

# Óleo & Gás

## Demanda saudável e riscos de oferta sustentam o preço do barril

Apesar da frustração com o adiamento no corte de juros nos EUA, observamos dados de demanda positivos de EUA e China. Na oferta, os choques oriundos dos conflitos na Europa e no Oriente Médio vêm se sobressaindo sobre a maior dificuldade que a OPEP+ apresenta para realizar novos cortes de produção. Quando olhamos para as empresas, vemos Petrobras com possibilidades de nos surpreender positivamente em sua produção e mitigando riscos com a decisão de distribuir metade dos dividendos retidos em 2023. Ainda assim, acreditamos que o preço atual precifica corretamente riscos e virtudes e seguiremos neutros. Em Prio, apesar do *overhang* causado pelo provável adiamento de Wahoo, observamos múltiplas avenidas para criação de valor e mantemos compra.

### Como está a demanda?

Ainda que o atraso no corte de juros por parte dos EUA seja um fator negativo para os preços de petróleo, seguimos avistando uma demanda atual que classificamos como forte quando olhamos os maiores consumidores (EUA e China) e assim, acreditamos que a demanda global por petróleo seguirá tracionada e sem grandes riscos baixistas ao longo dos próximos meses.

### Como está a oferta?

A oferta, por sua vez, nos parece um campo onde as dúvidas permeiam em maior tom que na demanda. Se de um lado temos a Opep mais restrita no que concerne a realização de novos movimentos que resultem na diminuição da disponibilidade e, por conseguinte, na garantia de maiores preços, dúvidas quanto aos desdobramentos dos conflitos atuais na Europa e no Oriente Médio, como a menor disponibilidade de derivados russos após incidentes envolvendo drones ucranianos, seguem adicionando um viés positivo às expectativas de preço.

### Estoques

Nossos dados apontam para um baixo estoque de óleo cru tanto nos EUA como nos demais países ocidentais.

### Uma OPEP+ encurralada ?

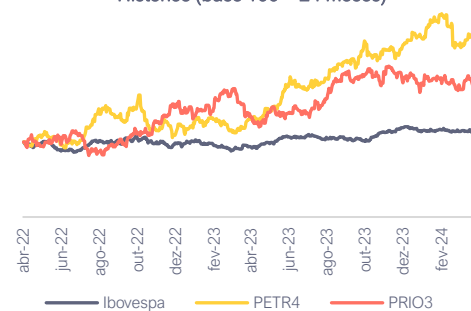
Mantendo até o fim do ano um corte mais tímido e que pode ser suprido, ao menos parcialmente, pelas adições de capacidade de países como Brasil, EUA, Guiana e Canadá, vemos o cartel tendo cada vez mais dificuldade para provocar novos choques de preços. Ademais, acreditamos que futuramente membros da OPEP podem, além de preço, passar a agir considerando a obtenção de uma maior participação de mercado. Ainda que, por enquanto, vemos os riscos oriundos da Europa e do Oriente Médio prevalecendo sobre este sentimento, torna-se válido destacar a dificuldade que o cartel pode ter para retomar protagonismo no tocante à ações de restrição de capacidade.

### Como nos posicionamos ?

Com uma demanda que consideramos forte e choques na oferta se sobressaindo sobre uma maior dificuldade da OPEP+ em orquestrar novos movimentos, gostamos de teses relacionadas à petróleo. Acreditamos que o patamar atual de preços remunera estas positivamente e, no momento, mesmo vendo bastante valor operacional para Petrobras, preferimos uma tese que consegue capturar este momento sem viés político, como Prio.

Resumo				
<b>Recomendação</b>				
PETR4	Neutro			
PRI03	Compra			
<b>Ticker</b>	<b>Cotação</b>	<b>Preço-Alvo</b>	<b>Potencial</b>	
PETR4	R\$ 41,54	R\$ 44,00	5,9%	
PRI03	R\$ 48,63	R\$ 66,00	35,7%	
<b>Oscilação</b>	<b>30d</b>	<b>12m</b>	<b>2024</b>	
PETR4	13,5%	52,8%	10,0%	
PRI03	2,0%	38,8%	7,2%	

Histórico (base 100 = 24 meses)



### Research

research@ativainvestimentos.com.br

Ilan Arbetman, CFA

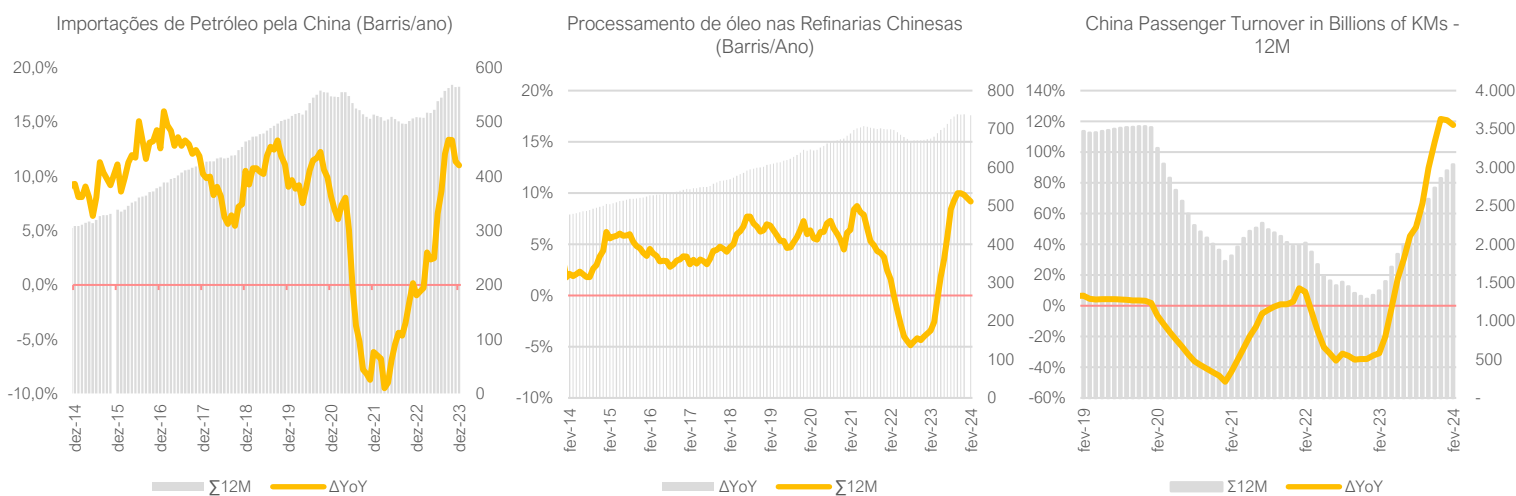
ilan.arbetman@ativainvestimentos.com.br

# Óleo & Gás

## Como está a demanda?

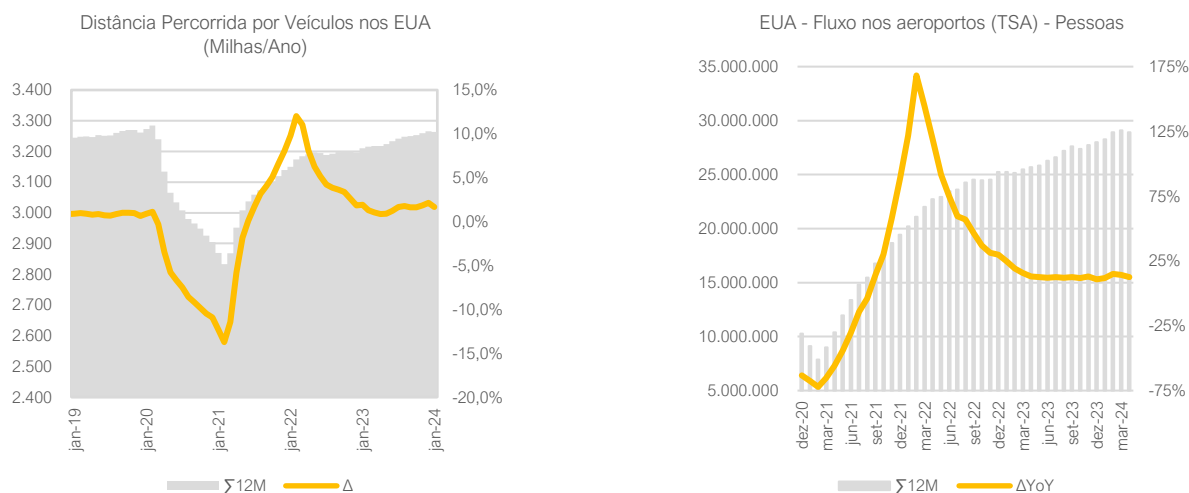
- China: Dados apontam crescimento

Na China, as taxas anuais de importação vêm apresentando crescimento. Tal análise também acontece quando olhamos a quantidade de óleo refinada pelo país nos últimos doze meses. Também analisamos de forma positiva a distância intermodal percorrida pelos chineses, mesmo esta ainda não tendo se recuperado integralmente frente aos números anteriores à pandemia. Ainda que as taxas de crescimento dos três indicadores abaixo mostrem algum sinal de consolidação, entendemos que a demanda do principal importador global de óleo segue perene.



- EUA: Em que pese apreensão por adiamento da redução das taxas de juros, indicadores de demanda atuais também são positivos

Nos EUA, vemos a distância percorrida por veículos automotivos e o fluxo de passageiros nos aeroportos do país continuando a crescer na comparação ano/ano. Vemos ainda que o nível de utilização das refinarias também não mostra nada anormal e que a oferta no país está suficiente para atender a atual demanda. Acreditamos assim que, tal como na China, a demanda por óleo no país se encontra crescente e sem mostrar sinais de solavancos. Ainda que reconheçamos que o juro norteamericano represente diferencial estatístico significativo no que tange à expectativa de consumo de petróleo no mundo não apenas de forma direta, como também indiretamente através do enfraquecimento do dólar e a ampliação da possibilidade de novos agentes internacionais adentrarem ao mercado, precisamos pontuar que o adiamento dos cortes, por si só, não nos parece ter impactado fortemente o consumo de derivados nos EUA até aqui. Para o futuro, nossa expectativa é que, com a consumação do 1º corte, as curvas abaixo sigam evoluindo.

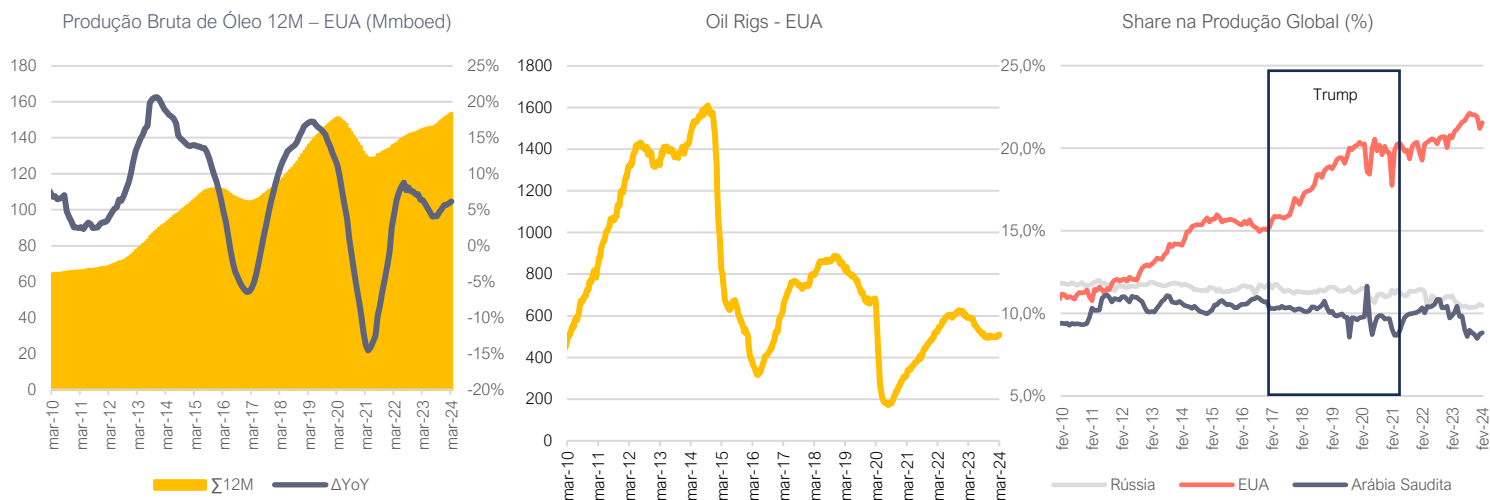


# Óleo & Gás

## Como está a oferta ?

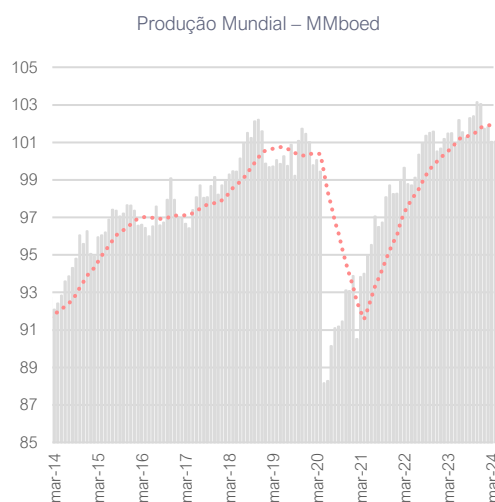
- EUA – Crescendo em modo cruzeiro

Nos EUA, a produção dos últimos 12M segue crescendo cerca de ~5% a.a. Quando olhamos o número de plataformas em atividade, no entanto, notamos uma estabilidade neste crescimento, o que aponta que o nível de crescimento da produção norte-americana pode ter alcançado um certo grau de estabilidade. Destacamos abaixo que, no último Governo Trump, os EUA ampliaram o seu *share* global. Atualmente, o *share* norte-americano está ainda maior.



- Mundo – Queda recente dialoga com questões envolvendo conflitos

As quedas recentes na oferta dialogam com o ataque de drones ucranianos à refinarias russas e à continuidade do nível de alerta no Oriente Médio. Quanto ao primeiro, o que sabemos até agora é que cerca de 7,5% da capacidade de refino no país foi atingida. Quanto ao conflito no Oriente Médio, ainda que a Faixa de Gaza em si não contenha nenhuma infraestrutura de petróleo, a possibilidade do envolvimento do Irã no conflito tende a contribuir para que a *commodity* seja negociada em níveis de preços mais altos. A participação deste pode se dar de forma direta, como visto recentemente, através de envolvimento dos *houthis* no sequestro de embarcações no Mar Vermelho (o que vêm aumentando a permanência de cargas no mar) ou ainda, através da realização de ofensivas em países que têm relações com o Ocidente, como a Arábia Saudita (país atualmente produtor de ~9 Mmboed).

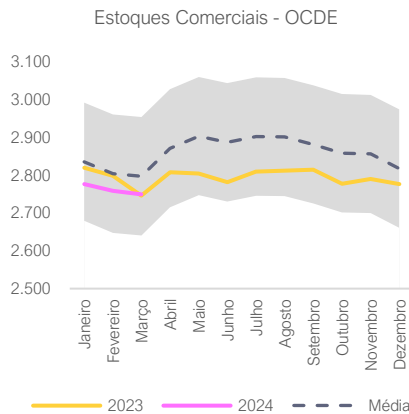
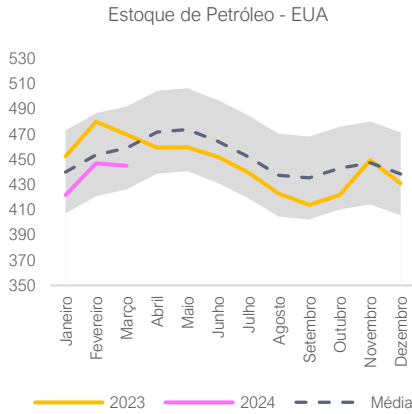


# Óleo & Gás

## Estoques seguem em queda

- Estoques seguem baixos nos EUA e nos países da OCDE

Seguimos vendo depreciados níveis de estoques nos EUA tanto em termos de petróleo cru, gasolina e diesel. Na OCDE, os estoques comerciais de óleo cru também estão baixos.

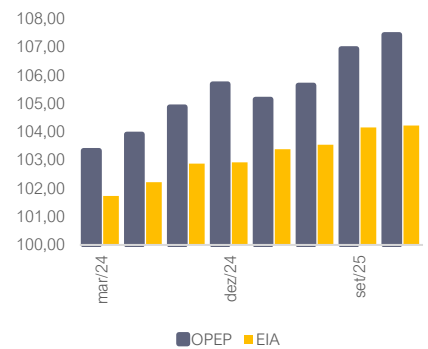


## Uma OPEP+ encurralada ?

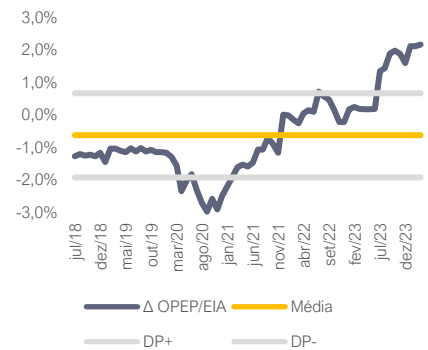
- Viés altista nas expectativas de demanda pode indicar o fim do consenso para novos cortes

Na OPEP+, a manutenção de cortes até o fim do ano não trouxe surpresas. Dos 2,2 MM de barris diários propostos, acreditamos que cerca de um 1,5 MM pode ser parcialmente compensado com as adições anuais esperadas de EUA, Brasil, Guiana e Canadá. De maneira geral, acreditamos que a oferta OPEP+ seguirá apertada, mas sem espaço para os solavancos causados pelos bruscos movimentos de retirada súbita vistos nos últimos anos. Pelo contrário, o aumento da capacidade ociosa em países-chave para o cartel além da perda de *market share* nos últimos anos (sobretudo para os EUA) pode pressionar o bloco a agir de forma menos restritiva. Protestos sobre a maneira como o cartel vêm agindo já vem ecoando, como na demonstração de insatisfação mostrado por Angola. Nos baseamos ainda no fato da OPEP+ modelar a sua oferta conforme as suas expectativas de demanda e oferta não-OPEP, e o bloco vir mostrando, sobretudo no ponto de vista da demanda, expectativas cada vez mais altistas perante outras entidades, como a EIA, como se tal pudesse justificar, futuramente, a retomada de uma maior nível de produção por parte do cartel. Ainda que este argumento seja negativo para os preços, torna-se válido ressaltar que vemos, por enquanto, os riscos oriundos das guerras atuais prevalecendo sobre o sentimento que a OPEP+ vêm perdendo força para promover cortes de produção mais profundos.

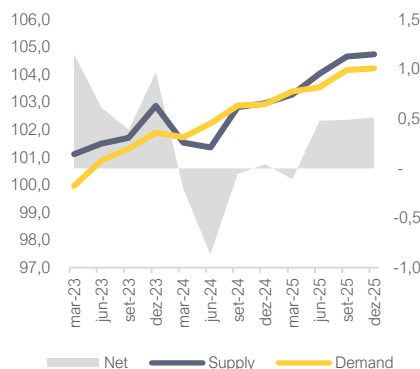
Expectativas de Demanda entre OPEP e EIA



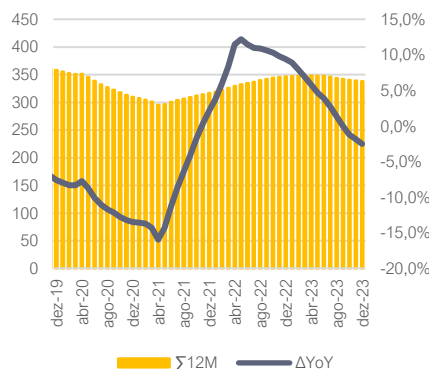
Diferença Percentual entre Expectativas de Demanda OPEP x EIA – base jul/2018



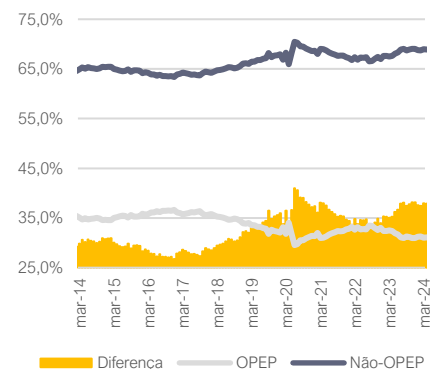
Supply x Demand – EIA (Mmboed)



Produção OPEC (Barris/Ano)



Share OPEP (%)



# Óleo & Gás

## Petrobras | PETR4 – Diante do risco político, vemos uma tese precificada

Acreditamos que Petrobras reúne bons predicados em E&P, como uma curva de produção que pode surpreender e a possibilidade de conquista de novas fronteiras (sobretudo na Margem Equatorial). No refino, a atual defasagem nos preocupa, mas vemos a companhia aceitando um maior nível de desaforo dado o crescimento da produção em E&P. Quanto aos dividendos, acreditamos que a aprovação do pagamento de 50% dos extraordinários retidos retira um dos riscos de cauda da tese. Mesmo precificada abaixo dos pares, no entanto, acreditamos que tal distância continuará sendo vista dado seu histórico de governança. Assim, seguiremos neutros.

### Maior produção e eficiência

Em E&P, Petrobras segue focando na maximização do valor de seu *portfolio*, e em especial, nos seus maiores e mais rentáveis ativos. No tocante a produção, vemos esta continuando a crescer e acreditamos que Petrobras manteve seu habitual conservadorismo ao estimar a curva de produção disposta no PE 24-28. Tal postura, sobretudo neste ano de 24, se justifica i) pelo desempenho de alguns campos em 2023 ter sido de difícil replicação; e ii) pelo fato do FPSO Sepetiba (que entrou em operação em 31/12) e o FPSO (Marechal Duque de Caxias, que entrará ao longo de 24), estarem localizados no Campo de Mero, onde Petrobras dispõe apenas de cerca de 39% de participação. O maior risco (positivo) para a tese está em 2025, quando estão previstas a entrada de quatro FPSOs, sendo dois em Búzios. No PE atual, Petrobras observará 14 FPSOs entrando até 2028 (sendo que dez destes já estão contratados) e mantém a intenção de observar a produção no pré-sal representando cerca de 80% da sua produção total.

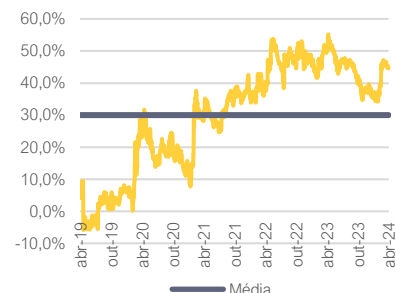
### Novas fronteiras à explorar

Para repor as suas reservas (atualmente em 10,9 bi), Petrobras planeja avançar à Margem Equatorial, às Bacias do Sudeste e às bacias internacionais, como na Colômbia. Recentemente, anunciou descobertas na Bacia Potiguar, na Margem Equatorial. Ainda que sobretudo a última descoberta nos pareça interessante, ainda é muito cedo para aferirmos o potencial destas, que seguem sem previsão de declaração de comercialidade. Ademais, nossas maiores expectativas estão na exploração da Foz do Amazonas, que ainda carece das licenças necessárias.

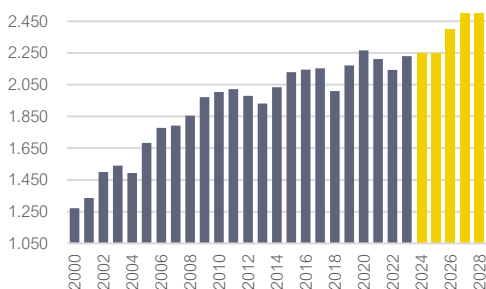
## Neutro

PETR4			
Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	529.106,3	
Últ. preço	R\$	39,78	
Preço-alvo	R\$	44,00	
Potencial		10,6%	
<b>Múltiplos</b>	<b>12m</b>	<b>24m</b>	<b>Média</b>
P/L	4,4x	4,9x	2,1x
Ev/Ebitda	2,8x	3,0x	2,8x
P/VPA	0,8x	0,7x	0,5x
<b>Oscilação</b>	<b>30d</b>	<b>12m</b>	<b>2024</b>
PETR4	9,5%	91,1%	6,8%
Ibov	-1,1%	20,3%	-6,4%
<b>Comps</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
ROE	35,4%	28,2%	25,9%
Alavancagem	0,9x	0,7x	0,7x

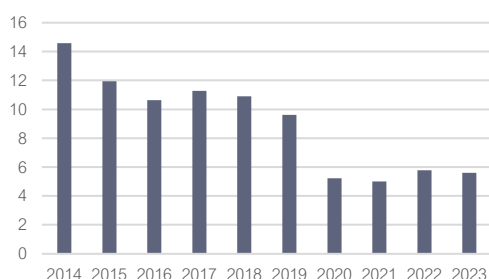
Desconto TR EV/Ebitda Petr x Pares



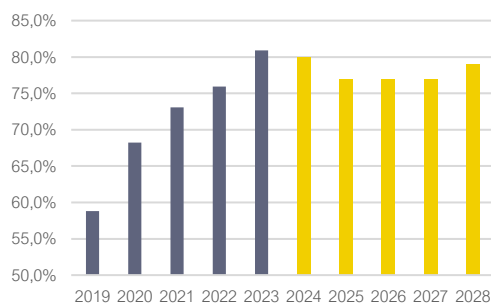
Produção de Óleo e LGN (Mbpd) - Petrobras



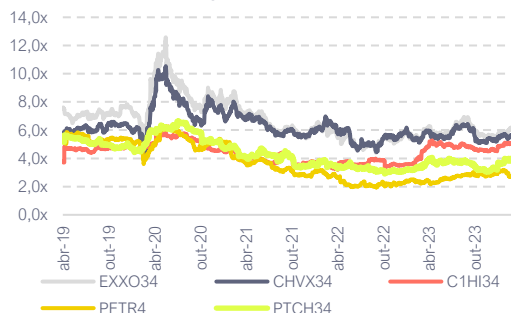
Lifting Costs (US\$ por Barril) - Brasil (Sem frete e royalties)



Participação do Pré-Sal no Mix



Trailing EV/Ebitda vs. Pares

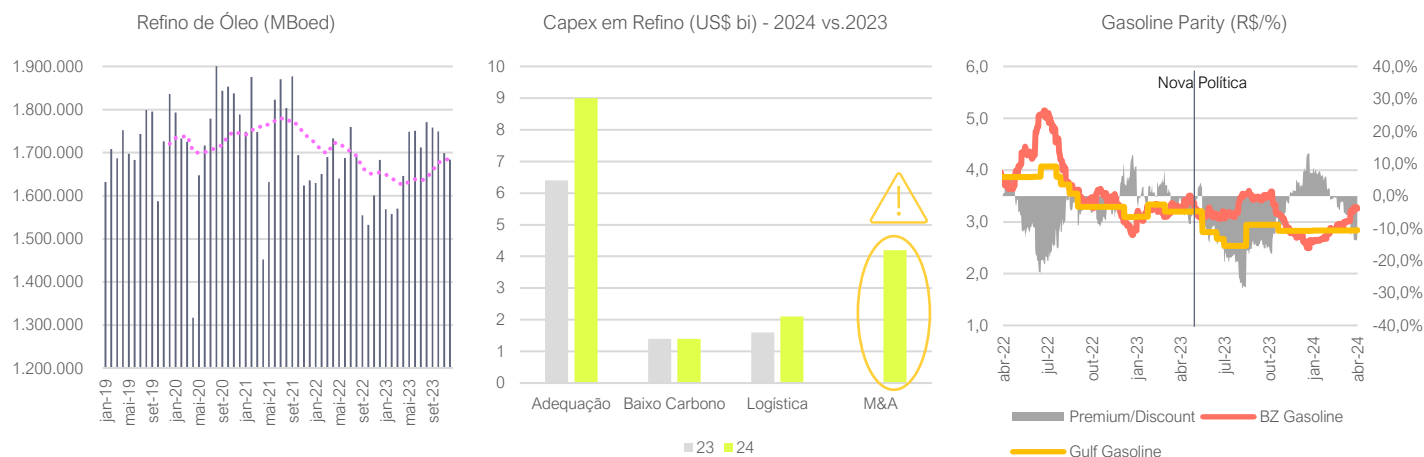


## Óleo & Gás

### No refino, a defasagem atual da gasolina ainda assusta, mas com maior produção em E&P, espaço para desaforo é maior

No refino, a empresa segue com a missão de ser a melhor opção para os seus clientes e otimizar resultados sem passar volatilidade para a ponta. Ainda que a defasagem perante o Golfo tenha sido, em média, maior no ano passado que no período onde aplicava a paridade de importação diretamente, a empresa conseguiu terminar 2023 com prêmio, que no entanto, foi diluído a partir do momento em que os *crack spreads* aumentaram, o real se depreciou perante o dólar e os estoques no Golfo continuaram se mostrando inferiores à média de cinco anos. Esta diferença no nível de preços têm trazido maiores preocupações aos investidores, sobretudo no momento em que a queda de braço existente entre membros da companhia e do governo apontam para que o espaço para a realização de ajustes altistas no preço de derivados no país possa ser menor.

Quanto ao plano de investimentos do segmento, além dos projetos de conversão no Gaslub e de melhora do *mix* de produtos na Replan, destacamos que o único aumento de capacidade relevante está previsto para a RNEST, em um projeto que o mercado já conhece. Quanto à alocação, precisamos ver onde a companhia gastará os US\$ 4,2 separados para M&A. É possível que parte do valor seja auferido para a recompra da Refinaria de Mataripe, mas acreditamos que este movimento possa demorar para ser finalizado, uma vez que atualmente as premissas envolvendo a recompra do ativo são diferentes das existentes quando este foi vendido. As outras possibilidades são o dispêndio de recursos numa eventual compra da parte da Novanor na Braskem, o que não faz parte do nosso cenário-base, uma vez que a Petrobras é vocal quanto ao seu interesse em encontrar um parceiro estratégico para o negócio petroquímico, ou ainda, numa reentrada no segmento de *downstream*, o que a companhia também apontou que não pretende fazer diretamente através de uma recompra direta de ações da Vibra, que seria um processo custoso. Assim, acreditamos que tal incógnita possa se traduzir numa frustração dos valores orçados, o que não veríamos com maus olhos, dado as dúvidas sobre a obtenção de taxas de retorno reais fortes no setor.



### Geração de caixa e, por conseguinte, dividendos continuarão fortes

Com a atual curva de produção mantida (e podendo nos surpreender para cima) e os preços do Brent sólidos, acreditamos que a companhia seguirá gerando caixa suficiente para alimentar tanto os seus planos quanto à investimentos quanto aos anseios dos investidores com dividendos. Talvez um dos grandes feitos da gestão Prates até aqui tenha sido a manutenção da relação entre a distribuição de dividendos com a capacidade de geração de caixa da empresa e isto deve continuar propiciando uma boa remuneração via proventos para os acionistas da empresa.

No que tange à distribuição dos dividendos extraordinários, acreditamos que o grande problema ocorrido foi de comunicação, uma vez que Petrobras sempre nos pareceu vocal ao apontar que distribuiria os proventos respeitando o seu caixa mínimo de US\$ 8 bi estipulados em seu próprio Plano de Investimentos e o horizonte do setor ao longo dos próximos meses. Com a recente decisão por pagar 50% dos valores, acreditamos que o mercado se debruçará na possibilidade do restante ser pago ainda ao longo de 2024. Em suma, nada impede que os valores sejam distribuídos, mas ao mesmo tempo, também não há impedimento para que a companhia, no futuro, crie uma outra reserva para outros fins, como investimentos. No fim do dia, tal decisão trata-se de uma opção do acionista majoritário e por enquanto, não acreditamos que a definição pela distribuição de 50% será suficiente para diminuir o hiato envolvendo seus múltiplos e os de pares. Para 2024, acreditamos numa distribuição regular de R\$ 3,60/ação e até R\$ 1,50/ação em dividendos extraordinários, o equivalente à um total de R\$ 5,10/ação (~12% de *yield*).



## Balço Patrimonial e DRE

R\$ milhões

Balço Patrimonial	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2023	2024	2025
<b>Ativo Total</b>	<b>998.662,0</b>	<b>1.004.754,0</b>	<b>947.574,0</b>	<b>976.709,0</b>	<b>978.577,0</b>	<b>1.050.888,0</b>	<b>1.106.461,9</b>	<b>1.181.101,1</b>
Caixa & Aplicações	87.568,0	100.268,0	36.688,0	56.193,0	66.906,0	75.263,0	101.576,8	141.955,5
Estoques	48.351,0	49.822,0	52.825,0	45.804,0	40.483,0	37.184,0	38.222,2	39.051,5
Contas à Receber	33.024,0	33.119,0	29.789,0	32.961,0	29.599,0	35.405,0	36.077,7	36.654,9
Outros Ativos CP	30.569,0	41.576,0	40.025,0	28.094,0	20.206,0	9.227,0	9.402,3	9.552,8
Outros Ativos LP	95.255,0	95.627,0	101.881,0	119.017,0	127.386,0	136.432,0	139.024,2	141.248,6
Ativo Fixo	703.895,0	684.342,0	686.366,0	694.640,0	693.997,0	757.377,0	782.158,8	812.637,8
<b>Passivo &amp; PL</b>	<b>998.662,0</b>	<b>1.004.754,0</b>	<b>947.574,0</b>	<b>976.709,0</b>	<b>978.577,0</b>	<b>1.050.888,0</b>	<b>1.106.461,9</b>	<b>1.181.101,1</b>
Fornecedores	28.029,0	28.954,0	28.164,0	28.507,0	25.643,0	23.302,0	23.952,6	24.472,3
Dívida (Curto Prazo)	43.318,0	48.923,0	46.728,0	47.650,0	49.483,0	55.781,0	53.658,1	58.550,0
Outros Passivos CP	58.875,0	93.280,0	60.915,0	87.574,0	53.324,0	84.845,0	87.213,8	89.106,1
Dívida (Longo Prazo)	234.100,0	231.714,0	246.675,0	233.053,0	221.548,0	247.281,0	237.869,9	259.556,1
Outros Passivos LP	200.146,0	191.338,0	192.594,0	217.331,0	226.495,0	259.238,0	266.475,7	272.257,5
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>434.194,0</b>	<b>410.545,0</b>	<b>372.498,0</b>	<b>362.594,0</b>	<b>402.084,0</b>	<b>380.441,0</b>	<b>437.291,9</b>	<b>477.159,1</b>

R\$ milhões

DRE	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2023	2024	2025
Receita Líquida	141.641,0	170.960,0	170.076,0	158.579,0	139.068,0	511.994,0	521.721,9	530.069,4
CMV	(72.370,0)	(80.447,0)	(88.795,0)	(89.325,0)	(71.618,0)	(271.540,0)	(279.121,2)	(285.177,4)
Lucro Bruto	69.271,0	90.513,0	81.281,0	69.254,0	67.450,0	240.454,0	242.600,7	244.892,1
Total de Despesas Op.	(7.198,0)	(7.116,0)	(6.573,0)	(10.911,0)	(9.619,0)	(41.571,0)	(43.633,1)	(45.656,4)
EBIT	62.073,0	83.397,0	74.708,0	58.343,0	57.831,0	198.883,0	198.967,6	199.235,7
Resultado Fin.	2.983,0	(15.757,0)	(7.973,0)	1.490,0	(3.200,0)	(11.861,0)	(12.086,4)	(12.279,7)
IR & CSLL	(23.598,0)	(26.193,0)	(20.403,0)	(15.799,0)	(18.690,0)	(52.315,0)	(63.539,6)	(63.565,0)
Lucro Líquido	44.783,0	54.484,0	46.236,0	43.502,0	38.307,0	134.707,0	123.341,6	123.390,9
EBITDA	78.677,0	100.393,0	91.851,0	75.802,0	73.017,0	265.087,0	268.095,8	269.469,9

**Margens**

Bruta	48,9%	52,9%	47,8%	43,7%	48,5%	47,0%	46,5%	46,2%
EBIT	43,8%	48,8%	43,9%	36,8%	41,6%	38,8%	38,1%	37,6%
EBITDA	55,5%	58,7%	54,0%	47,8%	52,5%	51,8%	51,4%	50,8%
Líquida	31,6%	31,9%	27,2%	27,4%	27,5%	26,3%	23,6%	23,3%

**Crescimento Ano/Ano**

Δ Receita Líq.		54,4%	39,9%	18,2%	-1,8%	-20,2%	1,9%	1,6%
Δ EBITDA		65,5%	53,0%	18,4%	-7,2%	-23,5%	1,1%	0,5%
Δ Lucro Líq.		26,6%	48,1%	37,1%	-14,5%	-28,7%	-8,4%	0,0%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	2023	2024	2025
EBIT	62.073,0	83.397,0	74.708,0	58.343,0	57.831,0	198.883,0	198.967,6	199.235,7
(-) IR & CSLL	(23.598,0)	(26.193,0)	(20.403,0)	(15.799,0)	(18.690,0)	(52.315,0)	(63.539,6)	(63.565,0)
(+) Depreciação & Amort.	16.604,0	16.996,0	17.143,0	17.459,0	15.186,0	66.784,0	69.128,1	70.234,2
(-) Δ Capital de Giro	(3.115,0)	22.757,0	(31.277,0)	42.782,0	(20.543,0)	17.109,0	1.133,2	855,0
(-) CAPEX	(12.338,0)	(8.383,0)	(10.225,0)	(18.710,0)	(12.592,0)	(49.910,0)	(57.389,4)	(63.608,3)
<b>(=) FCFE</b>	<b>39.626,0</b>	<b>88.574,0</b>	<b>29.946,0</b>	<b>84.075,0</b>	<b>21.192,0</b>	<b>180.551,0</b>	<b>148.300,0</b>	<b>143.151,5</b>

# Óleo & Gás

## Prio | PRIO3 – Valuation atrativo e múltiplas possibilidades de crescimento fazem Prio nossa top pick

Após o resultado positivo do processo de arbitragem com a IBV, que lhe permitirá o aproveitamento integral da produção do campo de Wahoo, estamos mantendo nossa recomendação de compra e elevando nosso preço-alvo para a companhia de R\$ 63,00 para R\$ 66,00. Acreditamos que, com a retomada da sua produção à níveis normalizados, o segundo semestre será mais favorável para Prio, que apesar de ainda não saber quando extrairá o primeiro óleo de Wahoo, segue recuperando a produção de Albacora Leste e estudando possibilidades em Frade. Dado a dificuldade na obtenção de licenças, não descartamos a possibilidade da realização de M&As, contanto que o pilar de TIR real de 20% seja mantido. Vemos ainda Prio sendo negociada à 3,3x Ebitda em 24 meses, o que consideramos atrativo.

### Custos de extração seguem surpreendendo positivamente

Neste 4T23, os *lifting costs* da companhia foram os mais baixos de sua história (US\$ 6,8/barril) e a nossa impressão é que a entrada dos novos poços produtores de Wahoo, por estarem localizados no pré-sal, podem manter o indicador baixo, ainda que o incremento operacional em Albacora Leste possa vir com um custo de extração mais elevado.

### Apesar da morosidade nas licenças, resultado positivo da arbitragem em Wahoo traz notícias positivas para a tese

Por conta da greve do Ibama e a dificuldade na obtenção das licenças, passamos a desconsiderar o primeiro óleo no 2T24 e ajustamos nosso modelo conforme a curva 1P exposta na atual reserva de certificação da companhia, atualizada recentemente. Sabemos que este projeto poderá escorregar para 2025, dado o difícil cronograma do Barco Amazon, um dos poucos no globo à realizarem o lançamento de linha. Todavia, se por um lado ainda temos este *overhang*, a decisão favorável no tocante à arbitragem com a IBV trouxe à companhia a oportunidade de adicionar uma produção não valorada em nossos modelos. Além deste incremento, acreditamos que podemos ser positivamente surpreendidos com o *ramp-up* do campo se mostrando mais rápido que o esperado devido a sua localização no pré-sal. Ressaltamos ainda que os benefícios da realização de um futuro *tieback* entre Wahoo e Frade ainda não estão integralmente no preço do papel.

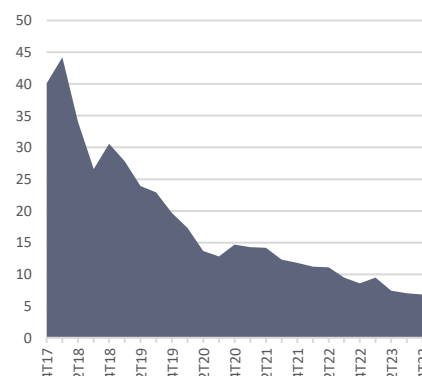
### Hora de colher os avanços em Frade, mas ainda acreditamos que há mais por vir

O projeto de revitalização do Campo de Frade foi extremamente exitoso e resultou num aumento exponencial da produção do campo, que em janeiro/24, estava produzindo acima dos 50 mil barris/dia. Neste campo, a primeira fase (terminada em 2022) resultou na adição do poço OPD4, que adicionou 15 mil barris, e do poço MUP3A, que incrementou a produção da companhia em 3.500 barris diários. Mais recentemente, a segunda fase resultou na estabilização da produção do poço MUP5 em 8 mil barris dia e do poço N5P2 em 11 mil barris/dia. Por fim, o poço ODP5 trouxe mais 8 mil barris diários à empresa, que pretende continuar a exploração em Maracanã, onde existe a possibilidade de se implementar mais um ou dois poços exploratórios. Acreditamos que estes, a princípio, só seriam explorados após o *ramp-up* da produção de Wahoo. Na ocorrência de algum atraso neste calendário, este cronograma poderia ser antecipado.

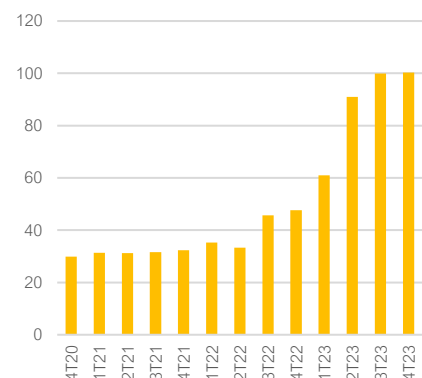
## Compra

PRIO3			
Valor de mercado (R\$mil.)	R\$		42.818,9
Últ. preço	R\$		48,00
Preço-alvo	R\$		66,00
Potencial			37,5%
Múltiplos	12m	24m	Média
P/L	5,8x	4,4x	7,0x
Ev/Ebitda	4,2x	3,3x	4,0x
P/VPA	2,0x	1,6x	1,9x
Oscilação	30d	12m	2024
PRIO3	2,8%	41,4%	4,2%
Ibov	-1,1%	20,3%	-6,4%
Comps	2023	2024	2025
ROE	37,3%	12,6%	14,6%
Alavancagem	0,7x	0,5x	0,3x

Lifting Costs - US\$/barril



Produção Total Prio (barril/dia)







# Óleo & Gás

## Após estabilizar, companhia pode expandir a produção em Albacora Leste

Ainda estamos nos primeiros dezoito meses do campo, onde Prio deseja estabilizar a produção de Albacora Leste e reduzir o seu *opex*. Adicionalmente, Prio pode reativar alguns poços do campo e assim, elevar a produção do mesmo dos cerca de 30 mil barris diários para algo em torno de 35 mil barris/dia. Após os meses iniciais e a estabilização da produção, que atualmente segue apresentando comportamento assimétrico, entrará em ação a segunda fase do plano, que buscará o aumento da produção através de conexões e novos poços produtores, como Arapuá, no pré-sal. Se houver alguma intercorrência em *Wahoo*, a adição de poços em Albacora Leste também pode ser antecipada e ser efetuada próxima à continuação da 3ª fase de exploração em Frade.

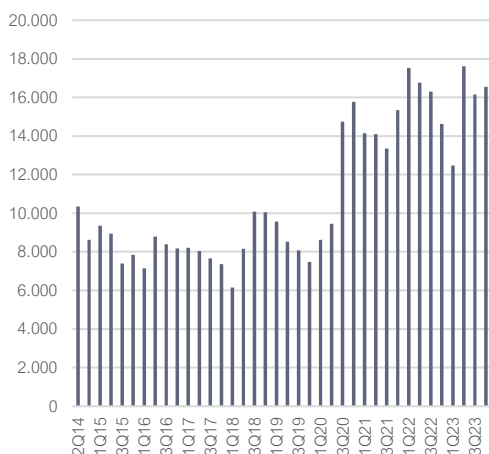
## Polvo e TBMT

Após o anúncio do sucesso na exploração do poço POL-Q, que trouxe mais mil barris diários à produção, o equivalente a 15% do total do campo, não trabalhamos com novas explorações no curto prazo. Em nosso modelo, seguimos a projeção referente à certificação 1P do *cluster* e acreditamos que o foco atual da empresa seja estabilizar as suas condições operacionais de produção no local.

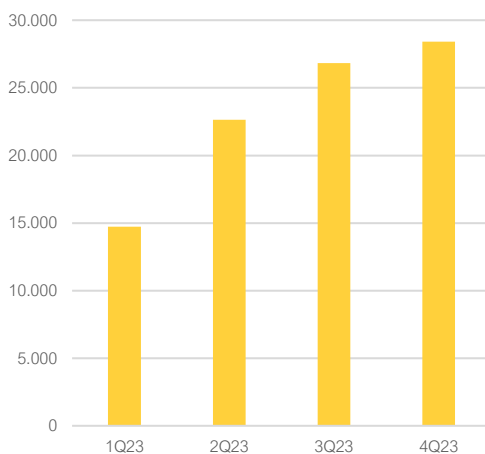
## M&As

Além do cenário local, onde a companhia desde sempre monitora as possibilidades existentes e que agora estão mais restritas após o término do programa de desinvestimentos da Petrobras, Prio aponta que segue olhando uma segunda geografia, que pode ser o Golfo do México, por reunir boas condições exploratórias, regulatórias e a possibilidade de extração de uma taxa de retorno real de dois dígitos. Após executar dois movimentos de emissão de dívida recentemente, Prio está com caixa disponível para iniciar a concretização de alguma oportunidade inorgânica.

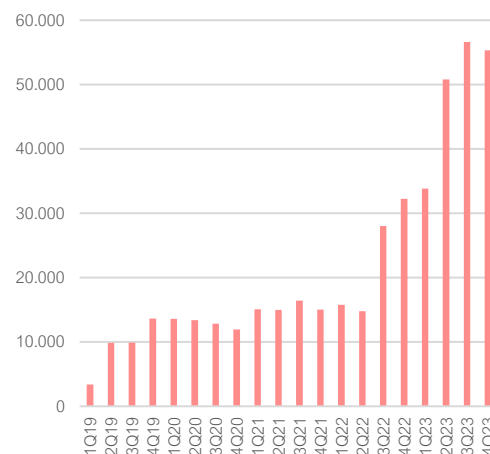
Produção - Cluster TBMT + Polvo (Barris/Dia)



Produção - Albacora Leste – (Barris/Dia)



Produção - Frade (Barris/dia)



## Balço Patrimonial e DRE

R\$ milhões

Balço Patrimonial	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
<b>Ativo Total</b>	<b>20.302,5</b>	<b>25.623,1</b>	<b>25.992,0</b>	<b>28.521,7</b>	<b>28.310,9</b>	<b>28.310,9</b>	<b>57.361,3</b>	<b>77.634,9</b>
Caixa & Aplicações	9.613,0	527,2	1.155,3	2.225,3	2.335,4	2.335,4	33.763,0	53.652,6
Estoques	-	-	729,2	662,5	651,7	651,7	1.059,4	1.103,1
Contas à Receber	166,3	2.230,1	1.357,9	1.613,8	1.743,5	1.743,5	963,1	1.073,6
Outros Ativos CP	10.602,6	3.884,3	3.664,0	5.086,5	5.294,9	5.294,9	36.479,7	56.603,2
Outros Ativos LP	9.699,9	2.173,8	22.327,9	23.435,1	23.016,1	23.016,1	20.881,6	21.031,7
Ativo Fixo	8.970,1	2.105,6	2.143,9	22.877,0	22.384,4	22.384,4	20.104,5	20.165,4
<b>Passivo &amp; PL</b>	<b>20.302,5</b>	<b>25.623,1</b>	<b>25.992,0</b>	<b>28.521,7</b>	<b>28.310,9</b>	<b>28.310,9</b>	<b>57.361,3</b>	<b>77.634,9</b>
Fornecedores	565,9	605,6	757,4	638,0	834,8	834,8	335,5	349,3
Dívida (Curto Prazo)	498,3	1.799,9	2.422,6	2.193,8	1.476,6	1.476,6	4.729,2	6.668,0
Outros Passivos CP	323,5	772,3	887,5	1.025,9	1.152,5	1.152,5	1.139,2	1.237,2
Dívida (Longo Prazo)	8.724,4	8.718,0	7.827,3	8.327,9	8.077,8	8.077,8	25.872,0	36.478,8
Outros Passivos LP	298,3	3.098,3	3.343,4	3.435,0	2.891,0	2.891,0	3.793,4	4.136,9
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>9.892,0</b>	<b>10.629,0</b>	<b>10.753,9</b>	<b>12.901,1</b>	<b>13.878,3</b>	<b>13.878,3</b>	<b>21.492,0</b>	<b>28.764,6</b>

R\$ milhões

DRE	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
Receita Líquida	973,7	2.815,0	2.311,2	4.045,5	2.733,4	11.905,0	14.646,5	16.327,1
CMV	(374,6)	(981,9)	(843,1)	(1.627,6)	(793,6)	(4.246,1)	(6.444,5)	(6.710,5)
Lucro Bruto	599,1	1.833,1	1.468,1	2.417,9	1.939,8	7.658,9	8.202,0	9.616,7
Total de Despesas Op.	66,1	(313,2)	(286,9)	(185,6)	282,7	(503,0)	(898,0)	(474,6)
EBIT	665,3	1.519,8	1.181,2	2.232,3	2.222,5	7.155,9	7.304,0	9.142,1
Resultado Fin.	(177,6)	(264,3)	(341,1)	(112,1)	(333,7)	(1.051,2)	(674,6)	(120,3)
IR & CSLL	247,3	(93,5)	0,8	(491,4)	(340,7)	(924,8)	(3.922,2)	(4.826,9)
Lucro Líquido	734,9	1.162,1	841,0	1.628,8	1.548,0	5.179,9	2.707,2	4.194,8
EBITDA	862,1	1.822,8	1.723,6	1.684,5	5.342,0	10.572,9	11.780,9	13.163,0

Margens

Bruta	61,5%	65,1%	63,5%	59,8%	71,0%	64,3%	56,0%	58,9%
EBIT	68,3%	54,0%	51,1%	55,2%	81,3%	60,1%	49,9%	56,0%
EBITDA	88,5%	64,8%	74,6%	41,6%	195,4%	88,8%	80,4%	80,6%
Líquida	75,5%	41,3%	36,4%	40,3%	56,6%	43,5%	18,5%	25,7%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		84,0%	23,3%	103,7%	180,7%	87,1%	23,0%	115%
Δ EBITDA		60,6%	40,0%	9,2%	519,6%	121,6%	11,4%	117%
Δ Lucro Líq.		8,7%	110%	93,9%	110,6%	52,3%	-47,7%	54,9%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	2023	2024	2025
NOPLAT	1.002,6	1.406,7	1.182,4	1.714,9	1.821,6	6.071,9	2.982,7	4.250,7
(-) IR & CSLL	247,3	(93,5)	0,8	(491,4)	(340,7)	(924,8)	(3.922,2)	(4.826,9)
(+) Depreciação & Amort.	196,8	302,9	542,4	(547,8)	3.119,5	3.417,0	4.476,9	4.020,9
(-) Δ Capital de Giro	930,3	(1.879,0)	1.115,3	(333,4)	225,1	(872,0)	(269,9)	(122,0)
(-) CAPEX	(318,6)	(10.018,9)	(1.382,3)	(1.132,4)	(789,7)	(13.323,2)	(2.197,0)	(4.081,8)
<b>(=) FCFE</b>	<b>1.811,1</b>	<b>(10.188,3)</b>	<b>1.457,8</b>	<b>(298,7)</b>	<b>4.376,5</b>	<b>(4.706,3)</b>	<b>4.992,7</b>	<b>4.067,9</b>



## DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado exclusivamente pela Ativa Investimentos e está sendo fornecido exclusivamente para fins informativos. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação prévia, exceto quando encerrar a cobertura do emissor dos títulos discutidos neste relatório.

Este relatório não é uma oferta ou solicitação de qualquer instrumento financeiro. Antes de tomar a decisão de aplicar em qualquer operação, os potenciais investidores devem considerar cuidadosamente sua própria situação financeira, seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis e, em particular, avaliar os fatores de risco aos quais o investimento está sujeito. Os investidores deverão procurar aconselhamento financeiro em relação aos produtos ou estratégias de investimentos discutidas neste relatório, quando necessário. Os investidores devem observar que os rendimentos de títulos ou outros investimentos, mencionados neste relatório, podem flutuar e o preço de tais títulos e investimentos pode aumentar ou diminuir. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro. A Ativa Investimentos não aceita responsabilidade por qualquer perda direta ou indireta decorrente do uso deste relatório.

Os traders e demais profissionais da Ativa Investimentos e das empresas do conglomerado podem realizar comentários ou estratégias de negociação que refletem opiniões contrárias à opinião expressa neste relatório. Esses comentários de mercado ou estratégias de negociação refletem os diferentes prazos, premissas, visões e métodos analíticos das pessoas que as elaboraram, e a Ativa Investimentos e seu conglomerado não possuem nenhuma obrigação de garantir que tais comentários de mercado ou estratégias de negociação sejam levados ao conhecimento de qualquer destinatário deste relatório. Este relatório é baseado em informações publicamente disponíveis e que a Ativa Investimentos considera confiável, porém não representa que é preciso e/ou completo, sendo assim, não deve ser considerado como tal.

### Research

[research@ativainvestimentos.com.br](mailto:research@ativainvestimentos.com.br)

### Institucional

#### Ações | Renda Fixa | Mercados Futuros

Mesa RJ: (55 21) 3515-0290  
Mesa SP: (55 11) 3339-7036  
Sales: (55 21) 3515-0202

### Pessoa Física

Mesa RJ: (55 21) 3515-0256/3958-0256  
Mesa RS: (55 51) 3017-8707  
Mesa SP: (55 11) 3896-6994/6995/6996  
Mesa GO: (55 41) 3270-4100  
[assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br](mailto:assessoriadigital@ativainvestimentos.com.br)

### Atendimento

0800 285 0147

### Ouvidoria

0800 717 7720