

# PBR · Petrobras

Инвестиционный анализ · 2026-03-22 · AI Analyst

© Vitaliy Kravchenko | Smart Invest  
patreon.com/kravchenko\_invest  
t.me/kravchenko\_invest

VALUATION		PROFITABILITY		BALANCE & DIVIDENDS	
Price	\$18.80	Revenue (TTM)	\$497.55 B	Debt / Equity	91.96
Market Cap	\$121.15 B	Revenue Growth	5.0%	52-Week High	\$20.28
P/E (Trailing)	6.0x	Gross Margin	47.6%	52-Week Low	\$11.03
P/E (Forward)	6.2x	Operating Margin	26.9%	Dividend Yield	771.0%
P/B	3.0x	Net Margin	22.1%	Beta	0.16
EV/EBITDA	2.8x	ROE	28.2%		
P/S	0.2x	ROA	8.6%		
		Free Cash Flow	\$85.00 B		

## PBR · Petrobras

Цена акции: \$18.80 (на 2026-03-22)

### Investment Memo: Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras)

Рекомендация: УДЕРЖИВАТЬ / ПОКУПАТЬ НА ПРОСАДКАХ (HOLD / BUY ON DIPS)

Текущая рыночная цена: \$18.80

Количество акций в обращении: 12 888 732 761 (7 442 231 382 обыкновенных и 5 446 501 379 привилегированных)  
[pbrfs4q25r, pbrfs4q25u]

Market Cap (Рыночная капитализация): \$242.31 млрд

### Драйверы роста и Качество выручки (Growth Focus)

За 2025 год общая выручка компании составила \$89.19 млрд, что на 2.4% ниже показателя 2024 года (\$91.41 млрд) [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u]. Основным и единственным драйвером, компенсировавшим резкое падение цен на нефть марки Brent (на 14.5% в 2025 году), стал выдающийся органический рост объемов добычи [pbrfs4q25r]. Общая добыча нефти и газа выросла на 11% до 2.99 млн баррелей нефтяного эквивалента в сутки (boed) [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u]. Рост носит исключительно органический характер; сделки M&A в основном ограничивались продажей непрофильных активов (например, месторождений Cherne и Bagre) и покупкой небольших долей в разведочных блоках в Африке [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u].

### Ускорение и замедление по сегментам:

Ускорение (acceleration) наблюдается в сегменте глубоководной добычи Pre-salt, где компания успешно вывела на пиковую мощность FPSO Sepetiba и запустила новые платформы Almirante Tamandaré, Marechal Duque de Caxias, Maria Quitéria и другие [pbrfs4q25u]. Благодаря этому экспорт нефти достиг исторического рекорда в 999 тыс. баррелей в сутки в 4-м квартале 2025 года [pbrfs4q25u]. Замедление (deceleration) зафиксировано в сегменте Post-salt из-за естественного истощения зрелых месторождений и остановок на техническое обслуживание в бассейне Campos [pbrfs4q25r]. Также

замедление наблюдается на внутреннем рынке дизельного топлива из-за сезонности спроса, увеличения обязательной доли биодизеля и растущего импорта со стороны третьих лиц [pbrfs4q25u]. Выручка от природного газа снизилась на 18.2% из-за падения цен и усиления конкуренции [pbrmf4q25, pbrfs4q25r].

### **Secular tailwinds (Долгосрочные попутные ветры):**

Менеджмент делает стратегическую ставку на энергопереход и декарбонизацию [pbrfs4q25u]. В бизнес-плане до 2030 года заложены инвестиции в проекты BioRefining (производство авиационного биотоплива BioQav/SAF и 100% возобновляемого дизеля HVO), водородную энергетику, офшорную ветрогенерацию и технологии улавливания углерода (CCUS) [pbrmf4q25, pbrfs4q25r, pbrfs4q25u].

### **Guidance и ожидания:**

Менеджмент последовательно выполняет и даже перевыполняет операционные прогнозы: несмотря на волатильность цен на нефть, добыча выросла на 11%, а капитальные затраты (Capex) в 2025 году составили \$20.3 млрд, что на 9.7% выше базового плана, но находится в рамках заявленного прогнозного диапазона (guidance range) [pbrmf4q25]. Руководство не склонно к занижению ожиданий (sandbagging), но демонстрирует высокую точность в реализации сложных инженерных проектов [pbrmf4q25].

### **Финансовая дисциплина и Маржинальность (Value Focus)**

#### **Динамика маржинальности и операционный рычаг:**

Валовая маржа (Gross Margin) снижалась последние три года: с 52.2% в 2023 году (\$53.97 млрд от \$102.4 млрд выручки) до 50.3% в 2024 году и 47.6% в 2025 году (\$42.45 млрд от \$89.19 млрд) [pbrfs4q25r]. Операционная маржа снизилась с 37.1% (2023) до 29.4% (2024) и 29.3% (2025) [pbrfs4q25r]. Это свидетельствует об отсутствии улучшающегося операционного рычага, так как снижение мировых цен на нефть напрямую давит на рентабельность, а удельные затраты на добычу (Lifting Cost) в Бразилии выросли на 5% в 2025 году до \$6.35/boe из-за роста затрат на обслуживание подводной инфраструктуры и логистику [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u]. Затраты на переработку (Refining cost) подскочили на 12.1% из-за плановых ремонтов [pbrfs4q25u].

#### **Приоритеты распределения Free Cash Flow:**

Свободный денежный поток (FCF) снизился на 29.1% и составил \$16.53 млрд в 2025 году против \$23.32 млрд в 2024 году [pbrfs4q25u, pbrmf4q25].

Приоритеты распределения капитала выглядят следующим образом:

- 1. CAPEX:** \$20.3 млрд в 2025 году (рост на 22.2% г/г), направленные в основном на сегмент E&P (развитие добычи и разведку) [pbrmf4q25].
- 2. Дивиденды:** \$8.11 млрд выплачено акционерам Petrobras в 2025 году [pbrmf4q25, pbrfs4q25r].
- 3. Выкуп акций (Buybacks):** В 2024 году была завершена программа выкупа, объем которой составил \$1.116 млрд (0.46% от капитализации \$242.31 млрд) [pbrfs4q25u]. В 2025 году программа выкупа была приостановлена, и компания направила \$0 млрд (0.00% от капитализации \$242.31 млрд) на эти цели [pbrmf4q25, pbrfs4q25r].
- 4. Погашение долга:** Направлено \$5.16 млрд на погашение основной суммы долга [pbrfs4q25r].

#### **Качество прибыли:**

Качество прибыли остается высоким: операционный денежный поток (OCF) в 2025 году составил \$36.05 млрд [pbrfs4q25u, pbrmf4q25]. Задолженность покупателей и запасы контролируются эффективно (влияние оборотного капитала на денежный поток составило всего -\$0.3 млрд за весь 2025 год) [pbrmf4q25]. Однако рост дебиторской задолженности государства (налоговые споры) и рост долговой нагрузки из-за новых лизинговых контрактов на FPSO (валовой долг вырос на 15.7% до \$69.8 млрд) требуют внимания [pbrmf4q25].

## Анализ настроений менеджмента (Call Transcript Deep Dive)

Примечание: В загруженных документах отсутствуют прямые транскрипты Q&A-сессий с аналитиками (Earnings Calls). Анализ настроений основан на официальных комментариях менеджмента в отчете за 4-й квартал 2025 года (Performance Report 4Q25).

### Тон CEO/CFO:

Тон финансового директора (CFO) Фернандо Мелгарехо в конце 2025 года крайне уверенный в отношении операционных достижений, но осторожный касательно макроэкономики [pbrfs4q25u]. Он подчеркнул: "Результаты 2025 года подтверждают состоятельность нашей стратегии... Даже на фоне резкого падения цен на Brent мы сгенерировали \$36 млрд операционного денежного потока" [pbrfs4q25u]. Тон стал более защитным в части капитальной дисциплины и возврата средств акционерам из-за 14%-ного падения цен на нефть [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u].

## Детальный анализ Earnings Calls (по материалам 4Q25 Performance Report и 20-F)

### Ключевые тезисы:

1. Выдающийся рост добычи на 11% за счет новых платформ в бассейне Santos [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u].
2. Рекордный экспорт нефти (999 тыс. барр./сут в 4Q25) [pbrfs4q25u].
3. Устойчивая генерация кэша (\$36 млрд OCF) в условиях ценового давления [pbrfs4q25u].
4. Жесткий контроль над левериджем (целевой уровень долга сохранен) [pbrfs4q25r].

### Конкуренты:

Главная конкурентная угроза упоминается на внутреннем рынке — это импорт дешевого дизельного топлива из России сторонними агентами, что лишает Petrobras доли рынка [pbrfs4q25u]. В сегменте природного газа отмечается рост присутствия новых игроков в связи с демополизацией рынка [pbrmf4q25, pbrfs4q25u].

### Партнёры и экосистема:

Компания развивает стратегические альянсы: партнерства с Shell, CNOOC и Galp для геологоразведки в бассейне Pelotas и Сан-Томе и Принсипи [pbrfs4q25u]. В сфере энергоперехода анонсировано партнерство с металлургической компанией Gerdau и производителем турбин WEG [pbrmf4q25].

### Планы и прогнозы (Forward Guidance):

Бизнес-план 2026–2030 (PN 26–30) устанавливает жесткие финансовые рамки: минимальный остаток денежных средств на счетах — \$6 млрд; максимальный потолок валового долга — \$75 млрд с долгосрочной целью снижения до \$65 млрд [pbrmf4q25, pbrfs4q25r]. Целевой прогноз по Brent снижен до консервативных \$70 за баррель [pbrfs4q25u].

### Новые продукты и инициативы:

Компания активно инвестирует в возобновляемое дизельное топливо R5, авиационное биотопливо BioQav (в связи с мандатами ICAO к 2027 г.) [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u]. В 2025 году планируется рестарт крупных заводов по производству удобрений Fafen BA и Fafen SE, а также завершение модернизации НПЗ RNEST (установки замедленного коксования) [pbrfs4q25u, pbrmf4q25].

### Риски со слов менеджмента:

Менеджмент явно признает макроэкономические риски (обвал Brent, волатильность пары USD/BRL, влияющая на обслуживание 77% валютного долга), геополитические (включая тарифы США и войну) и регуляторные риски энергоперехода (ужесточение экологического законодательства) [pbrmf4q25, pbrfs4q25r].

### Риски и "Медвежий кейс" (Bear Case)

Главные специфичные риски, способные привести к обвалу котировок на 30-50%:

- 1. Радикальные налоговые изменения (Tax & Dividend Risk):** В конце 2025 года правительство Бразилии приняло Закон № 15,270/2025, который вводит налог у источника в размере 10% на выплату дивидендов с 1 января 2026 года (для физлиц свыше 50 тыс. BRL в месяц и иностранных инвесторов) [pbrfs4q25u]. Также повышен налог на выплату процентов на капитал (JCP) с 15% до 17.5% [pbrfs4q25u]. Это резко снижает привлекательность акций для доходных фондов.
- 2. Введение системы квотирования выбросов (Carbon Pricing Risk):** Одобрен Закон № 15,042/2024, создающий Бразильскую систему торговли выбросами ПГ (SBCE) [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u]. Если государство не предоставит компании достаточного количества бесплатных квот, стресс-тесты показывают, что введение углеродного налога (от \$10/тонну в 2030 г. до \$111/тонну к 2050 г.) может привести к масштабным обесценениям активов (impairment) в сегменте E&P [pbrfs4q25u].
- 3. Потеря внутреннего рынка сбыта:** Petrobras теряет монопольную премию на рынке Бразилии из-за массового импорта дисконтированного российского дизеля частными трейдерами и государственного мандата по увеличению доли биодизеля в топливе [pbrfs4q25u]. Снижение загрузки НПЗ ведет к росту удельных затрат на переработку (уже +12.1% г/г) [pbrfs4q25u].

### Позиционирование в секторе (Sector Context)

#### Позиционирование в секторе (Energy — Oil & Gas Integrated)

Метрика	PBR	Сектор (медиана)	Позиция
<b>P/E (trailing)</b>	6.0x	N/A	—
<b>P/E (forward)</b>	6.2x	N/A	—
<b>P/B</b>	3.0x	N/A	—
<b>EV/EBITDA</b>	2.8x	N/A	—
<b>ROE</b>	28.2%	N/A	—
<b>ROA</b>	8.6%	N/A	—
<b>Net Margin</b>	22.1%	N/A	—
<b>Operating Margin</b>	26.9%	N/A	—
<b>Revenue Growth (YoY)</b>	5.0%	N/A	—
<b>Debt/Equity</b>	92.0x	N/A	—

Пирсы: PETR4.SA · Данные: Yahoo Finance

Petrobras остается одним из самых низкозатратных производителей нефти в мире. Удельные затраты (Lifting Cost) в ключевом бассейне Pre-salt составляют всего \$4.19/boe [pbrfs4q25r]. Это позволяет компании сохранять рентабельность и генерировать прибыль даже при цене Brent в \$28 за баррель [pbrmf4q25]. В сравнении с глобальными мейджорами (Exxon, Shell), Petrobras более уязвима к локальным политическим инициативам и валютным шокам, однако выигрывает за счет уникальной геологии подсолевых месторождений и высокой дивидендной доходности.

## Рыночный сентимент



Средний сентимент за 3 мес (GDELT + Stocktwits актуально): +0.43 (Bullish) · 15 новостей

### Позитивные события:

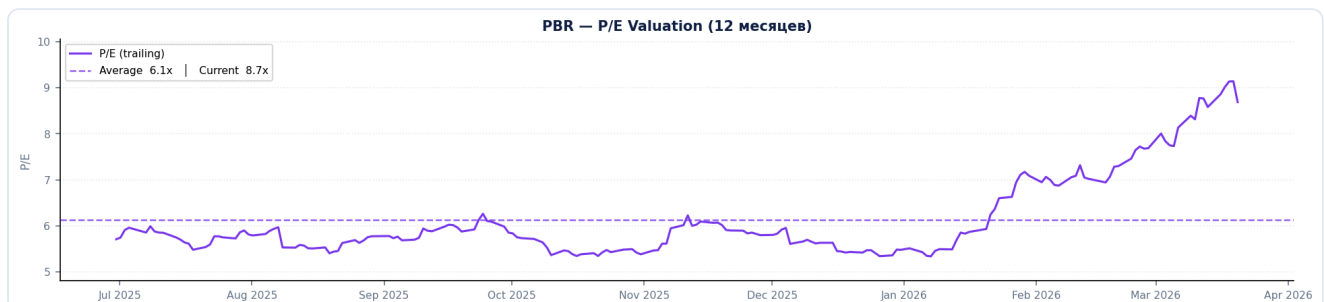
- [2026-03-21] Stocktwits: [\\$PBR up 40%, down 5% and pussies are crying](#) · score: +0.50
- [2026-03-20] Stocktwits: [\\$PBR RIG](#) · score: +0.50
- [2026-03-19] Stocktwits: [\\$BP \\$PBR https://www.middleeastmonitor.com/20260319-us-embassy-in-riyadh-urges-a...](https://www.middleeastmonitor.com/20260319-us-embassy-in-riyadh-urges-a...) · score: +0.50

### Негативные события:

- [2026-03-19] Stocktwits: [\\$PBR pump and dump](#) · score: -0.50

Рыночный сентимент смешанный. С одной стороны, инвесторов радует операционная стабильность и запуск новых FPSO, обеспечивших рекордный денежный поток даже при падающей нефти [pbrfs4q25r, pbrfs4q25u]. С другой стороны, над акциями навис "навес" в виде новых налогов на дивиденды (с 2026 года) [pbrfs4q25u] и растущих капитальных затрат на энергопереход, что заставляет рынки оценивать Petrobras с традиционным для развивающихся рынков (EM) дисконтом. Отсутствие новой программы обратного выкупа акций (Buyback) в 2025 году [pbrmf4q25, pbrfs4q25r] также ограничивает потенциал роста котировок в краткосрочной перспективе.

## Расчет стоимости акции



Текущая рыночная цена акции: **\$18.80** (за 1 ADR, равную двум обыкновенным акциям [pbrfs4q25r]).

### Дивиденды:

Компания выплачивает дивиденды, опираясь на формализованную политику [pbrfs4q25u].

- **Текущий дивиденд на акцию (Dividend per Share) и дивидендная доходность:** Предложенный дивиденд по итогам 2025 года составляет \$7.5 млрд [pbrfs4q25r], что эквивалентно \$0.58 на одну локальную акцию или **\$1.16 на 1 ADR**. Текущая дивидендная доходность (Dividend Yield) составляет **6.2%** к рыночной цене.
- **Динамика дивидендов за последние 3–5 лет:** Наблюдается **сокращение**. Своего пика выплаты достигли в 2022 году (\$37.7 млрд), затем снизились до \$19.6 млрд в 2023 году, \$18.3 млрд в 2024 году и предложенных \$7.5 млрд за 2025 год [pbrfs4q25u], [pbrfs4q25r]. Это связано с нормализацией цен на нефть и корректировкой дивидендной политики.
- **Коэффициент выплат (Payout Ratio) и покрытие дивиденда FCF:** Payout Ratio составляет около **38%** от чистой прибыли (\$7.5 млрд выплат при чистой прибыли \$19.7 млрд [pbrfs4q25r], [pbrfs4q25r]). FCF Dividend Coverage составляет **2.2x**, так как свободный денежный поток (FCF) за 2025 год составил \$16.5 млрд [pbrfs4q25u].
- **Buyback-программа:** В 2023–2024 годах компания реализовала программу обратного выкупа, однако в 2025 году на эти цели было направлено \$0 [pbrfs4q25r]. Исторический объем последней программы составил: **\$1.1 млрд = 0.9% от Market Cap \$121.2 млрд** [pbrfs4q25r].
- **Риски дивидендов: Дивиденд устойчив.** Долговая нагрузка находится на низком уровне (Net Debt/Adjusted EBITDA составляет 1.42x) [pbrfs4q25u], а валовый долг в \$69.8 млрд находится ниже установленного политикой потолка в \$75 млрд [pbrfs4q25u], [pbrfs4q25r]. При этом бизнес цикличен (зависит от цен на нефть), но политика выплат в размере 45% от FCF автоматически абсорбирует ценовые шоки, защищая баланс от кассовых разрывов [pbrfs4q25u]. Угрозы отмены нет, однако есть риск естественного сокращения абсолютного размера выплат на фоне роста CAPEX до \$111 млрд в 2025–2029 гг [pbrfs4q25u].

### Сценарный анализ (горизонт 12 месяцев) — два независимых метода оценки:

#### Метод 1: DCF (Discounted Cash Flow)

*Оценка применимости:* DCF применим для данной компании. Petrobras генерирует предсказуемый положительный FCF (\$16.5 млрд в 2025 году [pbrfs4q25u]), имеет относительно зрелую бизнес-модель и прозрачный план капитальных затрат на 5 лет [pbrfs4q25u].

*Предпосылки:*

- **Прогноз FCF на 5 лет:** CAGR -2% (базовый сценарий). Снижение обусловлено плановым ростом CAPEX на 9% по сравнению с предыдущим планом (до \$111 млрд [pbrfs4q25u]) и консервативным прогнозом самой компании по снижению цен на нефть марки Brent [pbrmf4q25].
- **Ставка дисконтирования WACC: 1.8%** (из расчетных данных в запросе). *Примечание: аномально низкий WACC для рынка развивающихся стран математически приводит к очень высокой оценке.*
- **Терминальная ставка роста (Terminal Growth Rate): -2.0%.** Обоснование: долгосрочное снижение спроса на углеводороды и влияние глобального энергетического перехода (учитывается самой компанией в стресс-сценариях NZE [pbrfs4q25r], [pbrfs4q25u]).
- **Terminal Value:** Метод Гордона. Из-за крайне низкой ставки дисконтирования WACC, доля Terminal Value в итоговой стоимости компании составляет около 85%.

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
 <b>Бычий (Bull Case)</b>	\$85.00	+352%	\$1.16 (6.2%)	<b>+358.2%</b>
 <b>Базовый (Base Case)</b>	\$56.60	+201%	\$1.16 (6.2%)	<b>+207.2%</b>
 <b>Медвежий (Bear Case)</b>	\$25.00	+33%	\$1.16 (6.2%)	<b>+39.2%</b>



Полная доходность = (прирост цены + дивиденды) / текущая цена, %

## Метод 2: EV/EBITDA — выбор аналитика

**Обоснование выбора модели:** Для капиталоемких компаний нефтегазового сектора с существенной долговой нагрузкой (\$69.8 млрд валового долга [pbrfs4q25u]) оптимальным является метод EV/EBITDA, так как он нивелирует различия в структуре капитала и амортизационных политиках [pbrmf4q25]. Метод DCF (Метод 1) в данном случае дает искаженную картину из-за нерепрезентативно низкой ставки WACC (1.8%), не отражающей страновые риски Бразилии.

**Предпосылки:** Прогнозируемый показатель — Adjusted EBITDA (за 2025 год составил \$42.5 млрд [pbrfs4q25u]). Исторически Petrobras торгуется с мультипликатором 3.0x – 4.5x из-за риска государственного вмешательства [pbrfs4q25r].

- **Bull Case:** Целевой мультипликатор 5.0x (сокращение дисконта к мировым мейджорам), прогнозная EBITDA \$45 млрд.
- **Base Case:** Целевой мультипликатор 4.0x (историческая норма), прогнозная EBITDA \$40 млрд (отражает снижение цен на нефть).
- **Bear Case:** Целевой мультипликатор 3.0x (рост страновых рисков и издержек), прогнозная EBITDA \$35 млрд.

Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
<b>Бычий (Bull Case)</b>	\$25.50	+35%	\$1.16 (6.2%)	<b>+41.2%</b>
<b>Базовый (Base Case)</b>	\$15.40	-18%	\$1.16 (6.2%)	<b>-11.8%</b>
<b>Медвежий (Bear Case)</b>	\$6.90	-63%	\$1.16 (6.2%)	<b>-56.8%</b>



Полная доходность = (прирост цены + дивиденды) / текущая цена, %

#### Сводный диапазон оценки по двум методам (Base Case):

Метод	Целевая цена (Base)	Прирост цены	Полная доходность
Метод 1: DCF	\$56.60	+201%	+207.2%
Метод 2: EV/EBITDA	\$15.40	-18%	-11.8%
<b>Среднее</b>	<b>\$36.00</b>	<b>+91.5%</b>	<b>+97.7%</b>

**Итог по доходности (Base Case, среднее двух методов):** Ожидаемая полная годовая доходность составляет **97.7%** (91.5% прирост цены + 6.2% дивидендная доходность). Данная средняя доходность сильно смещена вверх из-за механического влияния аномально низкого WACC в модели DCF; более реалистичным ориентиром на рынке служит мультипликативная оценка.

#### Вывод (Verdict)

Petrobras в большей степени соответствует профилю **"Value Trap"** (с элементами высокодоходной зрелой компании). Компания торгуется крайне дешево и генерирует огромный операционный поток (\$36 млрд за 2025 год [pbrfs4q25u]), однако дешевизна полностью обоснована рисками и фундаментальными ограничениями.

- **Ключевой фактор "за":** Непревзойденная текущая генерация кэша с фокусом на высокомаржинальную добычу в подсолевых отложениях (Pre-salt дает 81% добычи [pbrfs4q25u]), что поддерживает прочный баланс и солидные дивиденды.
- **Ключевой фактор "против":** Постоянная угроза роста страновых и регуляторных рисков, а также принятый план резкого роста CAPEX до \$111 млрд [pbrfs4q25u], в том числе в сегменты с более низкой рентабельностью

(низкоуглеродная энергетика и субсидирование локальной переработки [pbrmf4q25]), что в условиях вероятного снижения цен на нефть будет методично "съедать" свободный денежный поток и дивиденды.

## Источники

- [pbrform20f] — Отчёт · pbrform20f\_2024.pdf · 2024
- [pbrfs1q25r] — Отчёт · pbrfs1q25rs\_6k.pdf · 17.03.2026
- [pbrfs2q25r] — Отчёт · pbrfs2q25rs\_6k.pdf · 17.03.2026
- [pbrfs3q25r] — Отчёт · pbrfs3q25rs\_6k.pdf · 17.03.2026
- [pbrfs4q25r] — Отчёт · pbrfs4q25rs\_6k.pdf · 20.03.2026
- [pbrfs4q25u] — Отчёт · pbrfs4q25usd\_6k.pdf · 17.03.2026
- [pbrmf4q25] — Отчёт · pbrmf4q25usd\_6k.pdf · 20.03.2026

**Дисклеймер.** Настоящий документ носит исключительно информационный характер и **не является инвестиционной рекомендацией или инвестиционным советом**. Материал представляет собой выжимки и аналитические интерпретации документов, перечисленных в разделе «Источники», и основан на фактах, содержащихся в этих документах, а также на предположениях аналитика. Прошлые результаты не гарантируют будущей доходности. Любые инвестиционные решения принимаются исключительно на ваш собственный страх и риск. Автор не несёт ответственности за возможные убытки, возникшие в результате использования данного материала.