Petrobras

BTG Pactual Equity Research
Petróleo & Gás

04 de dezembro de 2025

Atualização da tese pós 3T25

Dinâmica operacional positiva, ciclo de capex mais elevado

Estamos atualizando nosso modelo de Petrobras, incorporando às nossas premissas o recente plano de Negócios e os resultados do 3T25, e mantendo nossa recomendação de Compra e preço-alvo de R$ 44/ação. Continuamos vendo uma assimetria positiva caso haja uma compressão no risco-país na esteira das eleições de 2026, o que, somado ao crescimento de produção em Búzios, poderia impulsionar a geração de fluxo de caixa e favorecer um reprecificação das ações. Embora a gestão esteja demonstrando disciplina de capex/opex, as elevadas despesas de leasing e um ciclo pesado de capex deixam a Petrobras mais alavancada ao preço do petróleo no curto prazo, em nossa visão. Atualmente estimamos que Petrobras gere 9,7% e 13,8% de FCFE yield em 2026 e 2027, respectivamente, enquanto paga 10,4% de dividend yield em 2026 e 13,3% em 2027.

Plano de negócio: crescimento operacional vs. balanço mais apertado

O novo plano de Negócios 2026–30 da Petrobras traz um desafio antagônico: força operacional vs. menor espaço financeiro no balanço. A companhia voltou a elevar sua curva de produção, com 2026 agora em 2,5mbd (vs. 2,4mbd anteriormente), número que seguimos considerando potencialmente conservador. O capex permanece elevado em 2026 e agora atinge o pico apenas em 2027, impulsionado por Búzios, mantendo o total de investimentos acima das expectativas do mercado. Mesmo sob premissas otimistas (Brent a US$ 70/barril, câmbio a 5,80), custos elevados de leasing e a transição de FPSOs afretados para próprios elevam o Brent de equilíbrio para US$ 59–63/barril, implicando pressão contínua de alavancagem e dividendos ordinários acima do fluxo dei caixa para o acionista em 2026. O plano 2026–30 traz mais flexibilidade ao capex, com alguns projetos passando por revisões trimestrais, além de a gestão buscar reduções de opex. Entretanto, os menores yields implícitos para 2026–27 tornam o papel cada vez mais dependente da compressão do risco Brasil rumo às eleições de 2026, apesar do sólido momento operacional.

Valuation	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
RoIC (EBIT) %	41.3	31.0	28.9	25.1	26.1
EV/EBITDA	2.4	2.6	2.6	2.5	2.3
P/L	4.2	11.4	4.3	5.9	5.2
Dividend Yield %	17.6	15.9	9.0	10.2	13.1

Resumo Financeiro (US$ milhões)	12/2023	12/2024	12/2025E	12/2026E	12/2027E
Receita	102,447	91,308	88,159	89,235	91,356
EBITDA	52,465	40,483	42,504	44,735	48,310
Lucro Líquido	24,882	7,242	19,049	13,894	15,987
LPA (R$)	3.85	1.12	2.96	2.16	2.48
DPA líquido (R$)	2.80	2.05	1.15	1.30	1.67
(Dívida Líquida)/Caixa	(20,407)	(24,244)	(27,271)	(29,121)	(29,733)

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 03 de dezembro de 2025.

Rating

COMPRA

Sumário

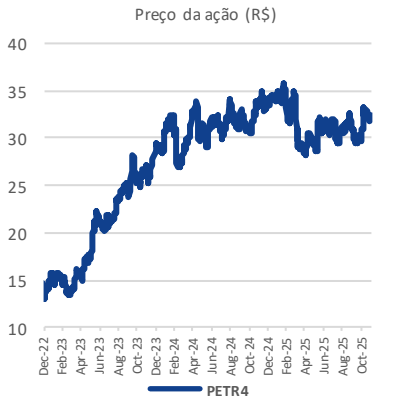
Ticker	PETR4
Preço Alvo (R$)	44.0
Preço (R$)	32.3
Listagem	Nível 2
Market Cap. (R$ mn)	437,186.4
Vol. Médio Diário (R$ mn)	1,372.70
Ultima atualização do preço-alvo	17-mai-25

Valuation:

	2025E	2026E
P/L	4.3	5.9
EV/EBITDA	2.6x	2.5x

Performance:

Dezembro (%)	1.6%
LTM (%)	-4.8%



Analistas

Gustavo Cunha
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Bruno Henriques
Brasil – Banco BTG Pactual S.A.

Menor retorno para o acionista

O prêmio de retorno ao acionista da Petrobras tem se comprimido conforme o ciclo de capex se intensifica, reduzindo um dos principais diferenciais da ação. Qualquer desvio em direção a M&As fora do segmento principal diluiria ainda mais os retornos, tornando a Petrobras menos atrativa em relação às principais empresas globais em termos de yields, um desfecho que pesaria sobre o sentimento mesmo com o papel negociando a um múltiplo EV/EBITDA descontado. Com o Brent flertando com US$ 60/barril e a geração de caixa se reduzindo, acreditamos que a Petrobras precisa sustentar um retorno ao acionista ao menos ~5p.p. acima dos pares para permanecer competitiva em termos ajustados ao risco; caso contrário, o apelo de manter a ação se enfraquece de forma relevante.

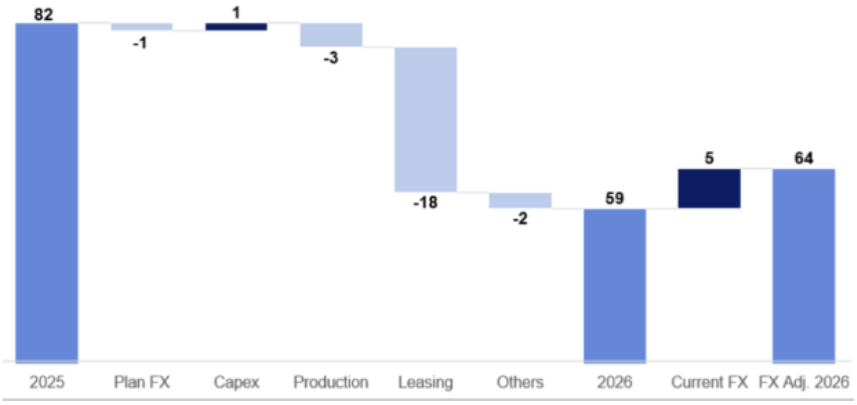
Buscando crescimento em um momento mais desafiador

O plano de Negócios 2026–30 da Petrobras é construído com base na priorização, pela gestão, de um plano financeiramente autossustentável, mantendo a neutralidade da dívida apesar de um dos ciclos de capex mais pesados da história da companhia. A Petrobras pretende financiar seu amplo programa de investimentos — impulsionado por FPSOs próprios — sem elevar materialmente a alavancagem, contando, para isso, com entrega operacional, controle de custos e algum grau de flexibilidade de capex.

O pipeline de projetos de Búzios segue de alta qualidade e gerador de valor em termos de TIR, com Búzios ancorando o crescimento por meio de *breakevens* próximos a US$ 45/barril, reforçando a resiliência mesmo em um ambiente macro mais fraco. Importante destacar que a gestão criou uma opcionalidade relevante dentro do plano de capex (US$ 10 bilhões sob revisão trimestral), o que oferece margem para preservar fluxos de caixa robustos caso o Brent permaneça abaixo das premissas do plano (US$70/barril para 2027+).

O caminho para a desalavancagem e para retornos sustentáveis ao acionista depende, em última instância, de uma forte performance operacional — e acreditamos que a Petrobras é, de fato, capaz de entregar um crescimento de produção robusto à frente. O ramp-up de Búzios 6–8 e Mero 4 oferece um retorno visível que pode compensar parcialmente um ambiente de preços mais fracos. Ainda assim, a equação financeira permanece sensível ao macro: com capex elevado, pagamentos de leasing na ordem de US$ 9–10 bilhões/ano, e dividendos estruturalmente atrelados ao fluxo de caixa, a Petrobras precisa de ao menos ~US$60–65/barril de Brent para manter a neutralidade da dívida. Abaixo desse nível, estimamos que a geração de fluxo de caixa para o acionista se torna desafiadora e a pressão no balanço aumenta. Em suma, o plano é operacionalmente robusto e estrategicamente coerente; contudo, seu sucesso depende significativamente de os preços do petróleo não permanecerem abaixo do esperado por tempo prolongado.

Gráfico 1: Ponto de equilíbrio – Brent (US$/bbl)

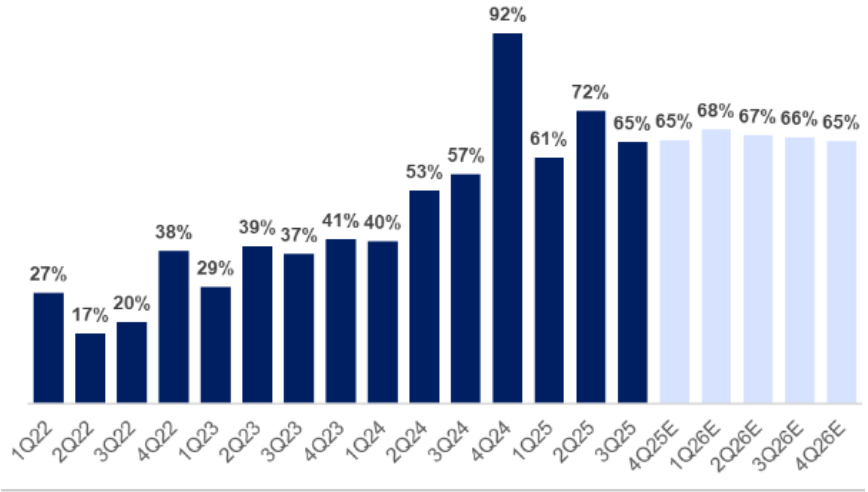


Fonte: Petrobras, BTG Pactual

Menos margem de manobra

A Petrobras está executando um plano de negócios ambicioso, no qual a produção deve superar a de seus pares e, como consequência, gerar um crescimento substancial na geração total de caixa da companhia. No entanto, destacamos que o espaço de manobra se estreitou significativamente no curto prazo, à medida que a combinação de (1) pagamentos de leasing relacionados aos FPSOs introduzidos nos últimos anos e (2) capex elevado para os FPSOs próprios que entrarão em operação entre 2025–27 consome uma parcela relevante do fluxo de caixa operacional da Petrobras. Em nossas estimativas, cerca de 60% do EBITDA gerado em 2026–27 deverá ser utilizado para financiar suas obrigações financeiras (leasing + juros da dívida financeira) e capex.

Gráfico 2: Juros, capex & Lease como % do EBITDA



Fonte: BTG Pactual

O plano de negócios 2026–30 coloca a Petrobras em uma trajetória de crescimento; contudo, esse crescimento depende fortemente dos preços do Brent para que a companhia consiga financiá-lo. Para que o plano seja viável e mantenha seus três pilares (autofinanciamento, política de dividendos e teto de dívida bruta), acreditamos que o Brent deveria permanecer em torno de ~US$65/barril; caso contrário, a

empresa poderia eventualmente revisar premissas para preservar esses pilares. Além do Brent, o plano da Petrobras também dependerá de forma relevante de sua capacidade de entregar produção acima da própria estimativa, vista como conservadora por nós e pelo mercado — tema que discutimos na próxima seção.

Tabela 1: Sensibilidade do fluxo de caixa 2026 ao brent (US$/bbl)

	Brent (US$/bbl)					
	50	55	60	65	70	75
2026 FCFEy (%)	3.7%	5.7%	7.7%	9.7%	11.7%	13.7%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 2: Sensibilidade do fluxo de caixa 2026 assumindo brent US$ 65/bbl (mbd)

	Production (mbd)							
	2.35	2.4	2.45	2.5	2.55	2.6	2.65	2.7
2026 FCFEy (%)	7.5%	8.1%	8.7%	9.2%	9.8%	10.3%	10.9%	11.4%

Fonte: BTG Pactual

Tabela 3: Sensibilidade do fluxo de caixa 2026 assumindo brent US$ 50/bbl (mbd)

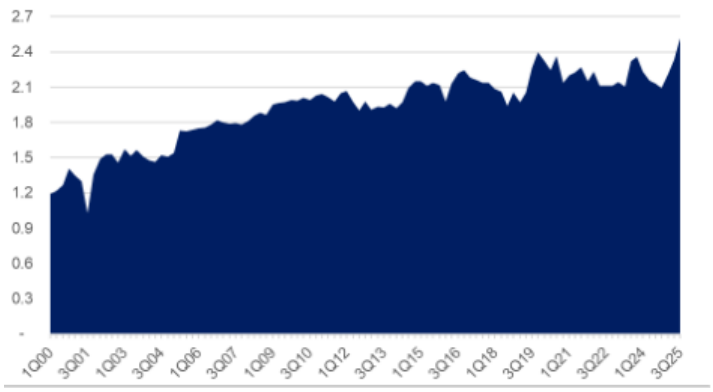
	Production (mbd)							
	2.35	2.4	2.45	2.5	2.55	2.6	2.65	2.7
2026 FCFEy (%)	2.2%	2.6%	3.0%	3.4%	3.8%	4.2%	4.6%	5.0%

Fonte: BTG Pactual

Revisão da produção

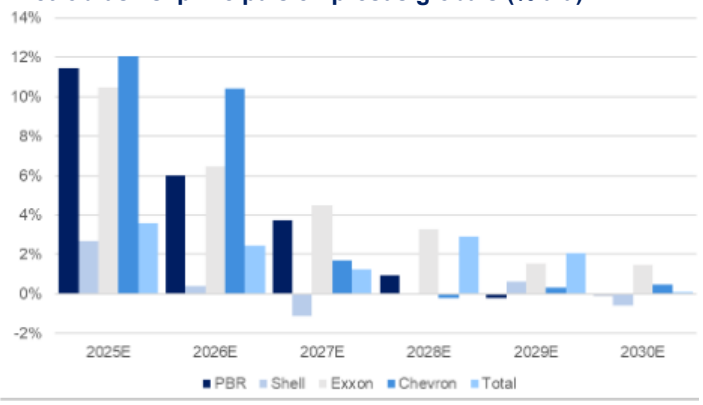
A produção da Petrobras deve continuar crescendo de forma substancial, sustentada por um ciclo intenso de entrada de FPSOs de alta capacidade (19 novos FPSOs introduzidos entre 2021–27, adicionando ~2,25 mbpd em nova capacidade). A companhia deve avançar de 2,1 mbpd em 2023 para 2,6 mbpd em 2027 (CAGR de 5,5%). De fato, a Petrobras já entregou 2,6 mbd em outubro/25, já acima da projeção de 2026 de 2,5 mbd e em linha com a meta de 2027 de 2,6 mbd. Em comparação com a curva anterior de 2,4/2,5 mbd, acreditamos que isso sugere que a nova curva é conservadora. A partir de 2028, projetamos que a Petrobras produzirá cerca de 100 kbpd acima do estimado pela companhia, refletindo nossa expectativa de aumentos mais rápidos de produção e ganhos incrementais provenientes de poços complementares.

Gráfico 3: Produção de petróleo da Petrobras (mbd)



Fonte: BTG Pactual, Petrobras

Gráfico 4: Comparação de crescimento de produção Petrobras vs. principais empresas globais (% a/a)



Fonte: BTG Pactual, Petrobras

O crescimento forte é, principalmente, resultado dos investimentos realizados no campo de Búzios, onde o FPSO Almirante Tamandaré sozinho já adicionou cerca de 240 kbpd de produção. Mero também vem mostrando aumento de volume, com o Mero 4 (Alexandre de Gusmão) tendo entrado recentemente em operação com capacidade de aproximadamente 70 kbpd. O Búzios 6 (P-78), que também possui

capacidade de cerca de 160 kbpd, deve entrar em operação em breve, fortalecendo a próxima fase de crescimento.

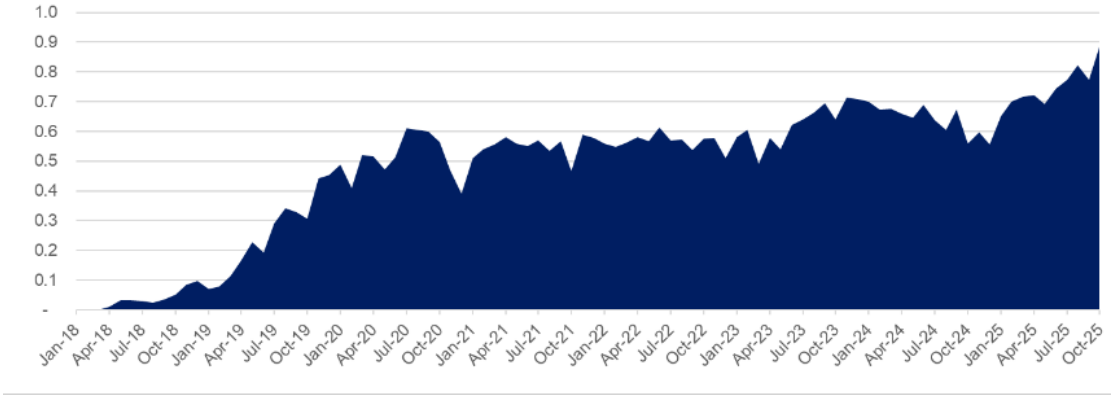
De 2025 a 2027, outros quatro FPSOs entrarão em produção: Búzios 8 (P-79), Búzios 9 (P-80), Búzios 10 (P-82) e Búzios 11 (P-83), cada um contribuindo entre 160 e 200 kbpd. Na sequência, haverá aproximadamente ~310 kbpd de nova capacidade proveniente de Raia (~38 kbpd), Atapu 2 (P-84, ~149 kbpd) e Sépia 2 (P-85, ~124 kbpd) entre 2028 e 2030. Em conjunto, os sistemas previstos para iniciar operação entre 2026 e 2030 têm potencial para elevar a capacidade bruta de petróleo da Petrobras em cerca de 1 milhão de barris por dia, transformando significativamente o perfil de produção da companhia no médio prazo.

Gráfico 5: Plano de negócios 2026-2023 por campos

Year	FPSO / Field	Gross Oil Capacity (kbpd)	Net Oil Capacity (kbpd)
2025	Almirante Tamandaré (Búzios)	225	200
	Alexandre de Gusmão (Mero 4)	180	70
	P-78 (Búzios)	180	160
2026	P-79 (Búzios)	180	142
2027	P-80 (Búzios)	225	200
	P-82 (Búzios)	225	200
	P-83 (Búzios)	225	200
2028	Raia (BM-C-33)	126	38
2029-2030	P-84 (Atapu)	225	149
	P-85 (Sépia)	225	124

Fonte: Petrobras, BTG Pactual

Gráfico 6: Produção de Búzios(mbd)



Fonte: ANP, BTG Pactual

Premissas principais

Produção: alinhada ao guidance da companhia (2,5 mbpd para 2025, 2,6 mbpd para 2026, 2,7 mbpd para 2027 e 2,6 mbpd para 2028+);

Capex: utilizando o capex caixa do portfólio "base em implementação" (total de US$81 bilhões para 2026–30);

Brent: US$65/barril, flat a partir de 2026.

Tabela 4: Novas estimativas x antigas

Petrobras	2025E			2026E			2027E		
US$mn	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ	Novo	Antigo	Δ
Receita	**88,159**	**84,327**	**4.5%**	**89,235**	**85,596**	**4.3%**	**91,356**	**89,809**	**1.7%**
EBITDA Ajustado	**42,504**	**42,208**	**0.7%**	**44,735**	**41,662**	**7.4%**	**48,310**	**43,765**	**10.4%**
Margem EBITDA	48.2%	50.1%	-184bps	50.1%	48.7%	146bps	52.9%	48.7%	415bps
Lucro Líquido	**19,118**	**18,225**	**4.9%**	**13,894**	**15,107**	**-8.0%**	**15,987**	**15,985**	**0.0%**
Margem Líquida	21.7%	21.6%	7bps	15.6%	17.6%	-208bps	17.5%	17.8%	-30bps

Fonte: BTG Pactual

Tabela 5: BTG x Consenso

Petrobras	2025E			2026E			2027E		
US$mn	BTGe	Cons.	Diff.	BTGe	Cons.	Diff.	BTGe	Cons.	Diff.
Receita	**88,159**	**88,852**	**-0.8%**	**89,235**	**88,149**	**1.2%**	**91,356**	**91,605**	**-0.3%**
EBITDA Ajustado	**42,504**	**43,177**	**-1.6%**	**44,735**	**42,892**	**4.3%**	**48,310**	**45,542**	**6.1%**
Margem EBITDA	48.2%	48.6%	-38bps	50.1%	48.7%	147bps	52.9%	49.7%	317bps
Lucro Líquido	**19,118**	**18,128**	**5.5%**	**13,894**	**14,804**	**-6.1%**	**15,987**	**17,008**	**-6.0%**
Margem Líquida	21.7%	20.4%	128bps	15.6%	16.8%	-122bps	17.5%	18.6%	-107bps

Fonte: Bloomberg, 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 vinculados 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, consequentemente, 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