

Resultado 4T24

Aumento da estimativa de investimentos (capex) levanta preocupações

A Petrobras divulgou capex de US\$ 5,7 bilhões no 4T24, aumentando os investimentos de 2024 para US\$ 16,6 bilhões, 19% acima da estimativa oficial de US\$ 14 bilhões (ponto médio do intervalo). Este deve ser o tópico mais debatido na teleconferência, e esperamos que os investidores fiquem cada vez mais céticos sobre o potencial de dividendos de curto prazo da Petrobras. Há muito tempo defendemos a Petrobras como nossa principal escolha, com base na premissa de que a disciplina de capital, combinada com uma governança sólida, levaria a pagamentos maiores do que o esperado. Embora mantenhamos essa visão, após vários trimestres consecutivos de desempenho positivo, acreditamos que é razoável esperar uma reação negativa das ações hoje.

Por que o capex aumentou?

A Petrobras declarou que a aceleração nos investimentos reflete principalmente sua decisão de reduzir a diferença entre progresso físico e financeiro de Búzios — o campo mais promissor da empresa — que originalmente era esperado para se materializar apenas em 2025. De acordo com a administração, essa mudança é essencial para mitigar os riscos da cadeia de suprimentos e garantir um melhor alinhamento entre os contratados. Por analogia, os projetos de E&P podem ser comparados à construção imobiliária para ilustrar melhor esse descompasso: uma parcela significativa do desembolso de caixa devido a investimentos em um determinado projeto, ocorre apenas após vários marcos terem sido atingidos.

Há um lado positivo...

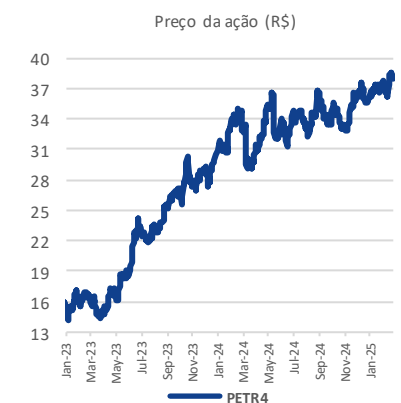
Como ainda não podemos confirmar que o aumento do investimento reflete qualquer estouro de custos, pode-se argumentar que o maior capex em 2024 simplesmente levará a desembolsos menores em 2025. Além disso, se essa decisão resultar em volumes de produção maiores e mais rápidos, o perfil altamente lucrativo de Búzios sugere que a decisão da Petrobras será positiva para o VPL, gerando, em última análise, maior fluxo de caixa e dividendos no futuro previsível.

Valuation	12/2022	12/2023	12/2024E	12/2025E	12/2026E
RoIC (EBIT) %	43.8	32.4	26.0	24.1	23.6
EV/EBITDA	1.8	3.0	3.3	3.7	3.4
P/L	1.9	4.1	6.7	4.6	4.7
Dividend Yield %	59.8	17.6	22.6	13.3	13.3

Resumo Financeiro (US\$ milhões)	12/2022	12/2023	12/2024E	12/2025E	12/2026E
Receita	124,210	102,507	88,401	91,430	95,639
EBITDA	66,888	54,932	45,122	44,228	47,983
Lucro Líquido	36,479	24,948	12,454	19,914	19,619
LPA (US\$)	5.59	3.86	1.93	3.09	3.04
DPA líquido (US\$)	6.36	2.80	2.91	1.90	1.90
(Dívida Líquida)/Caixa	(51,467)	(60,084)	(66,046)	(70,818)	(72,436)

Fonte: relatórios da empresa, estimativas da Bovespa, BTG Pactual SA. / Avaliações: com base na última cotação da ação do ano; (E) com base na cotação de 26 de fevereiro de 2025.

Rating		
COMPRA		
Sumário		
Ticker	PETR4	
Preço Alvo (R\$)	58.0	
Preço (R\$)	38.0	
Listagem	Nível 2	
Market Cap. (R\$ mn)	20,284.0	
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	1,363.63	
Ultima atualização do preço-alvo	8-dez-24	
Valuation:		
	2025E	2026E
P/L	4.6x	4.7x
EV/EBITDA	3.7x	3.4x
Performance:		
Fevereiro (%)	0.7%	
LTM (%)	8.8%	



Analistas	
Luiz Carvalho	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Pedro Soares	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Henrique Perez, CFA	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.
Bruno Henriques	Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

... mas os investidores provavelmente manterão cautela

A Petrobras, no entanto, optou por não revisar sua estimativa de capex para 2025 para baixo, apesar de sua perspectiva ser baseada em uma estimativa cambial de R\$/US\$ 5.00. A empresa também não revisou suas projeções de curva de produção. Além disso, como não há garantia de que o descompasso físico-financeiro não aumentará novamente à medida que novos projetos avançam, acreditamos que a relutância dos investidores em pagar pelo crescimento de longo prazo — com a PRIO servindo como um exemplo recente — combinada com a possibilidade de pagamentos menores no curto prazo, pode levá-los a exigir múltiplos mais baratos para manter as ações.

Sobre os resultados: Maior capex = dividendos menores; um rendimento de apenas 1,8%

Com o capex do quarto trimestre totalizando US\$ 5,7 bilhões, a fórmula de fluxo de caixa para distribuição de dividendos (fluxo de caixa operacional menos capex) atingiu a US\$ 3,8 bilhões, resultando em um pagamento de dividendos de apenas US\$ 1,6 bilhão (R\$ 0,71/ação e US\$ 0,25/ADR), ou um rendimento de 1,8%. Esse dividendo ficou aquém das expectativas de consenso de US\$ 2,6 bilhões e até mesmo em comparação com a menor estimativa de US\$ 2 bilhões, destacando que a decisão de acelerar os investimentos pegou o mercado desprevenido. Ainda assim, a distribuição de dividendos + recompras totalizaram ~US\$ 14 bilhões para os resultados do ano fiscal de 2024, gerando um yield de 16% com base no valor de mercado atual.

Sobre os resultados, parte II: E&P foi fraco e refino foi surpreendentemente forte

Embora os investidores tenham se concentrado principalmente na dinâmica de distribuição de dividendos nos últimos trimestres, acreditamos que o desempenho do segmento fornece análises adicionais importantes. O EBITDA ajustado consolidado de US\$ 9,8 bilhões ficou 9% abaixo da nossa estimativa, principalmente devido aos maiores custos de extração em E&P, que subiram para US\$ 9,1/bbl de US\$ 8,2/bbl no terceiro trimestre — provavelmente refletindo impactos maiores do que o esperado devido à paralisação para manutenção de Búzios. Em outros lugares, os resultados do refino (R&M) se destacaram positivamente, com EBITDA de US\$ 1,5 bilhão e uma margem de 8%, marcando o maior nível desde 2023. Isso ajuda a aliviar as preocupações de que mudanças recentes na estratégia de comercialização de combustível levaram a perdas significativas para a empresa.

Um sinal amarelo foi levantado, mas o pânico frequentemente forneceu um bom ponto de entrada

Dado o histórico de interferência política da Petrobras, não esperamos que os investidores negligenciem os riscos que uma decisão não antecipada pode representar para a estratégia de alocação de capital da estatal no futuro. Dado o atual ambiente de alto custo de capital, reconhecemos que isso levanta um sinal amarelo. No entanto, nossa visão positiva sobre a Petrobras também é suportada por nossa crença de que grandes mudanças na trajetória da empresa provavelmente não se materializarão. Nos últimos anos, episódios de pânico excessivo sobre mudanças de CEO, políticas de preços de

combustível e riscos de fusões e aquisições frequentemente criaram pontos de entrada atraentes para as ações. As ações da Petrobras caíram 7% pós mercado em NY ontem à noite, o que significa que, a menos que revisemos nossas estimativas de capex para 2025, as ações serão negociadas com um rendimento de dividendos de 15%. Mantemos nossa COMPRA.

Tabela 1: Revisão de capex 2024

PBR	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	Guidance	2024 vs Guidance
Total	3,043	3,393	4,433	5,729	16,598	14,000	19%
E&P	2,472	2,767	3,773	4,899	13,911	11,600	20%
Others	571	626	660	830	2,687	2,400	12%
R&M	362	447	452	538	1,799	-	-
G&C	108	93	97	129	427	-	-
Others	101	86	111	163	461	-	-

Fonte: a empresa, BTG Pactual

Tabela 2: Revisão resultado 4T24

Petrobras, US\$mn	4T24	4T24E	4T23	3T24	A / E	A/A	T/T
Receita Líquida	20,744	22,384	27,098	23,364	-7.3%	-23.5%	-11.2%
Custo caixa	(14,979)	(11,416)	(15,247)	(11,576)	31.2%	-1.8%	29.4%
EBITDAX	5,765	10,968	11,852	11,788	-47.4%	-51.4%	-51.1%
Despesas com exploração	(199)	(119)	(155)	(405)	68.2%	28.9%	-50.9%
EBITDA Ajustado	9,837	10,850	14,989	11,616	-9.3%	-34.4%	-15.3%
Depreciação	(2,991)	(3,110)	(3,629)	(2,982)	-3.8%	-17.6%	0.3%
EBIT	2,575	7,740	8,068	8,400	-66.7%	-68.1%	-69.3%
Res. Financeiro	(5,976)	(5,349)	276	(281)	11.7%	n.m.	n.m.
LAIR	(3,723)	2,391	8,275	8,096	n.m.	n.m.	n.m.
Impostos	822	(359)	(1,985)	(2,204)	n.m.	n.m.	n.m.
Minoritários	(14)	(12)	(24)	(22)	17.3%	-42.1%	-35.7%
Lucro Líquido	(2,915)	2,020	6,266	6,025	n.m.	n.m.	n.m.
Margem EBITDAX	27.8%	49.0%	43.7%	50.5%	-21p.p	-16p.p	-23p.p
Marge EBITDA Ajustada	47.4%	48.5%	55.3%	49.7%	-1p.p	-8p.p	-2p.p
Margem operacional	12.4%	34.6%	29.8%	36.0%	-22p.p	-17p.p	-24p.p
Margem líquida	-14.1%	9.0%	23.1%	25.8%	-23p.p	-37p.p	-40p.p

Petrobras, R\$mn	4T24	4T24E	4T23	3T24	A / E	A/A	T/T
Receita Líquida	121,268	130,858	134,258	129,582	-7.3%	-9.7%	-6.4%
Custo caixa	(87,565)	(66,737)	(75,540)	(64,202)	31.2%	15.9%	36.4%
EBITDAX	33,703	64,120	58,718	65,380	-47.4%	-42.6%	-48.5%
Despesas com exploração	(1,165)	(693)	(766)	(2,249)	68.2%	52.1%	-48.2%
EBITDA Ajustado	57,508	63,427	74,265	64,423	-9.3%	-22.6%	-10.7%
Depreciação	(17,483)	(18,181)	(17,981)	(16,541)	-3.8%	-2.8%	5.7%
EBIT	15,055	45,246	39,971	46,590	-66.7%	-62.3%	-67.7%
Res. Financeiro	(34,935)	(31,271)	1,368	(1,561)	11.7%	n.m.	n.m.
LAIR	(21,766)	13,975	40,996	44,901	n.m.	n.m.	n.m.
Impostos	4,804	(2,096)	(9,833)	(12,225)	n.m.	n.m.	n.m.
Minoritários	(82)	(70)	(120)	(121)	17.3%	-31.7%	-32.2%
Lucro Líquido	(17,044)	11,809	31,043	32,555	n.m.	n.m.	n.m.
Margem EBITDAX	27.8%	49.0%	43.7%	50.5%	-21p.p	-16p.p	-23p.p
Marge EBITDA Ajustada	47.4%	48.5%	55.3%	49.7%	-1p.p	-8p.p	-2p.p
Margem operacional	12.4%	34.6%	29.8%	36.0%	-22p.p	-17p.p	-24p.p
Margem líquida	-14.1%	9.0%	23.1%	25.1%	-23p.p	-37p.p	-39p.p

Fonte: a empresa, 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