

Procurando novas fontes de risco

A busca do governo por novas receitas pode afetar a Petrobras?

Nas últimas semanas, surgiram manchetes indicando que o governo brasileiro espera arrecadar entre US\$3–5 bilhões por meio de novos leilões de volumes excedentes de petróleo em campos já em produção. O orçamento fiscal do Brasil está baseado em uma premissa de preço do petróleo de US\$ 80/barril e, com a média acumulada do ano em US\$73/barril, a arrecadação de tributos do setor pode ficar aquém do esperado. Assim, o leilão proposto poderia servir como ferramenta para reduzir a pressão fiscal. Recebemos questionamentos sobre as possíveis implicações para a Petrobras, e resumimos abaixo os principais pontos que sustentam nossa visão de que qualquer impacto deve ser limitado — embora reconheçamos que ainda é cedo para conclusões definitivas. A Petrobras continua sendo nossa principal escolha no setor de P&G, suportada por um balanço enxuto e uma geração robusta de fluxo de caixa, mesmo em um cenário de preços menores do petróleo.

Qual é a ideia?

No passado, houve discussões sobre a possibilidade de securitizar receitas futuras de produção sob o regime de partilha de produção. No entanto, acreditamos que esse caminho dificilmente avançará, pois poderia entrar em conflito com a Lei de Responsabilidade Fiscal do Brasil. Politicamente, isso também implicaria em transferir receitas futuras para o governo atual, reduzindo a flexibilidade fiscal para o sucessor e provavelmente exigindo significativo capital político. Dito isso, a ideia que está sendo explorada agora parece diferente. Pelo que entendemos, ela envolveria o leilão de volumes excedentes em áreas que já estão em produção. Como referência, os reservatórios de certos campos às vezes se revelam maiores do que o inicialmente previsto — estendendo-se além dos limites definidos nos contratos originais. Assim, o governo provavelmente busca “regularizar” esses volumes excedentes por meio de novas rodadas de licitação.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027
RoIC (EBIT) %	32.4	25.6	24.8	23.0	22.8
EV/EBITDA	3.0	3.2	3.1	3.0	2.8
P/L	4.1	12.2	3.6	3.8	3.6
Dividend Yield %	17.6	16.0	15.3	17.6	16.9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027
Receita	102,507	91,052	92,881	95,301	100,300
EBITDA	54,932	45,595	44,555	46,701	49,203
Lucro Líquido	24,948	6,791	20,844	19,660	20,697
LPA (R\$)	3.86	1.05	3.23	3.05	3.21
DPA líquido (R\$)	2.80	2.05	1.76	2.02	1.94
(Dívida Líquida)/Caixa	(60,084)	(63,058)	(63,941)	(66,010)	(66,010)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual S.A. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 22 de abril de 2025.

Rating
COMPRA

Sumário

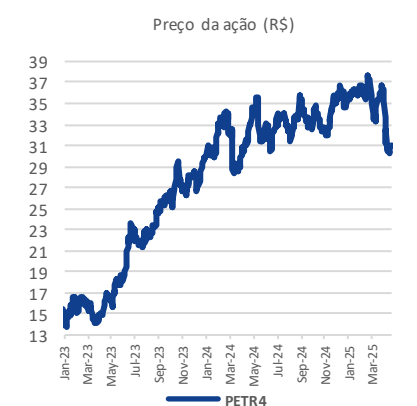
Ticker	PETR4
Preço Alvo (R\$)	58.0
Preço (R\$)	30.9
Listagem	Nível 2
Market Cap. (RS mn)	437,620.7
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1,293.15
Ultima atualização do preço-alvo	8-dez-24

Valuation:

	2025E	2026E
P/L	3.6x	3.8x
EV/EBITDA	3.1x	3.0x

Performance:

Abril (%)	-14.8%
LTM (%)	-6.6%



Analistas

Luiz Carvalho

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Pedro Soares

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Henrique Pérez, CFA

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques

Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

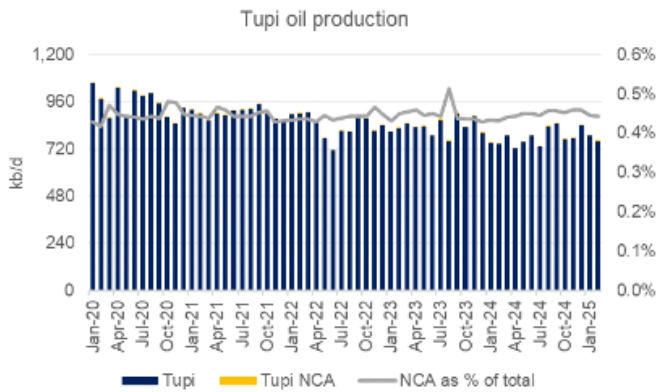
Por que acreditamos que os impactos seriam limitados

Antes de tudo, apesar das reportagens recentes, nenhum documento oficial de licitação foi publicado — o que dificulta avaliar se a estimativa de arrecadação de US\$ 3–5 bilhões é realista. À primeira vista, no entanto, o valor parece otimista. Com base em dados da ANP, a produção nos últimos 12 meses das áreas excedentes de Tupi, Mero e Atapu — os três campos supostamente em avaliação — representou apenas 0,5%, 3,6% e 1,2% da produção total de cada campo, respectivamente. No formulário 20-F, a Petrobras também divulga o tamanho dos reservatórios de áreas não contratadas (NCAs) dentro desses campos. Segundo a empresa: (i) a NCA de Tupi representa 0,6% do reservatório total; (ii) a de Mero, 3,5% e (iii) a de Atapu, 1%. Ou seja, todos são percentuais relativamente pequenos e compatíveis com os níveis de produção observados.

Preços do petróleo são o principal risco de curto prazo para a Petrobras

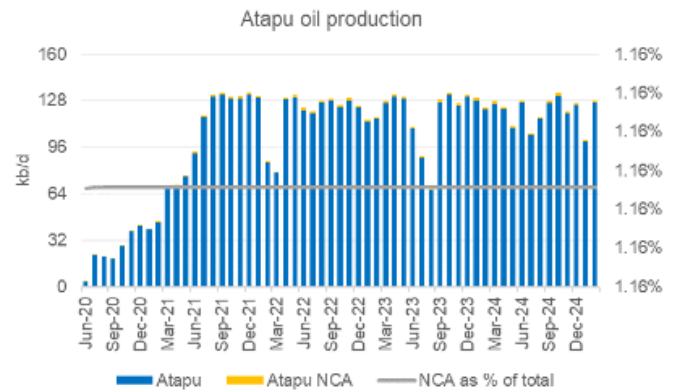
Em resumo, até que tenhamos mais detalhes quantitativos — ou mesmo uma confirmação — sobre a proposta do governo, não acreditamos que esse risco de manchete ameace a capacidade de geração de fluxo de caixa da Petrobras ou, em última instância, seus dividendos, que continuam sendo o principal foco dos investidores. Reconhecemos o risco de interferência externa, mas acreditamos que a participação da Petrobras em qualquer leilão potencial seguiria os protocolos de governança corporativa da estatal e provavelmente ocorreria apenas se a oportunidade for considerada positiva em termos de valor presente líquido (VPL). Por outro lado, a incerteza geopolítica contínua e os riscos de uma desaceleração econômica global continuam pressionando os preços do petróleo e, conseqüentemente, a perspectiva de dividendos da Petrobras no curto prazo. Mas, considerando que a Petrobras é uma das produtoras mais eficientes do mundo — e nossa visão de que os níveis atuais do Brent não estão muito distantes dos custos marginais de produção globais — continuamos vendo a companhia como uma vencedora de longo prazo no setor. Comprar.

Gráfico 1: Produção de Tupi e NCA Tupi



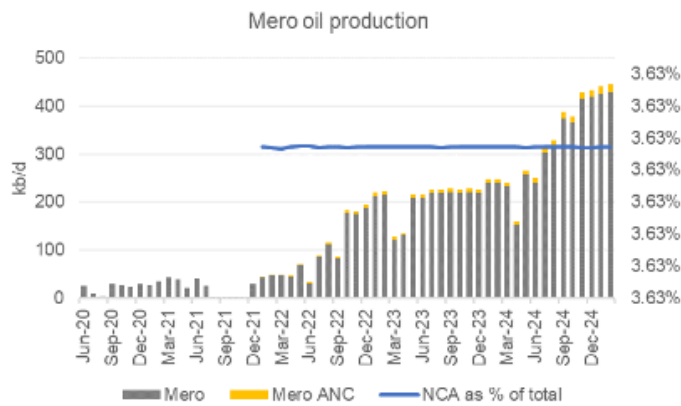
Fonte: ANP, BTG Pactual

Gráfico 2: Produção de Atapu e NCA Atapu



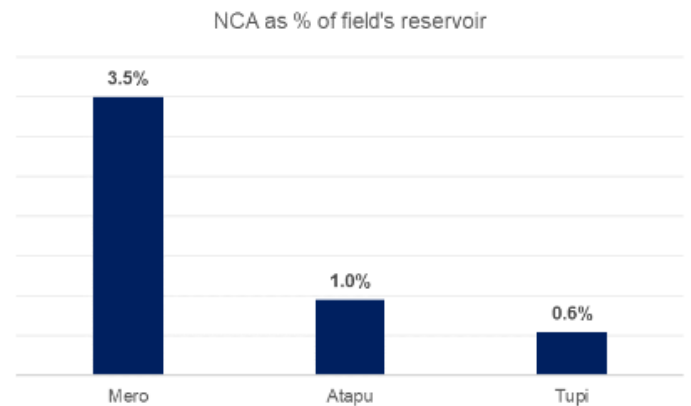
Fonte: ANP, BTG Pactual

Gráfico 3: Produção de Mero e NCA Mero



Fonte: ANP, BTG Pactual

Gráfico 4: Reservas de campos selecionados NCA



Fonte: 20-F, BTG Pactual

Informações importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTG Pactual S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

- (i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;
- (ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTG Pactual S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTG Pactual estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTG Pactual tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

- (i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;
- (ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;
- (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;
- (iv) dados proprietários do BTG Pactual ou dados disponíveis ao BTG Pactual.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTG Pactual não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTG Pactual em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTG Pactual S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTG Pactual. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTG Pactual não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTG Pactual conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTG Pactual, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTG Pactual.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTG Pactual Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTG Pactual nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTG Pactual ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTG Pactual e o BTG Pactual não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTG Pactual e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTG Pactual e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTG Pactual ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTG Pactual ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTG Pactual e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx