

# Petrobras: Revisão de Preço

02 de junho de 2023

Por **Daniel Cobucci, CNPI**





# Petrobras

## Atualizando estimativas e introduzindo o novo preço-alvo 2023e de R\$ 36,00

Revisamos nossas estimativas para a Petrobras e introduzimos nosso **preço-alvo para 2023 em R\$ 36,00** (antes R\$ 43,00), **mantendo a recomendação de compra**. Esperamos que as condições operacionais, com *ramp up* de novas plataformas e baixos custos de extração, aliada às boas condições financeiras (baixa alavancagem e forte geração de caixa) sigam como suportes para manutenção do bom desempenho da companhia ao longo dos próximos anos, considerando a dinâmica do mercado de petróleo.

A Petrobras tem desafios de curto prazo, como a revisão de seu plano estratégico e a expectativa de mudanças na política de dividendos, e outros de longo prazo, como a reposição de reservas (incluindo a possível exploração da margem equatorial que ganhou evidência nas últimas semanas) e investimentos em transição energética.

A companhia emitiu comunicado ontem (01) apontando alguns dos fundamentos que devem fazer parte do próximo plano estratégico (2024/2028), com a principal mudança sendo a alteração do percentual de investimentos em capex de baixo carbono, saindo de 6% no plano atual para uma faixa entre 6% e 15%. Dado que o montante em questão deve incluir energias renováveis, mas também trata de descarbonização do óleo e do refino, entendemos o anúncio como positivo, na medida em que deixa claro o tamanho máximo que os investimentos em renováveis podem atingir, utilizando apenas a geração de caixa, sem aumento do patamar de endividamento.

Ticker	PETR3	PETR4	Recomendação	Compra	
Variação 30 dias	9,5%	10,2%	Preço em 01-jun-2023	29,21	26,12
Variação 12 meses	-12,1%	-13,0%	<b>Preço-alvo dez/2023</b>	<b>R\$ 36,0</b>	<b>R\$ 36,0</b>
Variação em 2023	11,6%	14,0%	<b>Potencial de Valorização</b>	<b>23,2%</b>	<b>37,8%</b>
Mínimo 12 meses	23,61	20,77	Valor de mercado (R\$ bilhões)	378,4	
Máximo 12 meses	42,08	38,39			

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos



# Petrobras

Nosso entendimento é que o rumo do novo plano, como mencionamos em outras oportunidades, está alinhado com outras petroleiras globais, que vêm aumentando sua diversificação com a entrada em segmentos de baixa pegada de carbono. O detalhamento dos projetos deve ser apresentado no quarto trimestre, em novembro/2023. Nas próximas páginas discutimos alguns dos tópicos mais relevantes para a companhia, além de apresentar nossas novas estimativas financeiras para os próximos anos e perspectivas para os preços de petróleo.

Nossa **tese de investimento** para a companhia se baseia em: (i) perspectivas de aumento da produção com a entrada de novos sistemas nos próximos anos; (ii) breakeven (ponto de equilíbrio) de US\$ 25/boe no portfólio consolidado e de US\$ 21/boe nos campos do pré-sal; (iii) na consistente redução nos custos de extração (lifting cost), principalmente nos campos do pré-sal; e (iv) nas boas perspectivas de geração de caixa.

Revisamos nossas estimativas para a Petrobras e introduzimos nosso novo preço-alvo para 2023 de R\$ 36,00 para ambas PETR4 e PETR3. Nossa avaliação deriva de um método de Fluxo de Caixa Descontado (DCF) de dez anos, assumindo um WACC em 13,2% e um crescimento na perpetuidade (g) de 2,0%.

Os múltiplos da companhia seguem descontados, com **o EV/EBITDA 2023e em 2,3x, ante pares negociados a 3,7x, um desconto relativo de 39%** que ajuda a sustentar a manutenção da recomendação de compra. O preço/lucro está em 3,4x, 50% menor do que a média dos pares, negociados a 6,8x. Entendemos que tal desconto reflete a percepção de riscos, como a recessão global (que poderia levar a uma redução nos preços de commodities), mudanças na política de investimentos (com eventual elevação desproporcional em projetos com retornos mais baixos), além de receio dos investidores relacionados à manutenção de alguns dos pilares que hoje garantem condições de elevada rentabilidade, como novas alterações na política de preços ou mesmo mudanças tributárias ou dos royalties vigentes.

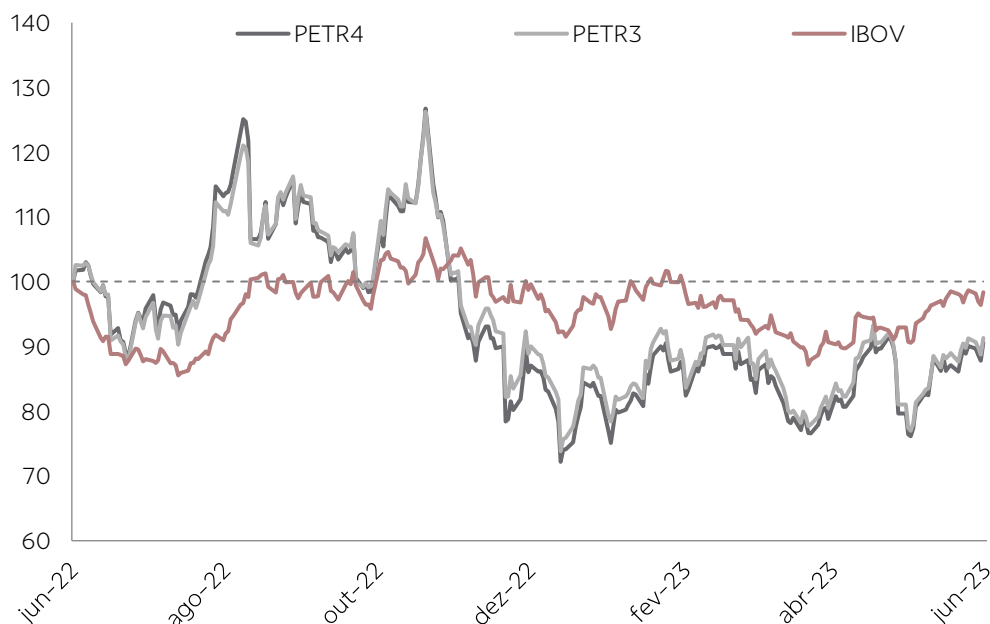
**Dividendos.** Em nosso modelo, consideramos uma distribuição de 50% do lucro líquido, já antevendo mudança na fórmula atual. Assim, **esperamos R\$ 3,62 por ação para 2023 (yield de 12,1%) e R\$ 4,02 por ação para 2024 (yield de 13,4%).**

Entendemos esse volume de dividendos como adequado para fazer frente ao aumento nos investimentos e considerando a elevada geração de caixa operacional. A diretoria executiva deve entregar até o final de julho uma proposta de ajuste do Planejamento Estratégico, com aperfeiçoamento da Política de Remuneração aos Acionistas, incluindo a possibilidade de recompra de ações. A recompra de ações pode ser uma forma interessante de aumentar a remuneração aos acionistas, se alinhando com as práticas das companhias globais do setor. Interessante notar que, caso a companhia opte pelo pagamento do mínimo legal de 25% em dividendos, nossa projeção seria reduzida para um *dividend yield* de 6,05% em 2023 e de 6,7% em 2024.



# Petrobras

## PETR3, PETR4 vs IBOV



**Petróleo.** Ao longo deste ano, o petróleo tipo Brent permaneceu a maior parte do período acima dos US\$ 70/barril, respondendo ao corte na oferta promovido pela OPEP+, mesmo com uma demanda global mais fraca do que o esperado. A expectativa geral do mercado é de um segundo semestre com uma pressão altista na commodity, contando com uma recuperação da demanda chinesa. Entretanto, dados das últimas semanas, como a elevação nos estoques globais e o crescimento chinês menor do que o esperado, colaboraram para a redução de 11% nos preços no mês de maio ante abril.

Em nossa análise, o que deve definir os rumos da commodity no segundo semestre é a combinação entre o aumento na demanda chinesa e o volume da oferta russa, já que o país tem entregue ao mercado volumes superiores à cota combinada com a OPEP+ e, se tal condição for mantida, pode contrabalancear a provável elevação na demanda global e levar a uma estabilidade ou até redução nos preços. Dados macroeconômicos globais que sinalizem uma recessão podem contribuir para um cenário mais baixista da commodity. A OPEP+ se reúne no próximo domingo (4), com um cenário mais provável de manutenção das condições atuais de oferta. **Nossa projeção de preços é de US\$ 77,60 para 2023 e US\$ 80,85 para 2024, com um Brent de longo prazo em US\$ 53,70/barril.**

Fonte: Bloomberg e BB Investimentos



# Petrobras

---

**Produção e desenvolvimento.** As projeções da companhia envolvem a entrada em produção de 15 novos FPSOs (plataformas flutuantes, na sigla em inglês), distribuídas em seis campos. No começo de maio, o navio-plataforma Anna Nery entrou em produção, dentro do projeto de revitalização dos campos de Marlim e Voador. A unidade deve ser complementada com a chegada do FPSO Anita Garibaldi, com as duas unidades respondendo por 150 mil barris de óleo e 2 milhões de m<sup>3</sup> de gás. Já no final do mês de maio, a companhia anunciou a entrada em produção do FPSO Almirante Barroso, com capacidade de produção de 150 mil barris de óleo/dia. O FPSO contribuirá para a produção do campo de Búzios, cuja média atual é de 560 mil barris por dia, o equivalente a cerca de 17% da produção nacional.

Em nosso entendimento, a atual agenda de entradas é factível e deve promover o esperado aumento na produção de 2,7 Mmboe/d para 3,2 Mmboe/d até 2026, ainda que com atrasos pontuais. O pré-sal deve seguir aumentando sua relevância no portfólio da companhia, passando de 70% da produção total, para 79% em 2026. A principal vantagem de uma maior participação no pré-sal é o efeito diluição de custos, já que o aumento de volume contribui para maior produtividade, ajudando na redução do custo de extração (lifting cost).

Uma questão relevante para o desenvolvimento de novas áreas é a exploração na margem equatorial. Com a expectativa de declínio do pré-sal ao longo da próxima década, a companhia precisa encontrar formas de repor suas reservas. Na última semana, o Ibama trouxe um parecer com dúvidas relevantes sobre a atuação em uma região de elevada sensibilidade. Em nossa visão, a negativa para a perfuração de um poço exploratório no bloco FZA-M-059, na Bacia da Foz do Amazonas, dada a complexidade das tratativas, não foi uma surpresa.

O mesmo já havia acontecido com a antiga operadora da região, BP Energy, que iniciou o pedido de exploração da área ainda em 2014. A grande dificuldade para resolução do tema é a exigência do Ibama na apresentação de um estudo do tipo AAAS (Avaliação Ambiental de Área Sedimentar), obrigatório para exploração de novas áreas desde 2012, mas cuja responsabilidade de execução é dos ministérios do meio ambiente e de minas e energia, e que deveria ter sido realizado antes da oferta do bloco pela ANP. Tal estudo tem caráter abrangente e garantiria uma decisão definitiva sobre o tema, mas sua execução é lenta, provavelmente acima de dois anos.

A Petrobras já apontou não ser a responsável pela realização da AAAS, o que deve manter o impasse, pois, ainda que a companhia tenha solicitado nova avaliação pelo Ibama, não parece factível uma aprovação sem uma atualização mais robusta dos estudos e modelagens. A companhia aponta como alternativa a prospecção em áreas vizinhas, como as bacias do Pará-Maranhão e Barreirinhas, além de países vizinhos como Guiana ou Suriname.



# Petrobras

## Destaques das estimativas e projeções

Estimativas	
Valor para a Firma (R\$ milhões)	693.542
Dívida Líquida (R\$ milhões)	224.510
Valor para o acionista (R\$ milhões)	469.032
Ações (# mil)	13.044
Preço alvo PETR3 (dez/23)	36,00
Preço alvo PETR4 (dez/23)	36,00

Premissas para o valuation	
Beta	1,23
D/(D+E)	50,0%
WACC	13,2%
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	2020	2021	2022	2023e	2024e
Receita Líquida	272.069	452.668	641.256	487.258	499.937
EBIT	52.893	202.404	292.964	157.609	160.105
EBITDA	142.973	234.576	355.744	225.469	232.846
Dívida Bruta	392.548	327.818	280.703	300.189	315.114
Divida Líquida	328.268	265.778	224.510	198.074	156.097
Margem Bruta	45,6%	48,5%	52,1%	40,2%	39,9%
Margem EBITDA	52,6%	51,8%	55,5%	46,3%	46,6%
Margem Líquida	2,3%	23,7%	29,5%	20,4%	22,0%
ROE (%)	2,0%	30,6%	50,1%	25,4%	24,7%
EV/EBITDA	4,3	2,6	1,7	2,7	2,6

## DRE Sintético

R\$ milhões	2020	2021	2022	2023e	2024e
Receita Líquida	272.069	452.668	641.256	487.258	499.937
Custos	-148.107	-233.031	-307.156	-291.160	-300.236
Lucro Bruto	123.962	219.637	334.100	196.098	199.702
Despesas	-71.069	-17.233	-41.136	-38.489	-39.597
EBIT	52.893	202.404	292.964	157.609	160.105
(+/-) Resultado Financeiro	-49.584	-59.256	-19.257	-18.026	-9.109
EBT	37	151.575	274.998	140.629	152.061
Lucro Líquido	6.246	107.264	189.005	99.204	109.980

Fonte: Petrobras e BB Investimentos



# Petrobras

## Múltiplos

R\$ milhões	2020	2021	2022	2023e	2024e
EV / EBITDA	4,3	2,6	1,7	2,7	2,6
LPA (R\$)	0,48	8,22	14,49	7,61	8,43
P/L	62,6	3,6	2,1	3,9	3,6
P/VPA	1,3	1,0	1,1	0,9	0,8

## Análise de sensibilidade

	Preço-alvo 23E (R\$)				
	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%
1,0%	39,4	36,7	34,3	32,0	30,0
1,5%	40,4	37,7	35,1	32,8	30,6
2,0%	41,6	38,6	<b>36,0</b>	33,5	31,3
2,5%	42,9	39,7	36,9	34,4	32,0
3,0%	44,3	41,0	38,0	35,3	32,8


	EV/EBITDA 23E (x)				
	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%
1,0%	3,3x	3,1x	3,0x	2,9x	2,7x
1,5%	3,3x	3,2x	3,0x	2,9x	2,8x
2,0%	3,4x	3,2x	<b>3,1x</b>	2,9x	2,8x
2,5%	3,5x	3,3x	3,1x	3,0x	2,8x
3,0%	3,6x	3,4x	3,2x	3,0x	2,9x

Fonte: Petrobras 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



[bb.com.br/analises](https://bb.com.br/analises)



[bb.com.br/carteirasugerida](https://bb.com.br/carteirasugerida)





# 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 BB-BI	Head de Private Bank	Gerente Executiva
Francisco Augusto Lassalvia	Julio Vezzano	Karen Ferreira
<a href="mailto:lassalvia@bb.com.br">lassalvia@bb.com.br</a>	<a href="mailto:juliovezzano@bb.com.br">juliovezzano@bb.com.br</a>	<a href="mailto:karen.ferreira@bb.com.br">karen.ferreira@bb.com.br</a>

### Gerentes da Equipe de Pesquisa

Victor Penna  
[victor.penna@bb.com.br](mailto:victor.penna@bb.com.br)  
 Wesley Bernabé, CFA  
[wesley.bernabe@bb.com.br](mailto:wesley.bernabe@bb.com.br)

### Renda Variável

#### Agronegócios, Alimentos e Bebidas

Mary Silva  
[mary.silva@bb.com.br](mailto:mary.silva@bb.com.br)

Melina Constantino  
[mconstantino@bb.com.br](mailto:mconstantino@bb.com.br)

#### Bancos

Rafael Reis  
[rafael.reis@bb.com.br](mailto:rafael.reis@bb.com.br)

#### Educação e Saúde

Melina Constantino  
[mconstantino@bb.com.br](mailto:mconstantino@bb.com.br)

#### Imobiliário

André Oliveira  
[andre.oliveira@bb.com.br](mailto:andre.oliveira@bb.com.br)

#### Óleo e Gás

Daniel Cobucci  
[cobucci@bb.com.br](mailto:cobucci@bb.com.br)

#### Serviços Financeiros

Luan Calimerio  
[luan.calimerio@bb.com.br](mailto:luan.calimerio@bb.com.br)

#### Sid. e Min, Papel e Celulose

Mary Silva  
[mary.silva@bb.com.br](mailto:mary.silva@bb.com.br)

#### Transporte e Logística

Renato Hallgren  
[renatoh@bb.com.br](mailto:renatoh@bb.com.br)

#### Utilities

Rafael Dias  
[rafaeldias@bb.com.br](mailto:rafaeldias@bb.com.br)

#### Varejo

Georgia Jorge  
[georgiadaj@bb.com.br](mailto:georgiadaj@bb.com.br)

#### Fundos Imobiliários

Richardi Ferreira  
[richardi@bb.com.br](mailto:richardi@bb.com.br)

### BB Securities - London

Managing Director – Tiago Alexandre Cruz

Henrique Catarino

Bruno Fantasia

Gianpaolo Rivas

Niklas Stenberg

### Banco do Brasil Securities LLC - New York

Managing Director – Andre Haui

Marco Aurélio de Sá

Leonardo Jafet