenção da política de dividendos (45% do fluxo de caixa livre).

Os **riscos** de nossa tese de investimento incluem, entre outros: (i) volatilidade nos preços do petróleo; (ii) mudanças na política de preços da empresa; (iii) risco de execução de projetos em andamento e futuros; (iv) resultado desfavorável de discussões judiciais, inclusive tributárias e trabalhistas; e (v) volatilidade cambial.

Investidores devem seguir acompanhando, além dos temas operacionais, questões relacionadas à governança (como em qualquer empresa estatal), o que inclui interesses divergentes entre acionista controlador e minoritários, notadamente nas decisões de alocação de capital. Isso porque, **apesar de entendermos o investimento em energias renováveis como imprescindível para uma empresa de tal porte nesse setor, tal processo, se realizado em uma escala ou velocidade incompatíveis com a realidade do mercado, pode resultar em investimentos com menores retornos por prazos extensos, destruindo valor para a companhia.** Esse não é o cenário base atual, como frisamos acima, dado **que a companhia tem alocado um percentual crescente nesse setor, mas sem tirar o foco do pré-sal**, que devido à sua escala e custos reduzidos, deve seguir garantindo uma boa geração de caixa operacional. Portanto, entre os principais riscos estão uma eventual elevação do capex em renováveis acima do esperado, assim como mudanças nas políticas comercial e de dividendos, além de eventuais M&As (fusões e aquisições) com baixa sinergia, elementos que podem ser catalizadores para eventual mudança em nossas recomendações.

Assim, conforme discutido ao longo do relatório, apesar da existência de riscos inerentes ao negócio, bem com as usuais cautelas de governança em relação a empresas estatais, entendemos que a relação risco x *upside* potencial segue favorável, motivo pelo qual seguimos otimistas com o papel.



Petrobras

Destaques das estimativas e projeções

Estimativas	
Valor para a Firma (R\$ milhões)	844.610
Dívida Líquida (R\$ milhões)	227.799
Valor para o acionista (R\$ milhões)	616.811
Ações (# mil)	13.044
Preço alvo PETR3 (dez/24)	47,00
Preço alvo PETR4 (dez/24)	47,00

Premissas para o valuation	
Beta	1,20
D/(D+E)	40,0%
WACC	12,9%
Taxa livre de risco	5,9%
Prêmio de risco	5,2%
Crescimento na perpetuidade	2,0%

Fonte: Petrobras e BB Investimentos



Petrobras

Destques Financeiros

R\$ milhões	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Receita Líquida	641.256	511.994	473.045	452.487	474.996
EBIT	292.964	190.822	144.705	128.420	136.598
EBITDA	361.249	266.271	222.269	211.039	225.787
Dívida Bruta	280.703	303.062	317.273	323.914	329.509
Divida Líquida	224.510	227.799	188.589	143.561	90.001
Margem Bruta	52,1%	52,7%	42,1%	40,0%	40,4%
Margem EBITDA	56,3%	52,0%	47,0%	46,6%	47,5%
Margem Líquida	29,5%	24,4%	24,3%	23,7%	25,0%
ROE (%)	50,1%	33,5%	27,7%	22,2%	21,7%
EV/EBITDA	2,1	2,9	3,5	3,7	3,4

DRE Sintético

R\$ milhões	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Receita Líquida	641.256	511.994	473.045	452.487	474.996
Custos	-307.156	-242.061	-273.924	-271.340	-283.147
Lucro Bruto	334.100	269.933	199.121	181.147	191.848
Despesas	-41.136	-79.111	-54.415	-52.727	-55.250
EBIT	292.964	190.822	144.705	128.420	136.598
(+/-) Resultado Financeiro	-19.257	-11.861	10.638	14.687	20.313
EBT	274.998	177.481	154.251	142.114	155.860
Lucro Líquido	189.005	125.166	114.939	107.226	118.750

Fonte: Petrobras e BB Investimentos



Petrobras

Múltiplos

R\$ milhões	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EV / EBITDA	2,1	2,9	3,5	3,7	3,4
LPA (R\$)	14,49	9,60	8,81	8,22	9,10
P/L	2,9	4,4	4,8	5,1	4,6
P/VPA	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9

Análise de sensibilidade

	Preço-alvo 24E (R\$)				
	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%	13,9%
1,0%	51,0	47,6	44,5	41,7	39,0
1,5%	52,6	49,0	45,7	42,7	40,0
2,0%	54,2	50,4	47,0	43,8	41,0
2,5%	56,1	52,1	48,4	45,1	42,1
3,0%	58,2	53,8	50,0	46,4	43,3

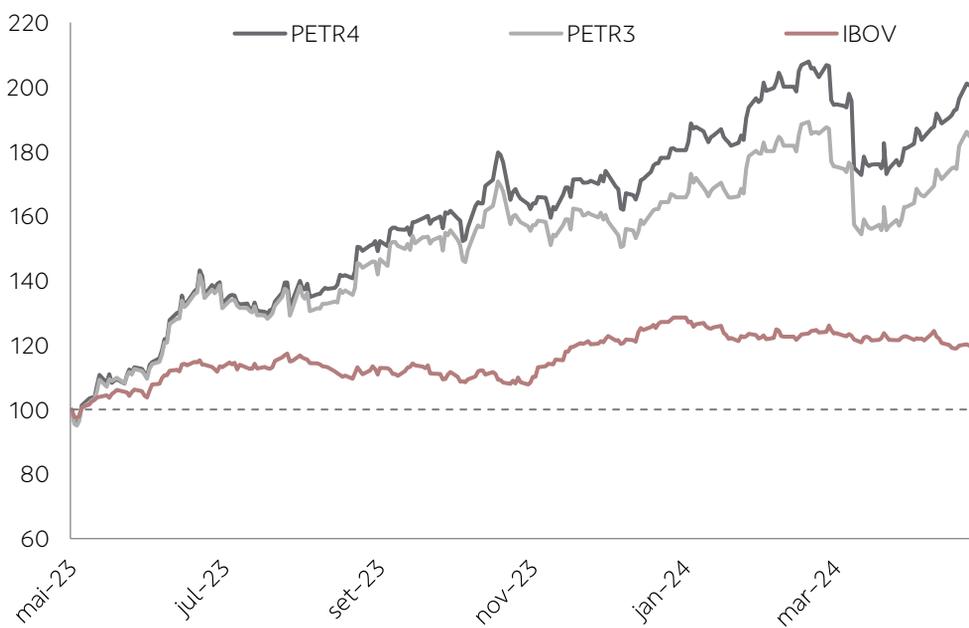
	EV/EBITDA 24E (x)				
	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%	13,9%
1,0%	4,2x	4,0x	3,8x	3,6x	3,5x
1,5%	4,3x	4,1x	3,9x	3,7x	3,5x
2,0%	4,4x	4,2x	4,0x	3,8x	3,6x
2,5%	4,5x	4,3x	4,1x	3,9x	3,7x
3,0%	4,7x	4,4x	4,2x	3,9x	3,7x

Fonte: Petrobras e BB Investimentos



Petrobras

PETR3, PETR4 vs IBOV



Fonte: Bloomberg e BB Investimentos



Siga os conteúdos do **BB Investimentos** nas redes sociais.

Clique em cada ícone para acessar. 



Playlist
BB | Economia e Mercado



Canal Podcast
BB | Empreendedorismo e Negócios



investalk.bb.com.br



LinkedIn
BB Banco de Investimento S.A.





Disclaimer

Informações Relevantes

Este é um relatório público e foi produzido pelo BB-Banco de Investimento S.A. ("BB-BI"). As informações e opiniões aqui contidas foram consolidadas ou elaboradas com base em informações obtidas de fontes, em princípio, fidedignas e de boa-fé. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não sejam incertas ou equivocadas, no momento de sua publicação, o BB-BI não garante que tais dados sejam totalmente isentos de distorções e não se compromete com a veracidade dessas informações. Todas as opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e derivam do julgamento de nossos analistas de valores mobiliários ("analistas"), podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio, em função de mudanças que possam afetar as projeções da empresa, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança. Quaisquer divergências de dados neste relatório podem ser resultado de diferentes formas de cálculo e/ou ajustes.

Este material tem por finalidade apenas informar e servir como instrumento que auxilie a tomada de decisão de investimento. Não é, e não deve ser interpretado como material promocional, recomendação, oferta ou solicitação de oferta para comprar ou vender quaisquer títulos e valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. É recomendada a leitura dos prospectos, regulamentos, editais e demais documentos descritivos dos ativos antes de investir, com especial atenção ao detalhamento do risco do investimento. Investimentos nos mercados financeiros e de capitais estão sujeitos a riscos de perda superior ao capital investido. A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. O BB-BI não garante o lucro e não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas nesse material. É vedada a reprodução, distribuição ou publicação deste material, integral ou parcialmente, para qualquer finalidade.

Nos termos do art. 22 da Resolução CVM 20/2021, o BB-Banco de Investimento S.A declara que:

1 – A instituição pode ser remunerada por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s); o Conglomerado Banco do Brasil S.A ("Grupo") pode ser remunerado por serviços prestados ou possuir relações comerciais com a(s) empresa(s) analisada(s) neste relatório, ou com pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que atue representando o mesmo interesse dessa(s) empresa(s).

2 – A instituição pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar ou intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado; o Conglomerado Banco do Brasil S.A pode possuir participação acionária direta ou indireta, igual ou superior a 1% do capital social da(s) empresa(s) analisada(s), e poderá adquirir, alienar e intermediar valores mobiliários da(s) empresa(s) no mercado.

3 – O Banco do Brasil S.A. detém indiretamente 5% ou mais, por meio de suas subsidiárias, de participação acionária no capital da Cielo S.A, companhia brasileira listada na bolsa de valores e que pode deter, direta ou indiretamente, participações societárias em outras companhias listadas cobertas pelo BB-Banco de Investimento S.A.



Disclaimer

Informações Relevantes: **analistas de valores mobiliários.**

Declarações dos Analistas

O(s) analista(s) envolvido(s) na elaboração deste relatório declara(m) que:

1 – As recomendações contidas neste relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaboradas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao BB-Banco de Investimento S.A e demais empresas do Grupo.

2 – Sua remuneração é integralmente vinculada às políticas salariais do Banco do Brasil S.A. e não recebem remuneração adicional por serviços prestados para a(s) companhia(s) emissora(s) objeto do relatório de análise ou pessoas a ela(s) ligadas.

O(s) analista(s) declara(m), ainda, em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório:

Analistas	Itens					
	1	2	3	4	5	6
Daniel Cobucci	X	X	-	-	-	-

3 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, detêm, direta ou indiretamente, em nome próprio ou de terceiros, ações e/ou outros valores mobiliários de emissão da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

4 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, possuem, direta ou indiretamente, qualquer interesse financeiro em relação à(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

5 – O(s) analista(s) tem vínculo com pessoa natural que trabalha para a(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

6 – O(s) analista(s), seus cônjuges ou companheiros, estão, direta ou indiretamente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de valores mobiliários da(s) companhia(s) emissora(s) dos valores mobiliários analisada(s) neste relatório.

RATING

“RATING” é uma opinião sobre os fundamentos econômico-financeiros e diversos riscos a que uma empresa, instituição financeira ou captação de recursos de terceiros, possa estar sujeita dentro de um contexto específico, que pode ser modificada conforme estes riscos se alterem. “O investidor não deve considerar em hipótese alguma o “RATING” como recomendação de Investimento.



Disclaimer

Mercado de Capitais | Equipe Research

Diretor Presidente BB-BI

Geraldo Morete Júnior
morete@bb.com.br

Diretor Executivo BB-BI

Kleuvânio Dias
kleuvanio@bb.com.br

Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna
victor.penna@bb.com.br
Wesley Bernabé, CFA
wesley.bernabe@bb.com.br

Renda Variável

Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Bancos

Rafael Reis
rafael.reis@bb.com.br

Imobiliário

Felipe Mesquita
felipemesquita@bb.com.br

Óleo e Gás

Daniel Cobucci
cobucci@bb.com.br

Serviços Financ. e Saúde

William Bertan
williambertan@bb.com.br

Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva
mary.silva@bb.com.br

Transporte e Logística

Luan Calimério, CFA
luan.calimerio@bb.com.br

Utilities

Rafael Dias
rafaeldias@bb.com.br

Varejo e Shoppings

Georgja Jorge
georgiadaj@bb.com.br

Fundos Imobiliários

André Oliveira
andre.oliveira@bb.com.br

Renda Fixa

Viviane Silva
viviane.silva@bb.com.br
Melina Constantino
mconstantino@bb.com.br
Fernando Cunha
fernandocunha@bb.com.br