

Petrobras (PETR4) | Política de Preços

Se o petróleo é nosso, qual importância da paridade de preços?

Nossa Visão

Atualmente, observamos que os preços praticados pela empresa estão alinhados com a paridade internacional, com uma variação média de +/- 5% em relação à nossa estimativa do **Preço de Paridade de Importação (PPI)**. Observamos essa faixa de variação com normalidade, uma vez que o mercado internacional de petróleo passou por flutuações significativas devido a fatores como conflitos e cortes ocasionais na produção da OPEP. Entretanto, a nova estratégia comercial da empresa introduz fatores subjetivos na definição dos preços dos combustíveis. Nosso receio é que os preços possam se afastar da paridade e que essas subjetividades sejam usadas como justificativas. Embora a PPI também não possuísse uma fórmula, ela continha uma lógica mais compreensível, que será demonstrada no decorrer desse documento. Sendo assim, criamos nossa estimativa para paridade de preços e estamos introduzindo esse documento como plataforma para o acompanhamento da política de preços de base mensal. Achamos que tal medida pode nos ajudar a interpretar as altas e reduções nos preços dos combustíveis de acordo com o que pode ser interpretado como o preço "justo" tendo em vista as atuais condições de mercado. Enfatizamos que o problema dessa nova estratégia é a falta de clareza na definição dos preços dos combustíveis, o que aumenta o receio de que a empresa possa voltar a subsidiar o consumo dos combustíveis como no passado. Em nossa leitura, podemos tratar o gráfico da paridade como se fosse um "termômetro" da percepção de risco político em relação a Petrobras... sempre que as linhas fiquem muito abaixo da linha média da paridade, entendemos que as ações da empresa podem sofrer negativamente.

Objetivos desse documento:

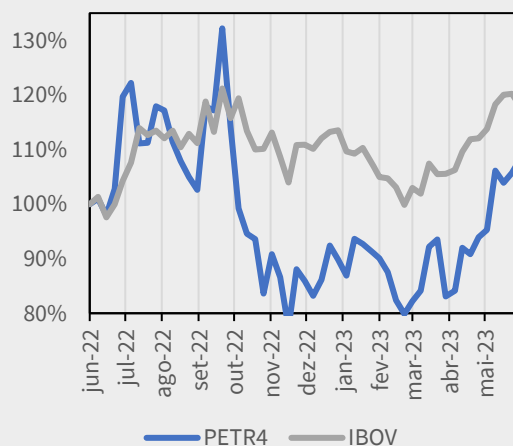
- I) Entender a importância de a Petrobras acompanhar os preços de paridade internacional;
- II) Apresentar a lógica que utilizamos na construção de nossa estimativa;
- III) Acompanhar a evolução dos preços comercializados pela Petrobras em relação ao PPI estimado;
- IV) A partir desse documento, realizar uma publicação mensal de acompanhamento dos preços versus nossa estimativa do PPI.

Empresas

Petrobras (PETR4)

Recomendação	VENDER
Target Price 12M	R\$ 25,00
Preço Atual (R\$)	30,89
Upside	-19,06%

Performance



Vitor Sousa

vitor.sousa@genial.com.br

Israel Rodrigues

israel.rodrigues@genial.com.br

Brasil – Genial Investimentos
Genial Institucional S.A. CCTVM

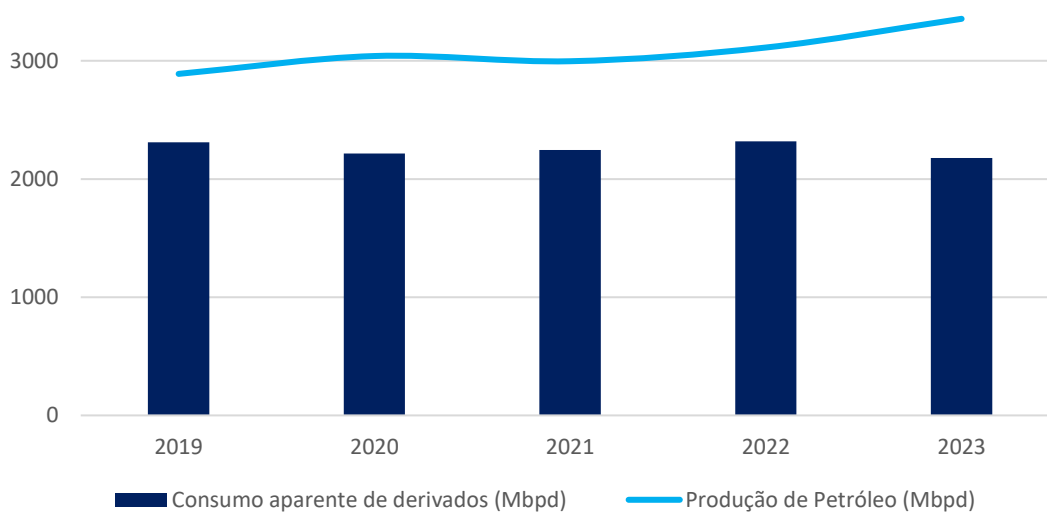
Av. Brig. Faria Lima, 3400 - 9º

O que é e qual a finalidade da política de preços de paridade de importação (PPI)?

O Brasil é autossuficiente na produção de petróleo, com uma produção média de 3.1 Mbpd e um consumo médio apenas de 2.3 Mbpd em 2022, segundo a ANP (Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis). Se apenas a Petrobras teve uma produção média de 2.1 Mbpd no 1T23, então **por quais razões** a empresa teria que seguir uma paridade de preços internacionais se, além de autossuficiente, sua operação é basicamente brasileira?

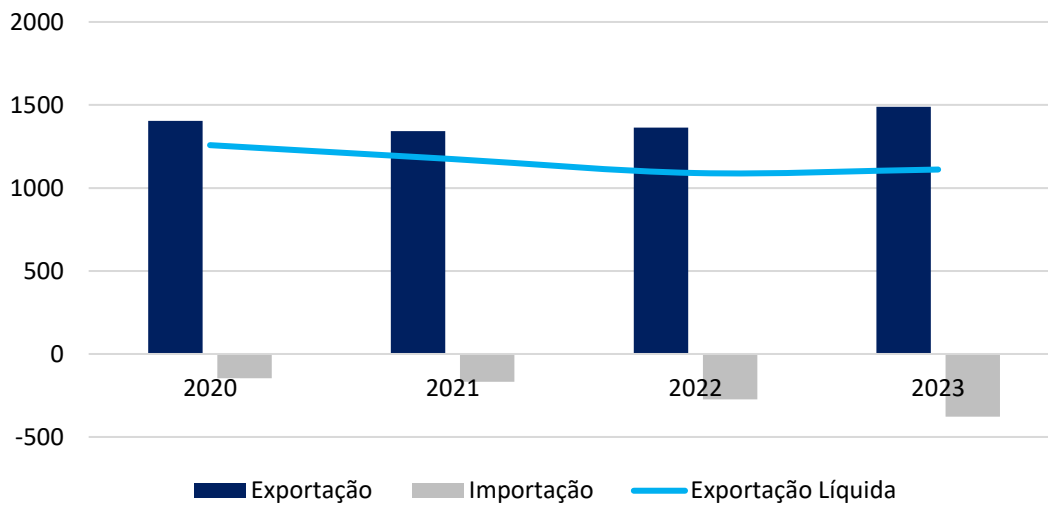
A autossuficiência do Brasil é apenas **numérica**. Apesar de o Brasil ter uma produção que excede o consumo de derivados, parte do petróleo extraído no país é classificado como 'pesado', **o qual as refinarias brasileiras não possuem a capacidade de processar** - nas décadas de 60 e 70, o Brasil não tinha produção substancial de petróleo e importava principalmente do Oriente Médio óleo 'mais leve' para ser processado, assim, as refinarias que foram construídas nessa época foram projetadas para esse tipo de óleo e hoje não conseguem processar parte do petróleo extraído no Brasil. Ou seja, dos 2.1 Mbpd que a Petrobras produz, ela exporta em média 0,7 Mbpd, dentre outros motivos, por não se adequar as refinarias locais.

Média anual de produção e consumo - Brasil (Mbpd)

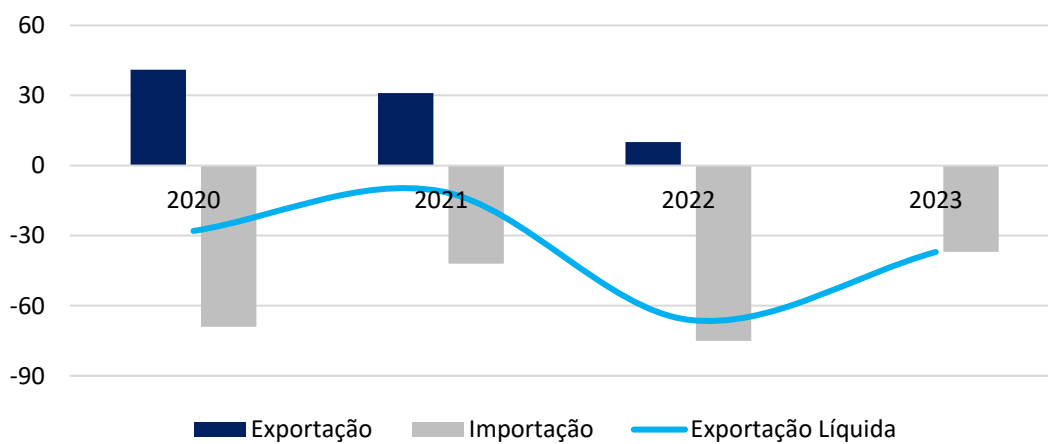


Além disso, outro fator explica essa falsa autossuficiência é **a capacidade do parque de refino**. Hoje, o parque nacional tem capacidade de processar 2.4 Mbpd, mas como uma refinaria não opera em sua capacidade máxima, o volume refinado no Brasil gira em torno de 1.9 Mbpd. A Petrobras atende cerca de 80% do consumo do país, sendo o restante importado por outras empresas e pela própria Petrobras.

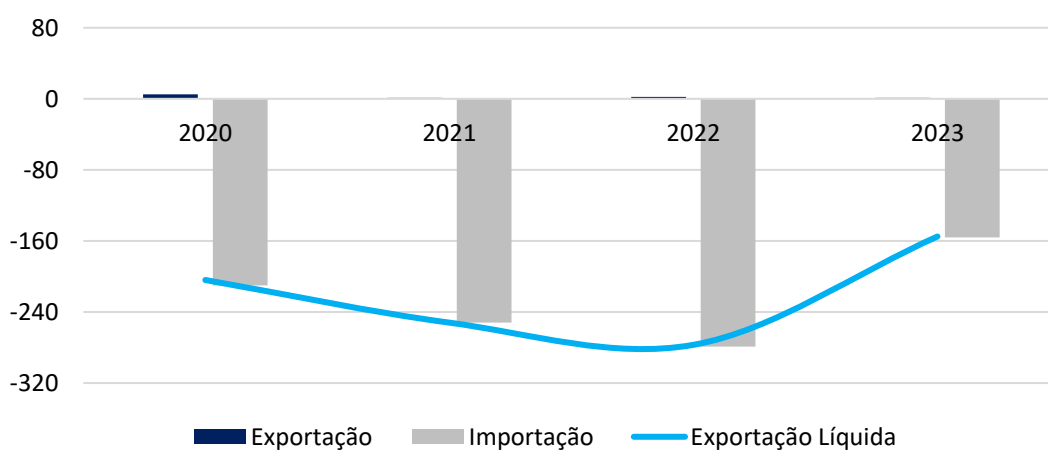
Petróleo - Exportação e Importação - Brasil (Mbpd)



Gasolina - Exportação e Importação - Brasil (kbpd)



Diesel - Exportação e Importação - Brasil (kbpd)



Em geral, devido à **proximidade geográfica**, os derivados importados têm sua origem na Costa do Golfo e seus preço estão atrelados aos custos de produção local e ao preço internacional do petróleo, negociado em dólar. A Petrobras **poderia optar** por

comercializar seus derivados ignorando essa questão internacional e considerando apenas os custos brasileiros, mas isso acarretaria em I) criar um **cenário competitivo inviável** para as outras empresas, uma vez que, devido ao custo de importação, as importadoras possuem um preço de combustíveis maior, assim, o setor perderia atratividade para os demais *players* privados e a Petrobras eventualmente teria que arcar com a necessidade de importar **todo o combustível para suprir a demanda do país**, o que geraria II) um **déficit de caixa para a empresa**, uma vez que ela estaria vendendo os derivados internacionais à um preço menor do que o preço de custo.

Criada em 2016, a PPI é uma política de preços que busca refletir os **custos totais de internalização** dos derivados de petróleo no território nacional. Com isso, a Petrobras ao seguir o PPI, como comprometido com o CADE, consegue fomentar um ambiente onde os *players* privados tenham margem operacional para atuar, diversificando o setor, retirando a necessidade da Petrobras de ser exclusivamente responsável pela importação e atuando de forma a prevenir o déficit de caixa da empresa.

Apesar disso, a PPI também traz alguns aspectos **negativos**, como por exemplo **maior volatilidade** dos preços ao se expor ao cenário internacional, ainda que a Petrobras atualmente absorva parte dessa volatilidade ao realizar reajustes mais espaçados e, a alta do preço dos combustíveis em momentos de **alta do dólar e do preço internacional do petróleo**, impactando a inflação brasileira, dada a relevância do transporte rodoviário na economia brasileira.

O cálculo do PPI

O PPI é resultado de um cálculo que visa achar o **custo de internalização dos derivados** de petróleo no território brasileiro. Em linhas gerais ele leva em conta o custo do barril no exterior, os custos de transporte, taxas portuárias e a flutuação do câmbio. Todos esses fatores são variáveis no tempo e nem sempre as informações são abertas e disponibilizadas para um cálculo preciso. Para facilitar o acesso à informação, a partir de novembro de 2018, a ANP passou a divulgar semanalmente uma **referência de formação de preços** no país, utilizando como base dados levantados pela empresa de consultoria S&P Global Platts. O mesmo acontece com a ABICOM (Associação Brasileira dos Importadores de Combustíveis), que também divulga diariamente o PPI calculado a partir de suas fontes. Ainda assim, devido a pluralidade de variáveis e fontes de informação, as duas organizações acima apresentam um PPI divergente.

Em razão disso, estamos iniciando nosso acompanhador de preços para a gasolina e o diesel, a partir de nossas estimativas. Nossa metodologia para o cálculo do PPI está detalhada abaixo:

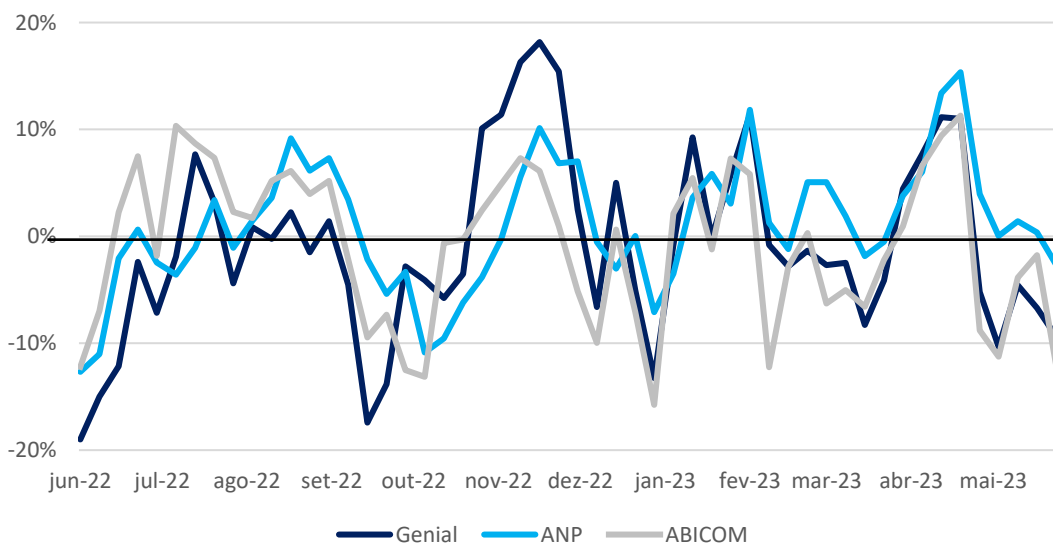
1. Para o custo de aquisição do barril, utilizamos o preço de referência de comercialização da Costa do Golfo, em virtude da proximidade geográfica e por ser a principal fonte de derivados para as empresas importadoras brasileiras. Os dados de preço são obtidos através da plataforma Bloomberg.
2. Nos Estados Unidos, existe uma política de incentivo ao uso de combustíveis renováveis, o RVO (Renewable Volume Obligations), semelhante ao renovabio brasileiro, que visa a redução das emissões de gases do efeito estufa. A inclusão desses biocombustíveis é de responsabilidade das refinarias americanas, sendo

parte do preço de comercialização do barril. Entretanto, o RVO não é obrigatório para a exportação de derivados, assim, o preço obtido em (1) não representa o real custo do barril para as importadoras, fazendo-se necessário ajustar o preço e retirar o custo do RVO. Para isso, a partir das proporções de volumes de biocombustíveis obrigatórios na mistura final, dadas pela Agência de Proteção Ambiental (EPA) americana e, dos preços de negociação desses combustíveis, conseguimos estimar o custo desse programa no preço do barril.

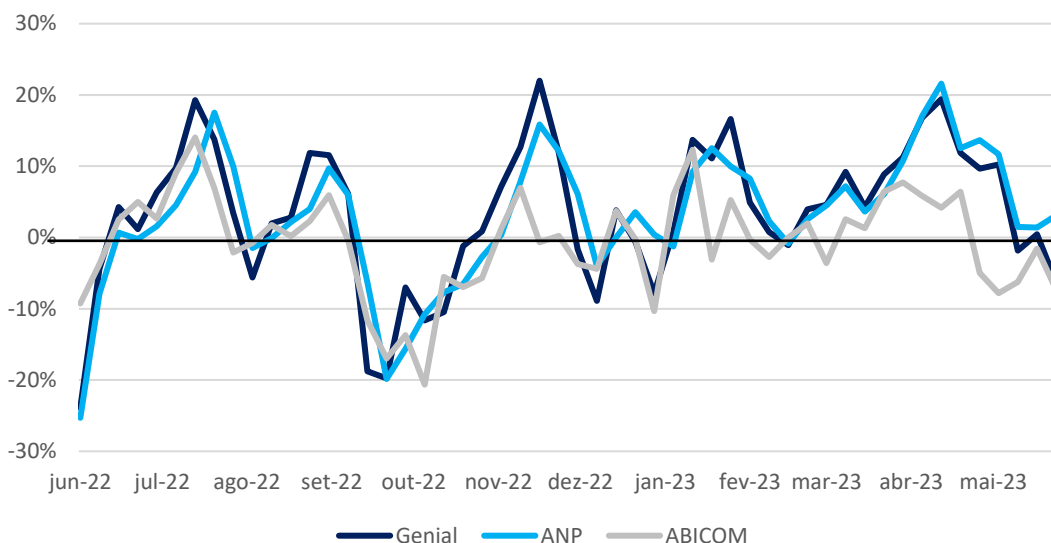
3. A gasolina comercializada na Costa do Golfo apresenta melhor qualidade (octanagem) do que a brasileira, desse modo, aplica-se um desconto ao preço do barril para que os produtos se tornem compatíveis.
4. Há ainda o custo logístico de importação dos derivados que inclui custo de frete marítimo, impostos, taxas portuárias, custos de transporte rodoviário, entre outros. Devido as proporções continentais do Brasil, esses custos variam entre regiões, sendo possível dizer que no Brasil existem diversos PPI's. Esses custos não são públicos, então para obter uma estimativa plausível, a partir do PPI divulgado pela ANP, fizemos o caminho oposto, seguindo todos os passos acima, para acharmos a estimativa do custo logístico por barril.
5. Por fim, após a compra do derivado, entre o Golfo e os portos brasileiros há uma viagem que varia entre 2 e 3 semanas e, para refletir isso no cálculo, os valores de comparação foram defasados em 3 semanas simulando essa diferença entre obtenção do produto no exterior e comercialização no território nacional.

Dadas as premissas acima, conseguimos obter uma estimativa do prêmio/desconto que a Petrobras negocia a Gasolina e o Diesel em território nacional com relação ao preço de paridade internacional. Como visto nos gráficos, a adesão do PPI e a exposição ao cenário internacional traz volatilidade aos preços dos combustíveis, mas apesar disso, a Petrobras, ao espaçar os reajustes, consegue reter parte dessa volatilidade ao mesmo tempo em que permite a manutenção de um ambiente economicamente viável as demais empresas importadoras do setor.

Prêmio/Desconto da Petrobras ao PPI - Gasolina (%)



Prêmio/Desconto da Petrobras ao PPI - Diesel (%)



Na média, ao longo do período analisado, a Petrobras comercializou esses derivados em suas refinarias com um desconto de 5%, conciliando nesse período a recuperação financeira da empresa e a obtenção de resultados recordes no último ano.

Comparação com os pares internacionais

Para a Petrobras as principais empresas de petróleo comparáveis seriam outras *majors* ao redor do mundo. Dentre essas empresas podemos separar em um grupo composto por empresas privadas globais (ex. Shell, BP, Exxon) que, em geral, são razoáveis exemplos de governança e qualidade operacional e, um grupo composto pelas estatais russas, que estariam no oposto lado em questão de governança corporativa.

Acreditamos que a Petrobras seria uma empresa que deveria ser precificada pelo mercado no meio termo entre as empresas privadas e as empresas russas, por ser uma estatal, mas não apresentar tantos problemas de governanças e possuir razoável independência e transparência em suas políticas se comparadas as empresas russas. Entretanto, no momento, com todas essas decisões do governo interferindo nas políticas da empresa de forma mais ativa, vemos a Petrobras negociando a níveis muito próximos à média das empresas russas, com um múltiplo EV/EBITDA de 2,18 23E, muito descontado para o que a empresa vem apresentando de resultados, mas ainda assim, sem muitos gatilhos de curto prazo para uma eventual reavaliação.

Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada na final deste relatório.

1. DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

2. DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL.

Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

A remuneração do analista não se baseia nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da GENIAL, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo. A remuneração paga aos analistas é de responsabilidade exclusiva da GENIAL.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

3. DECLARAÇÕES DA EMPRESA

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

4. DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do

investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou (iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vi) A GENIAL não faz declarações neste documento de que os investidores vão obter lucros. A GENIAL não vai compartilhar com os investidores os lucros de investimento, nem aceita qualquer responsabilidade por eventuais perdas de investimento. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência na tomada de suas decisões de investimento. A GENIAL não aceita deveres fiduciários em nome dos destinatários deste relatório. Este relatório não deve ser considerado como substituto para o exercício de julgamento independente do destinatário. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório a partir da data em que foi emitido e são, portanto, sujeitas a mudanças sem aviso prévio e podem diferir ou ser contrárias a opiniões expressas por outras áreas de negócios da GENIAL, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.

