

# PBR · Petrobras

Инвестиционный анализ · 2026-03-20 · AI Analyst

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

VALUATION		PROFITABILITY		BALANCE & DIVIDENDS	
Price	\$18.84	Revenue (TTM)	\$497.55 B	Debt / Equity	91.96
Market Cap	\$121.35 B	Revenue Growth	5.0%	52-Week High	\$19.89
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	732.0%
P/B	3.1x	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: \$18.84 (на 2026-03-20)

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

Примечание: в предоставленных материалах отсутствуют полные транскрипты Q&A-сессий с аналитиками, поэтому анализ настроений и детали Earnings Calls базируются на официальных заявлениях руководства, цитатах CFO и подробном анализе операционных отчетов за 4-й квартал 2025 года и годовых форм 20-F.

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

#### Основные драйверы роста выручки

Выручка компании за 2025 год составила \$89.19 млрд, снизившись на 2.4% по сравнению с \$91.4 млрд в 2024 году [1]. Снижение выручки обусловлено исключительно макроэкономическим фактором — падением средних цен на нефть марки Brent на 14.5% год к году (до \$69.06 за баррель) [2]. Однако этот негативный эффект был в значительной степени компенсирован мощным **органическим ростом**. В 2025 году общая добыча нефти и газа выросла на 11% и достигла 2.99 млн баррелей нефтяного эквивалента в сутки (boed) [2]. Этот рост обеспечен запуском и наращиванием мощностей (ramp-up) новых собственных и арендованных плавучих установок (FPSO), таких как Almirante Tamandaré, Marechal Duque de Saxis, Seretiba и Maria Quitéria [3, 4]. M&A активность в росте выручки не участвовала, компания фокусируется на органическом развитии подсолевых месторождений.

#### Ускорение и замедление сегментов

- Ускорение (E&P):** Сегмент "Разведка и Добыча" (E&P) демонстрирует рекордное ускорение производственных показателей. В 4-м квартале 2025 года экспорт нефти достиг исторического рекорда в 999 тыс. баррелей в сутки [4]. Затраты на разведку выросли на 93.9% г/г в 2025 году, отражая активную фазу освоения новых скважин [5].

- **Замедление (RT&M и Gas):** Сегмент переработки (Refining, Transportation and Marketing) показал небольшое снижение объемов переработки на 2.4% из-за плановых остановок на ремонт (например, на НПЗ REVAR) [6, 7]. Также замедление наблюдается в сегменте "Газ и Низкоуглеродная энергетика" (G&LCE), где валовая прибыль упала на 14% из-за падения цен на газ и снижения объемов продаж на фоне сокращения рынка и роста конкуренции [8].

### Secular Tailwinds (Долгосрочные попутные ветры)

Менеджмент делает стратегическую ставку на энергопереход (energy transition) при сохранении лидерства в добыче низкоуглеродной нефти [9, 10]. Petrobras активно развивает программу биопереработки BioRefino 2030, направленную на производство возобновляемого дизеля (Diesel-R/HVO) и экологически чистого авиационного топлива (BioQAV/SAF) [11]. Также компания выделяет значительные инвестиции (около 15% CAPEX на ближайшие 5 лет) на низкоуглеродные инициативы, включая береговую ветровую и солнечную генерацию, биотопливо и технологии улавливания углерода (CCUS) [12, 13].

### Guidance vs Реальность (Sandbagging?)

Менеджмент Petrobras склонен консервативно оценивать свои операционные возможности (sandbagging). В 2025 году компания перевыполнила собственный прогноз (Business Plan 2025-2029) по добыче нефти и газа более чем на 2.8 процентных пункта [14]. Капитальные затраты (CAPEX) в 2025 году составили \$20.3 млрд (+22.2% г/г), что на 9.7% превысило первоначальный план, но осталось в рамках заявленного ориентира [15]. Это свидетельствует о высокой способности менеджмента "перевыполнять" обещанное на операционном уровне.

## Финансовая дисциплина и Маржинальность (Value Focus)

### Динамика маржинальности и операционный рычаг

- **Валовая маржа (Gross Margin):** В 2025 году валовая прибыль составила \$42.45 млрд при выручке \$89.19 млрд (маржа 47.6%) [1]. Для сравнения, в 2024 году маржа составляла 50.3%, а в 2022 году — 52.2% [1, 16, 17]. Снижение маржинальности напрямую связано с падением цен на сырье, а не с ухудшением операционного рычага.
- **Операционная маржа и затраты:** Удельные затраты на добычу (Lifting costs, без учета лизинга) в 2025 году немного выросли до \$6.35/бое против \$6.05/бое в 2024 году (+5%) [18]. Это связано с расходами на транспортировку газа и обслуживание подводных систем [19]. Несмотря на это, Petrobras сохраняет одни из самых низких показателей себестоимости в мировой отрасли. Скорректированная маржа EBITDA остается на исключительно высоком уровне — 48% в 2025 году [20].

### Распределение Free Cash Flow (FCF)

В 2025 году компания сгенерировала огромный свободный денежный поток (FCF) в размере \$16.5 млрд (операционный денежный поток составил \$36 млрд) [1]. Приоритеты распределения четко выстроены:

1. **CAPEX:** Абсолютный приоритет. Инвестиции (наличными) составили \$19.5 млрд (разработка месторождений Búzios, Atapu, Séria) [21].
2. **Дивиденды:** Политика предусматривает выплату 45% от FCF. В 2025 году было предложено выплатить акционерам \$7.5 млрд [22].
3. **Погашение долга и лизинга:** Выплаты по основному долгу и процентам составили около \$7 млрд, а амортизация лизинга — \$9.4 млрд [23, 24].
4. **Buybacks:** Выкуп акций не является главным приоритетом; в 2024 году на это было потрачено \$380 млн, после чего программа завершилась в августе 2024 и акции были погашены [25, 26].
5. **M&A / R&D:** Инвестиции в R&D составили \$864 млн в 2025 году [27], M&A активность минимальна (преимущественно выход из зрелых активов) [28].

## Качество прибыли

Качество прибыли высочайшее. Скорректированная EBITDA (\$43.7 млрд без учета разовых списаний) [29] надежно подкреплена операционным денежным потоком (\$36.0 млрд) [1]. Нет никаких признаков необоснованного роста дебиторской задолженности; запасы и дебиторская задолженность находятся на стабильном уровне (оборотный капитал оказал незначительное негативное влияние на денежный поток в размере -\$0.3 млрд за весь год) [30, 31].

## Анализ настроений менеджмента (Call Transcript Deep Dive)

В последнем отчете за 4-й квартал 2025 года тон Главного финансового директора (CFO) Фернандо Мельгарехо (Fernando Melgarejo) звучит **максимально уверенно**, несмотря на макроэкономические сложности: *"Результаты 2025 года подтверждают состоятельность нашей стратегии, основанной на капитальной дисциплине, росте добычи и операционной эффективности. Даже на фоне резкого падения цен на Brent, мы сгенерировали \$36 млрд операционного денежного потока... Это создает ценность и обеспечивает долгосрочные выгоды для общества и акционеров"* [32].

Тон изменился с осторожного (из-за волатильности цен на нефть) на триумфальный в части операционного исполнения (execution), так как компании удалось нарастить добычу на 11% и компенсировать значительную часть падения цен на нефть. Трудности у менеджмента традиционно вызывают вопросы о государственной политике ценообразования на топливо внутри Бразилии, однако в отчетах подчеркивается, что стратегия базируется на балансе внутреннего рынка и экспортного паритета [33].

## Детальный анализ Earnings Calls / Отчетности

### Ключевые тезисы руководства:

- Операционный триумф:** Рост добычи (+11%) и рекордный экспорт нефти (999 тыс. б/с) признаны главным достижением года [2, 4].
- Капитальная дисциплина:** Удержание валового долга в пределах стратегического потолка \$75 млрд (по факту \$69.8 млрд) при масштабном CAPEX [1, 34].
- Энергетический переход:** Сбалансированный подход к инвестициям в декарбонизацию и биопереработку [35, 36].

*Главным вызовом* признано падение цен на нефть (-14.5% г/г), что потребовало максимальной оптимизации затрат [2].

### Конкуренты:

Упомянуты косвенно через рыночную динамику. Компания отмечает потерю доли рынка в сегменте дизельного топлива из-за увеличения импорта из России независимыми трейдерами, а также конкуренцию бензина с этанолом внутри Бразилии из-за изменений налоговых ставок [37]. Petrobras защищает свою долю рынка через гибкую коммерческую стратегию [8].

### Партнёры и экосистема:

Petrobras продолжает укреплять консорциумы по разработке глубоководных проектов. Подписаны новые соглашения (AIPs) по месторождениям Sépia и Atapu с TotalEnergies, Petronas, QP Brasil и Shell [38]. В сфере возобновляемой энергии отмечено партнерство с WEG (ветряные турбины) [39] и Yara (удобрения и декарбонизация) [40].

### Планы и прогнозы (Forward Guidance):

В рамках нового 5-летнего бизнес-плана (Business Plan 2026-2030) менеджмент закладывает консервативный долгосрочный прогноз средней цены на Brent на уровне \$70/bbl [41] (по сравнению со старым планом \$65/bbl [42]). План CAPEX на 2026 год утвержден в размере 114 млрд реалов [43].

## Новые продукты и инициативы:

Анонсирован запуск нового поколения смазочных масел Group II на комплексе Boaventura, а также продолжается изучение выделенных заводов для производства SAF (BioQAV) и HVO (возобновляемый дизель) [44, 45].

## Риски со слов менеджмента:

Явно признаны: снижение мирового спроса на нефть в долгосрочной перспективе (transition risk) [46, 47], геополитическая напряженность на Ближнем Востоке и в Восточной Европе [48, 49], а также внедрение новой налоговой реформы в Бразилии (CBS/IBS), которое может изменить операционные издержки [50].

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

Три специфических риска, способных обрушить акции на 30-50%:

- 1. Политическое вмешательство в ценообразование и распределение капитала:** Правительство Бразилии как контролирующий акционер может использовать Petrobras для сдерживания инфляции, принудив компанию продавать дизель и бензин на внутреннем рынке ниже международных котировок (как это происходило в прошлом) [51, 52]. Также государство может заставить компанию перенаправить FCF из дивидендов в убыточные национальные проекты (например, субсидирование строительства НПЗ или верфей).
- 2. Срыв графиков ввода новых FPSO на подсолевых месторождениях:** Оценка Petrobras критически зависит от успеха кластеров Búzios, Mero и Atapu. Если возникнут технологические проблемы, связанные с коррозией от CO<sub>2</sub> (SCC-CO<sub>2</sub>) подводных трубопроводов [53] или задержки с поставкой новых FPSO (например, P-78, P-79, P-80), это разрушит модель роста добычи и приведет к колоссальным списаниям (impairments) [54, 55].
- 3. Эрозия маржи из-за внутренней налоговой и экологической регуляторики:** Закон о рынке углеродных квот в Бразилии (SBCE / Закон № 15,042) и программа "Топливо будущего" (Fuel of the Future) вводят жесткие обязательства по снижению выбросов [46, 56]. Ограничения на экспорт углеводородов [57] или новые налоги могут радикально снизить свободный денежный поток.

## Позиционирование в секторе (Sector Context)

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

Метрика	PBR	Сектор (медиана)	Позиция
P/E (trailing)	6.0x	20.2x	✓ Дешевле
P/E (forward)	6.2x	18.2x	✓ Дешевле
P/B	3.1x	2.5x	— Дороже
EV/EBITDA	2.8x	10.5x	✓ Дешевле
ROE	28.2%	12.4%	✓ Выше нормы
ROA	8.6%	6.4%	✓ Выше нормы
Net Margin	22.1%	9.4%	✓ Выше нормы
Operating Margin	26.9%	16.0%	✓ Выше нормы
Revenue Growth (YoY)	5.0%	-1.3%	✓ Выше нормы

Метрика	PBR	Сектор (медиана)	Позиция
Debt/Equity	92.0x	30.6x	— Дороже

Пирсы: XOM, CVX, COP, SLB, EOG · Данные: Yahoo Finance

Petrobras — это "домашний монополист" с глобальными преимуществами. Компания контролирует около 83% нефтепереработки в Бразилии [58] и обладает одними из лучших в мире подсолевыми (Pre-salt) активами, которые имеют беспрецедентно низкую себестоимость добычи (\$4.19/boe для Pre-salt) [18] и низкую углеродоемкость (14.8 kgCO<sub>2</sub>e/boe) [10]. Это делает Petrobras более устойчивой к падению цен на нефть по сравнению с американскими сланцевыми или европейскими мейджорами, но из-за странового дисконта (Country Risk) компания торгуется по кратно более низким мультипликаторам, чем ExxonMobil или Chevron.

## Расчет стоимости акции

Текущая рыночная цена акции (ADS): **\$18.84**.

### Дивиденды:

- **Текущий дивиденд на акцию:** За 2025 год менеджмент предложил выплатить акционерам \$7.507 млрд [22, 59]. На базе ~6.44 млрд ADS (в 1 ADS — 2 обыкновенные акции [60]) это составляет примерно **\$1.16 на ADS**.
- **Дивидендная доходность (Dividend Yield):** ~**6.16%** (\$1.16 / \$18.84).
- **Динамика за 3–5 лет:** Дивиденды экстремально цикличны. В 2022–2023 годах они били мировые рекорды (доходность >20%). В 2024 году общая сумма составила \$13.07 млрд, а в 2025 сократилась до \$7.5 млрд на фоне снижения цены Brent [59, 61]. Тренд — *сокращение* на фоне нормализации цен на нефть.
- **Payout Ratio & FCF Coverage:** Дивидендная политика: выплата 45% от Свободного денежного потока (FCF), если валовой долг ниже \$75 млрд [62]. FCF за 2025 год составил \$16.5 млрд [1]. Покрытие дивиденда свободным денежным потоком (FCF Dividend Coverage) составляет более 2.1x (\$16.5B / \$7.5B).
- **Buyback:** Программа обратного выкупа на \$380 млн (155 млн привилегированных акций) была реализована в 2024 году, акции погашены в январе 2025 года [26]. В настоящий момент buyback не является приоритетной альтернативой дивидендам.
- **Риски дивидендов:** Валовой долг составляет \$69.8 млрд, что ниже красной линии в \$75 млрд [63]. FCF генерируется с огромным запасом. Вердикт: **дивиденд устойчив**, однако его абсолютный размер жестко привязан к котировкам Brent (при падении Brent размер дивиденда автоматически сожмется согласно формуле 45% FCF).

### Сценарный анализ (горизонт 12 месяцев):

*Методология:* Целевая цена рассчитана на основе прогноза генерации Свободного денежного потока (FCF) и целевой дивидендной доходности (Target Yield), так как рыночная оценка Petrobras исторически диктуется дивидендными выплатами (Yield-based valuation) с учетом странового дисконта. В базовом сценарии инвесторы требуют доходность около 10-12% годовых в долларах за риск Бразилии.

- 🐂 **Бычий (Bull Case):** Геополитическая напряженность толкает среднюю цену Brent к \$80-85/bbl. Рост добычи на новых FPSO полностью монетизируется. FCF возрастает до \$24 млрд. Согласно формуле 45% payout, дивидендный пул достигает \$10.8 млрд (~\$1.67/ADS). При рыночном требовании доходности 8%, цена акции переоценивается до **\$21.00**. Прирост цены: +11.5%. Ожидаемые дивиденды: \$1.67 (8.9%). Полная доходность: +20.4%.
- 🏠 **Базовый (Base Case):** Средняя цена Brent остается вблизи заложенных в долгосрочный план менеджмента \$70/bbl [41]. Операционная эффективность позволяет удерживать FCF в районе \$16-17 млрд. Дивиденд сохраняется на уровне 2025 года: ~\$1.16/ADS. Справедливая оценка при требуемой доходности 10% диктует сохранение

котировок на текущих уровнях с небольшим апсайдом по мере снижения глобальных процентных ставок — до **\$19.50**. Прирост цены: +3.5%. Ожидаемые дивиденды: \$1.16 (6.2%). Полная доходность: +9.7%.

- 🐻 **Медвежий (Bear Case):** Мировая рецессия или переизбыток предложения опускают Brent до \$55-60/bbl. Правительство Бразилии вынуждает Petrobras сдерживать цены на заправках и увеличивать "непрофильный" CAPEX, что съедает FCF до \$10 млрд. Дивидендный пул падает до минимума в \$4.5 млрд (~\$0.70/ADS). Инвесторы применяют штрафной дисконт (требуемая доходность 12%), акция падает до **\$14.00**. Падение цены: -25.7%. Ожидаемые дивиденды: \$0.70 (3.7%). Полная доходность: -22.0%.

Сравнительная таблица:

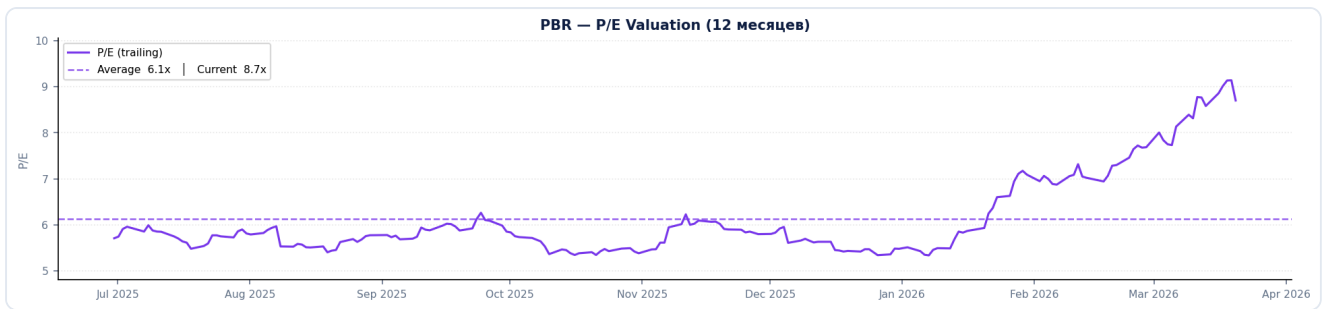
Сценарий	Целевая цена	Прирост цены	Дивиденды/год	Полная доходность
<span>🐮</span> <b>Бычий (Bull Case)</b>	\$21.00	+11.5%	\$1.67 (8.9%)	<b>+20.4%</b>
<span>🏗️</span> <b>Базовый (Base Case)</b>	\$19.50	+3.5%	\$1.16 (6.2%)	<b>+9.7%</b>
<span>🐻</span> <b>Медвежий (Bear Case)</b>	\$14.00	-25.7%	\$0.70 (3.7%)	<b>-22.0%</b>

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

**Итог по доходности (Base Case):** Ожидаемая полная годовая доходность составляет **+9.7%** (3.5% прирост цены + 6.2% дивидендная доходность).

## Динамика цены акции





## Вывод (Verdict)

Petrobras — это классический представитель **"Quality Value"** (качественная стоимость). Это не "Value Trap" (ловушка стоимости), поскольку компания обладает одними из самых качественных и рентабельных активов в мировой нефтяной индустрии (подсолевой слой / Pre-salt), демонстрирует реальный рост производства (добыча +11% за год) и генерирует феноменальный денежный поток (\$16.5 млрд FCF), которым прозрачно делится с акционерами.

- **Ключевой фактор "ЗА":** Исключительно низкая себестоимость добычи на глубоководных шельфах (\$4.19/боя для Pre-salt) [18], что обеспечивает компании неубываемую рентабельность и генерацию мощного FCF даже при падении цен на нефть до \$60.
- **Ключевой фактор "ПРОТИВ":** Высокий "страновой дисконт" и политический риск. Государство в любой момент может изменить формулу дивидендной политики, политику внутренних цен на топливо или заставить Petrobras финансировать низкорентабельные социальные/зеленые проекты в ущерб миноритариям [51].

**Рекомендация: HOLD (Держать) / BUY на просадках.** Акция является отличным инструментом для получения валютной дивидендной доходности (Cash-cow), но фундаментальный апсайд ограничен политическими рисками и зависимостью от товарных циклов.

## Источники

- Отчёт · pbrform20f\_2024.pdf · 2024
- Отчёт · pbrfs1q25rs\_6k.pdf · 17.03.2026
- Отчёт · pbrfs2q25rs\_6k.pdf · 17.03.2026
- Отчёт · pbrfs3q25rs\_6k.pdf · 17.03.2026
- Отчёт · pbrfs4q25rs\_6k.pdf · 20.03.2026
- Отчёт · pbrfs4q25usd\_6k.pdf · 17.03.2026
- 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.