

Eletrbras (ELET6): Iniciando a cobertura; Preço-alvo de R\$63 para ELET6

Iniciando a cobertura com um rating de Compra e Preço-Alvo de R\$63 para ELET6

Estamos iniciando a cobertura com um rating de Compra e Preço-Alvo de R\$ 57 para ELET3 e R\$ 63 para ELET6. Simplificando, a Eletrbras é a maior e mais relevante concessionária de energia da América Latina, representando cerca de 30% da capacidade de geração instalada do Brasil e 45% da rede de transmissão nacional. Nos últimos 5 anos, passou por uma reformulação sem precedentes (iniciativas massivas de corte de custos + venda de distribuidoras e outros ativos de geração e transmissão não essenciais), reforçando o balanço patrimonial, com alavancagem caindo de mais de 8,0x Dívida Líquida/EBITDA em 2016 para menos de 3,0x no 3T20, e ganhando R\$ 42 bilhões de valor de mercado.

Muito já foi feito, mas tem espaço para muito mais

Durante anos, a Eletrbras sofreu com a má gestão, uma estrutura corporativa complexa, divulgação de dados abaixo da média e investimentos questionáveis. Também foi atingida pelos impactos da Medida Provisória nº 579. Desde 2016, uma nova equipe de gestão liderou uma grande reestruturação, restaurando gradualmente a empresa ao seu auge. Mas, apesar de todas as mudanças positivas, há um limite para as mudanças que podem ser feitas em uma empresa estatal. Em comparação com seus pares privados, a Eletrbras continua altamente ineficiente e carece de capacidade de investir como no passado, razão pela qual o processo de capitalização tão aguardado é absolutamente vital para a continuidade do seu sucesso.

Privatização pode destravar valores significativos

A Eletrbras apresenta uma das melhores relações risco-retorno em nossa cobertura, pois ainda oferece um potencial significativo, mesmo excluindo qualquer benefício da privatização. Assumindo que a empresa continue sendo estatal, nosso preço-alvo para ELET6 seria de R\$ 52, representando uma alta de quase 48% em relação aos preços atuais. Evidentemente, há mais valor a ser destravado se uma privatização for bem-sucedida. Nesse caso, nosso preço-alvo para ELET6 salta para R\$ 75 (totalmente diluído), oferecendo um upside impressionante de 113% (!). Nosso preço-alvo de R\$ 63 para ELET6 é uma combinação de ambos os cenários onde assumimos uma probabilidade de 50% de privatização.

BTG Pactual – Equity Research:

João Pimentel

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Fillipe Andrade

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Eletrbras (ELET6)

Data	09/12/2020
Ticker	ELET6
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	63,0
Preço (R\$)	36,0
Listagem	Nível 1

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	55.981,00
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	102,03

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	7,5x	5,0x
EV/EBITDA	5,9x	4,6x

Stock Performance:

Dezembro (%)	12,4%
LTM (%)	1,1%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,7	8,9	15,4	17,6	19,1
EV/EBITDA	5,9	10,7	5,9	4,6	4,0
P/L	2,9	7,9	7,5	5,0	4,6
Dividend Yield %	0,0	2,0	4,9	3,3	10,0

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	24.976	27.726	33.195	31.677	33385
EBITDA	15.638	9.116	15.190	16.726	17256
Lucro Líquido	15.023	7.595	7.128	10.745	11660
LPA (R\$)	9,58	4,84	4,54	6,85	7,43
DPA líquido (R\$)	4,17	3,96	3,85	4,43	4,37
Dívida Líquida/Caixa	-48.826	-38.345	-36.260	-24.305	-16.088

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 34,25, em 07 de Dezembro de 2020.

Pronta para o próximo (e mais importante) capítulo

Nós já cobrimos o setor elétrico há muitos anos. Surpreendentemente, quando começamos, não acreditávamos na falta de interesse da comunidade de investidores na Eletrobras, a maior concessionária de energia da América Latina, responsável por ~ 30% da capacidade de geração do Brasil e ~ 50% da rede de transmissão do país.

Com uma estrutura corporativa extremamente complicada, divulgação de dados ruim, longas disputas legais, alocação de capital questionável e sendo usada principalmente como um instrumento político, ficou claro para nós porque os investidores optaram por evitar o nome.

O “golpe de misericórdia” veio em 2012, quando o governo emitiu a Medida Provisória nº 579. A meta principal de cortar tarifas saiu pela culatra, as receitas de transmissão da Eletrobras caíram + 70%, e ~ 50% de seus ativos de geração migraram para o novo regime de “cotas”, com preços de venda que mal cobriam os custos de operação e manutenção. Naturalmente, tendo o governo como acionista controlador, foi o único a acatar todos os termos da proposta.

Isso colocou a empresa em uma espiral negativo, com perdas líquidas de R\$ 31 bilhões em 2012-15, com alavancagem disparando para acima de 8,5x Dívida Líquida/EBITDA, levando à perda da capacidade de investimento da Eletrobras. Na verdade, imediatamente após a já infame MP nº 579, a empresa perdeu ~ R\$ 18 bilhões em valor de mercado (!).

Quando pensávamos que tudo estava perdido, em 2016 o ex-presidente Temer nomeou Wilson Ferreira como CEO e lhe deu carta branca para trazer a Eletrobras de volta ao seu auge.

Desde então, temos visto uma reestruturação impressionante. A Eletrobras se desfez de suas distribuidoras (grandes consumidoras de caixa) reduziu o quadro de funcionários em 50%, reduziu os custos gerenciáveis em 35%, vendeu várias subsidiárias de geração e transmissão e simplificou sua estrutura corporativa. A alavancagem está agora abaixo de 3x Dívida Líquida/EBITDA e a divulgação de dados pela companhia é muito melhor.

Mas há um teto para a eficiência das empresas estatais. Apesar das melhorias, a Eletrobras ainda é ineficiente em termos de custos em comparação com seus pares privados. Apenas negociar os enormes passivos que se acumulam a cada ano é um desafio. Também teve que reduzir os investimentos em 65% em relação aos níveis históricos e não participou de nenhum leilão desde 2014.

O Brasil demandará cerca de R\$ 407 bilhões em novos investimentos em G&T (Geração e Transmissão) nos próximos 10 anos. Assim, para que a empresa se mantenha relevante nesses segmentos, ela precisa investir cerca de R\$ 14 bilhões por ano ante a capacidade atual de investimentos de apenas R\$ 3,6 bilhões por ano.

Portanto, a única maneira de voltar ao seu auge é através da privatização, e é por isso que a capitalização é vital. Serão meios para uma Eletrobras ainda melhor e ao mesmo tempo reduzirá os riscos dos ciclos políticos. Porque no Brasil até o passado é incerto.

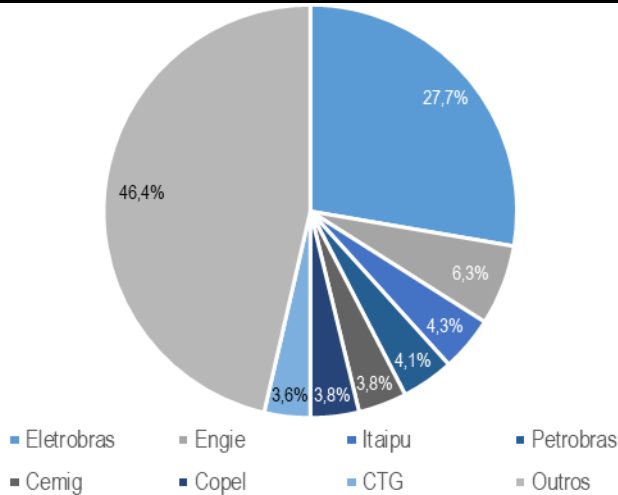
Conteúdo

Pronta para o próximo (e mais importante) capítulo	3
Visão geral da companhia.....	5
O fardo da MP #579	14
Empréstimos compulsórios: relembando uma extensa disputa legal.....	15
Dividendos e spread ELET6/ ELET3	16
Participações minoritárias	17
Privatização: próximas etapas e histórico	19
Avaliando o potencial de privatização	22
Comparativos de valuation	26

Visão geral da companhia

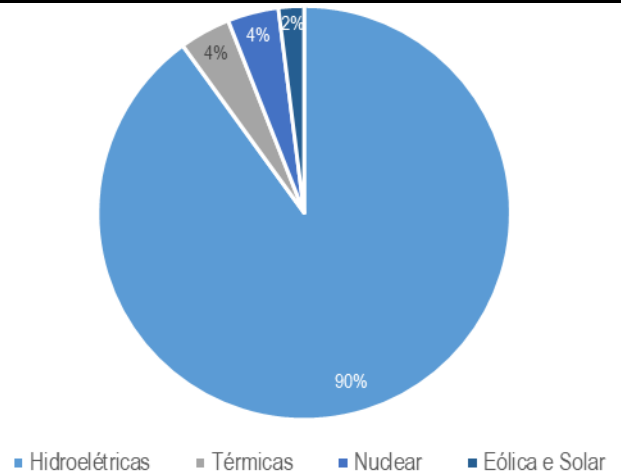
A Eletrobras é a maior concessionária de energia da América Latina e tem desempenhado um papel de liderança no sistema de energia do Brasil desde a sua criação em 1962. Tem mais de 51 GW de capacidade instalada, ou ~ 30% da capacidade instalada do Brasil. A maior parte de sua capacidade de geração vem de fontes renováveis (hídrica, eólica e solar), mas também opera usinas térmicas convencionais e nucleares. Possui a maior participação no segmento de transmissão, com mais de 71.000 km em linhas de transmissão, e opera 45% da rede de transmissão nacional.

Gráfico 1: Relevância no segmento de geração brasileiro



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

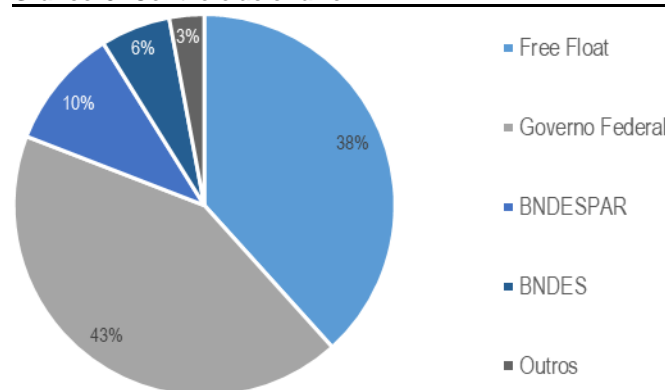
Gráfico 2: Mix de capacidade



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

O objetivo da Eletrobras em sua concepção era desenvolver estudos e projetos de ativos de geração e transmissão para atender às demandas de energia do Brasil em um momento em que o país ainda era amplamente rural (embora em rápido processo de industrialização). ~ 60 anos depois, ainda é controlada pelo Estado, enquanto recentemente o governo anunciou planos de privatização.

Gráfico 3: Controle acionário



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

A Eletrobras opera cinco subsidiárias principais: Furnas, Chesf, Eletronorte, Eletrosul e Eletronuclear. Furnas foi fundada em 1957 para enfrentar uma crise de abastecimento nas áreas mais importantes do Brasil (São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte) e possui mais de 12 GW de capacidade instalada e 23.000km em linhas de transmissão. A Chesf foi criada em 1948 para reduzir a dependência das termelétricas no Nordeste e, a partir de 2020, possuía 13 GW de capacidade instalada e + 22.000km em linhas de transmissão. A Eletronorte foi constituída para atender às demandas de uma ainda isolada região Norte, enquanto em 1975 iniciou a construção da UHE Tucuruí. Hoje, tem capacidade instalada de 11 GW e cerca de 13.000 km de linhas de transmissão. Fundada em 1968 para desenvolver projetos de geração na região Sul, a Eletrosul opera aproximadamente 1 GW de ativos de geração e 12.000km de linhas de transmissão. A Eletronuclear, a mais recente subsidiária, nasceu em 1997 com a finalidade de operar usinas nucleares: Angra I (640 MW) e Angra II (1,35 GW).

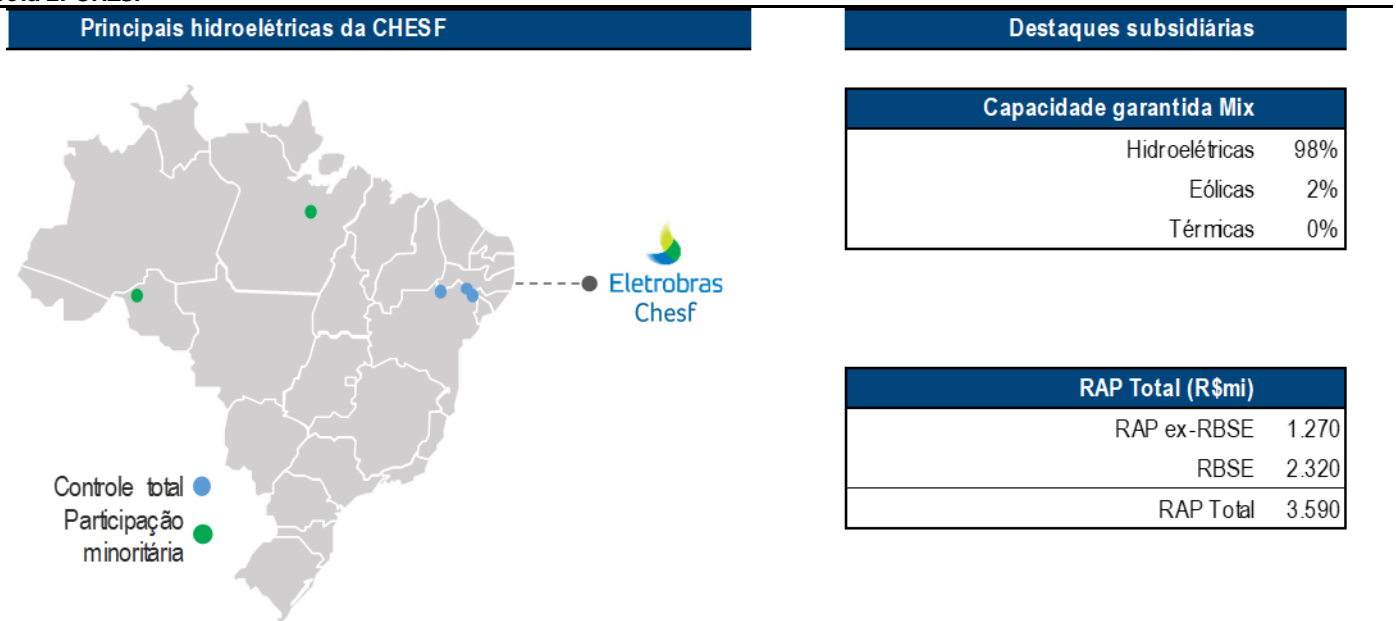
A seguir, apresentamos os detalhes de cada uma dessas subsidiárias, juntamente com os principais ativos dessas empresas. Apesar do escopo territorial original, todas as empresas acabaram participando de projetos em diferentes regiões, buscando diversificar seu portfólio.

Tabela 1: Furnas

Principais hidroelétricas de Furnas	Destaques subsidiárias								
<p> Controle total ● Participação minoritária ● </p> <p style="text-align: right;">Eletrobras Furnas</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" style="background-color: #004a87; color: white;">Capacidade garantida Mix</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Hidroelétricas</td> <td>94%</td> </tr> <tr> <td>Eólicas</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>Térmicas</td> <td>6%</td> </tr> </tbody> </table>	Capacidade garantida Mix		Hidroelétricas	94%	Eólicas	0%	Térmicas	6%
	Capacidade garantida Mix								
Hidroelétricas	94%								
Eólicas	0%								
Térmicas	6%								
	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" style="background-color: #004a87; color: white;">RAP Total (R\$mi)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RAP ex-RBSE</td> <td>1.648</td> </tr> <tr> <td>RBSE</td> <td>3.883</td> </tr> <tr> <td>RAP Total</td> <td>5.531</td> </tr> </tbody> </table>	RAP Total (R\$mi)		RAP ex-RBSE	1.648	RBSE	3.883	RAP Total	5.531
RAP Total (R\$mi)									
RAP ex-RBSE	1.648								
RBSE	3.883								
RAP Total	5.531								

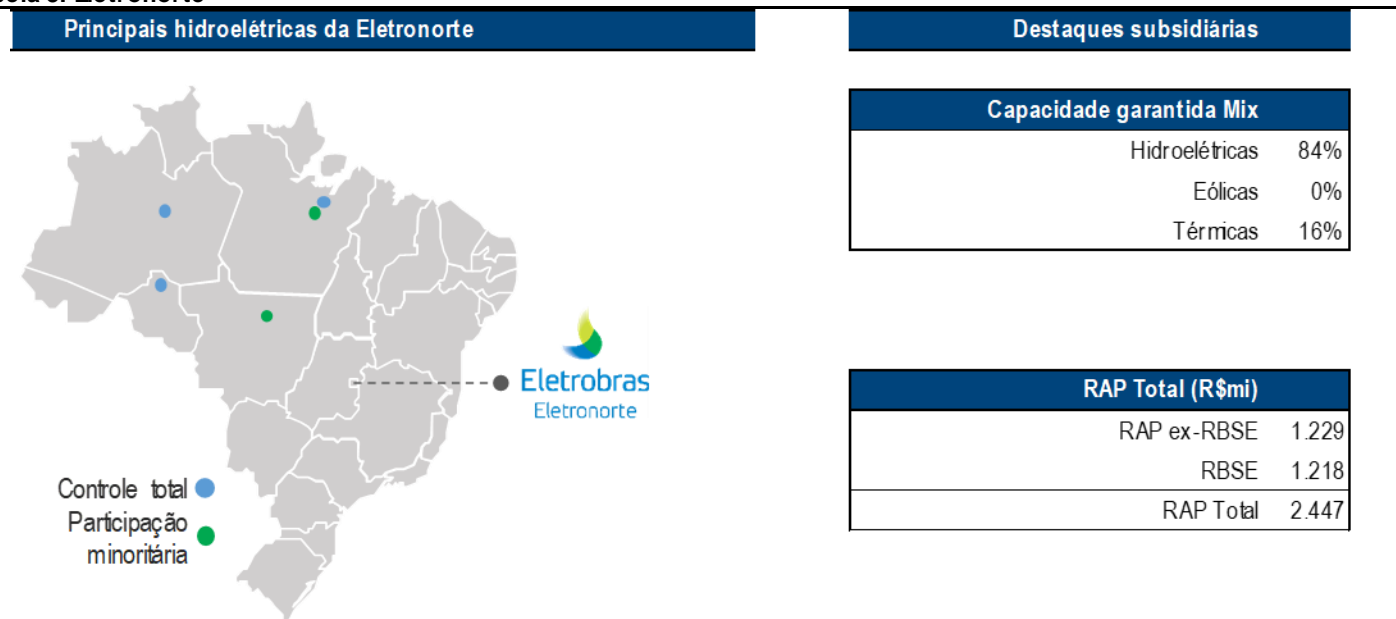
Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Tabela 2: CHESF



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Tabela 3: Eletronorte



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Tabela 4: Eletrosul

Principais hidroelétricas da Eletrosul	Destques subsidiárias								
	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Capacidade garantida Mix</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Hidroelétricas</td> <td>36%</td> </tr> <tr> <td>Eólicas</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>Térmicas</td> <td>54%</td> </tr> </tbody> </table>	Capacidade garantida Mix		Hidroelétricas	36%	Eólicas	10%	Térmicas	54%
	Capacidade garantida Mix								
Hidroelétricas	36%								
Eólicas	10%								
Térmicas	54%								
	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">RAP Total (R\$mi)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RAP ex-RBSE</td> <td>842</td> </tr> <tr> <td>RBSE</td> <td>485</td> </tr> <tr> <td>RAP Total</td> <td>1.327</td> </tr> </tbody> </table>	RAP Total (R\$mi)		RAP ex-RBSE	842	RBSE	485	RAP Total	1.327
RAP Total (R\$mi)									
RAP ex-RBSE	842								
RBSE	485								
RAP Total	1.327								

Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Tabela 5: Eletronuclear

Principais ativos de geração da Eletronuclear	Destques subsidiárias						
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Capacidade garantida</th> <th>MW</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Angra 1</td> <td>510</td> </tr> <tr> <td>Angra 2</td> <td>1.205</td> </tr> </tbody> </table>	Capacidade garantida	MW	Angra 1	510	Angra 2	1.205
	Capacidade garantida	MW					
Angra 1	510						
Angra 2	1.205						
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Capacidade garantida em construção</th> <th>MW</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Angra 3</td> <td>1.250</td> </tr> </tbody> </table>	Capacidade garantida em construção	MW	Angra 3	1.250		
Capacidade garantida em construção	MW						
Angra 3	1.250						

Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

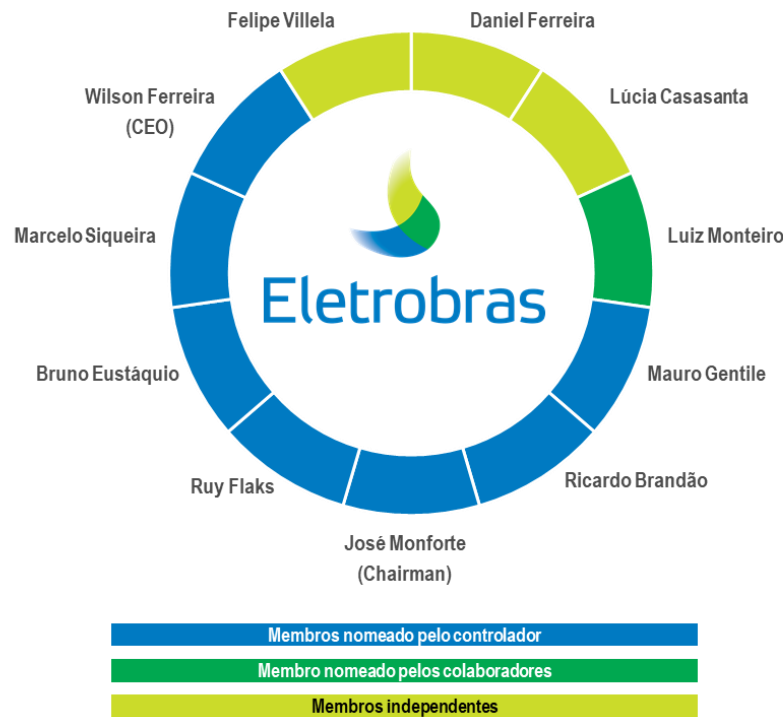
Desde 2016, a empresa está sob uma nova gestão e teve uma recuperação bem-sucedida. Wilson Ferreira foi nomeado CEO com o mandato de reduzir urgentemente a alavancagem (na época acima de 8,5x Dívida Líquida/ EBITDA), vender todos os ativos de distribuição e melhorar os números operacionais, que estavam bem abaixo das outras empresas de Geração & Transmissão. Ele tinha uma missão adicional: preparar a empresa para uma potencial privatização no curto prazo.

Figura 1: Time da gestão



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Figura 2: Conselho de administração

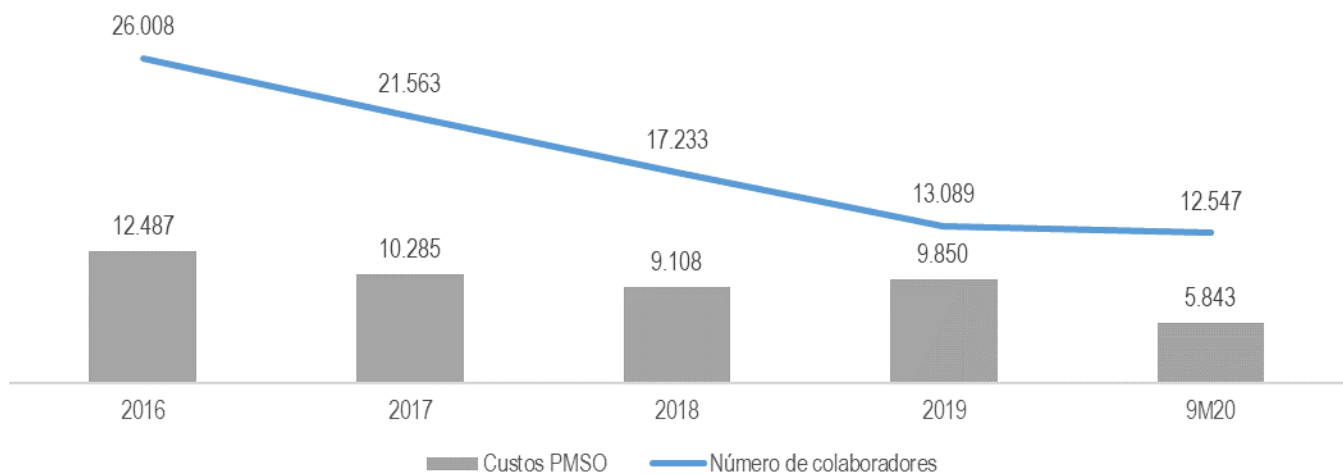


Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Desde o início da reestruturação em 2016, a Eletrobras continuou melhorando e registrando fortes números operacionais. Seus números de PMSO foram beneficiados pela venda de distribuidoras, aumentando a margem EBITDA, e a alavancagem despencou, tudo isso mantendo a disciplina de capital (um dos principais símbolos da má governança da Eletrobras no passado). Abaixo, mostramos alguns gráficos que resumem a extensão das mudanças e como os padrões operacionais melhoraram.

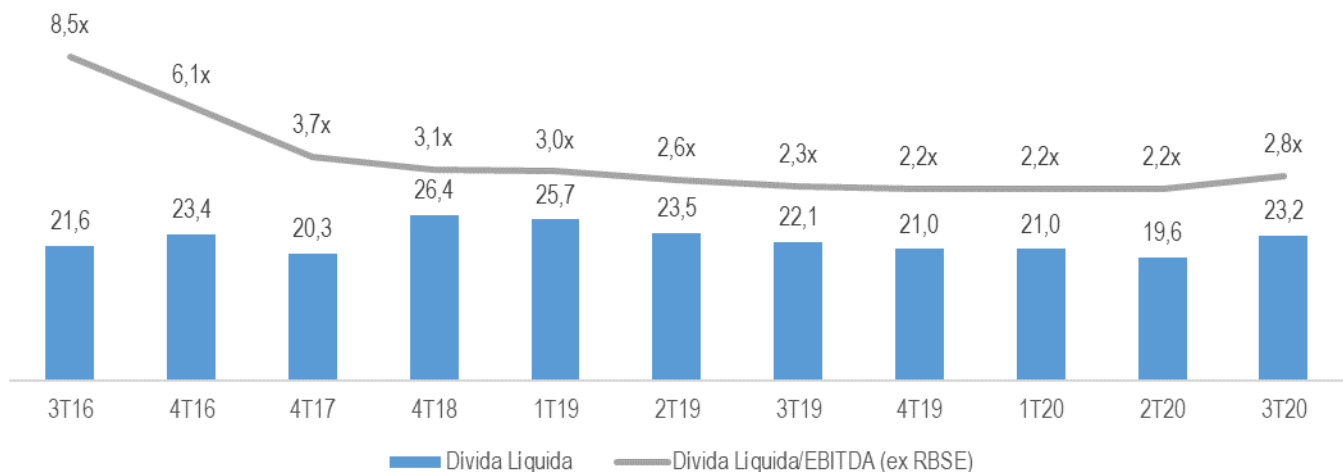
Mas, apesar das principais iniciativas de corte de custos, os custos ainda estão muito acima dos pares do setor privado. Acreditamos que existe um limite para o quanto uma empresa estatal possa fazer, o que significa que apenas em uma Eletrobras com controle privado veremos os custos sendo reduzidos nesse último passo, para nivelar o campo de jogo com outros participantes privados de geração e transmissão.

Gráfico 4: Custos PMSO (R\$ mi) x número de funcionários

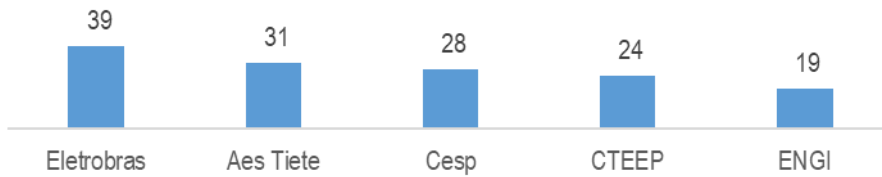


Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Gráfico 5: Dívida líquida (R\$ mi) e melhorias nos níveis de alavancagem

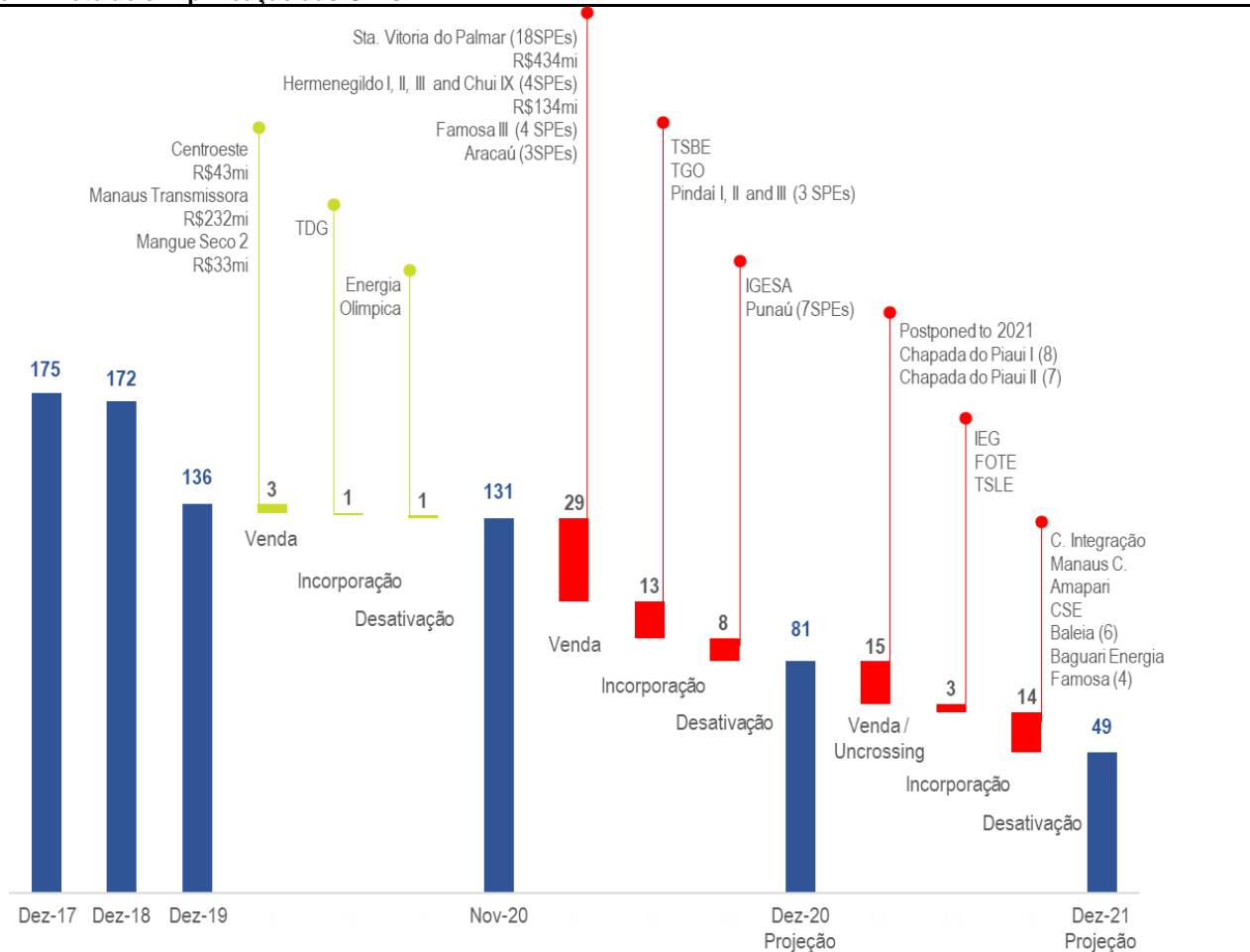


Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Gráfico 6: Custos com pessoal (R\$ mi) / '000 funcionários


Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

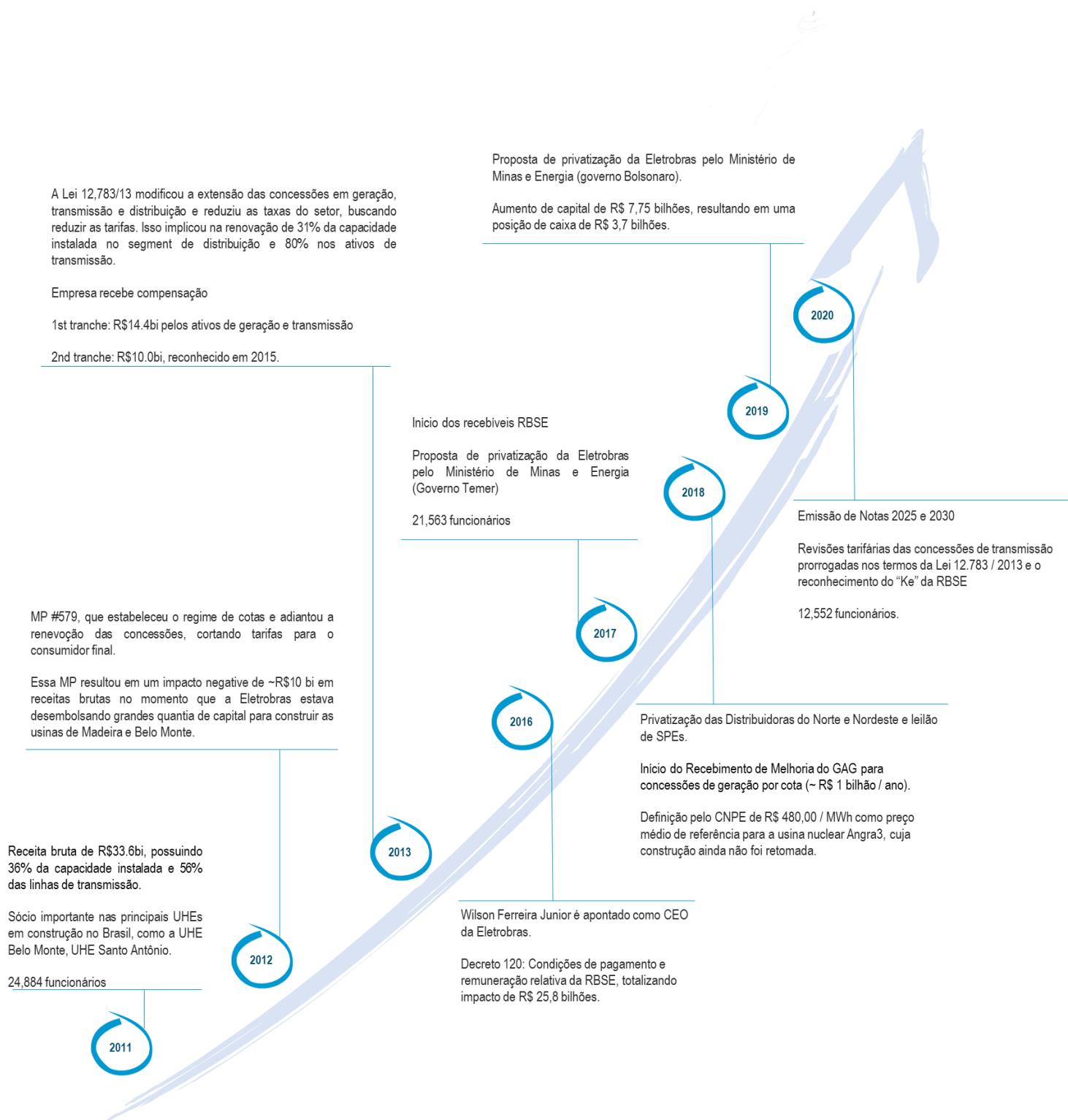
A Eletrobras também simplificou sua estrutura acionária da SPE e recentemente realizou leilões para vender diversos ativos. Encerrou 2017 com 175 SPEs e planeja encerrar 2021 com 49.

Gráfico 7: Meta de simplificação das SPEs


Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Abaixo listamos alguns temas que mexeram significativamente com a tese de investimento na última década, juntamente com os principais destaques da reestruturação. Apesar do ceticismo de alguns investidores, notamos o desejo crescente do governo nos últimos anos de privatizar a empresa.

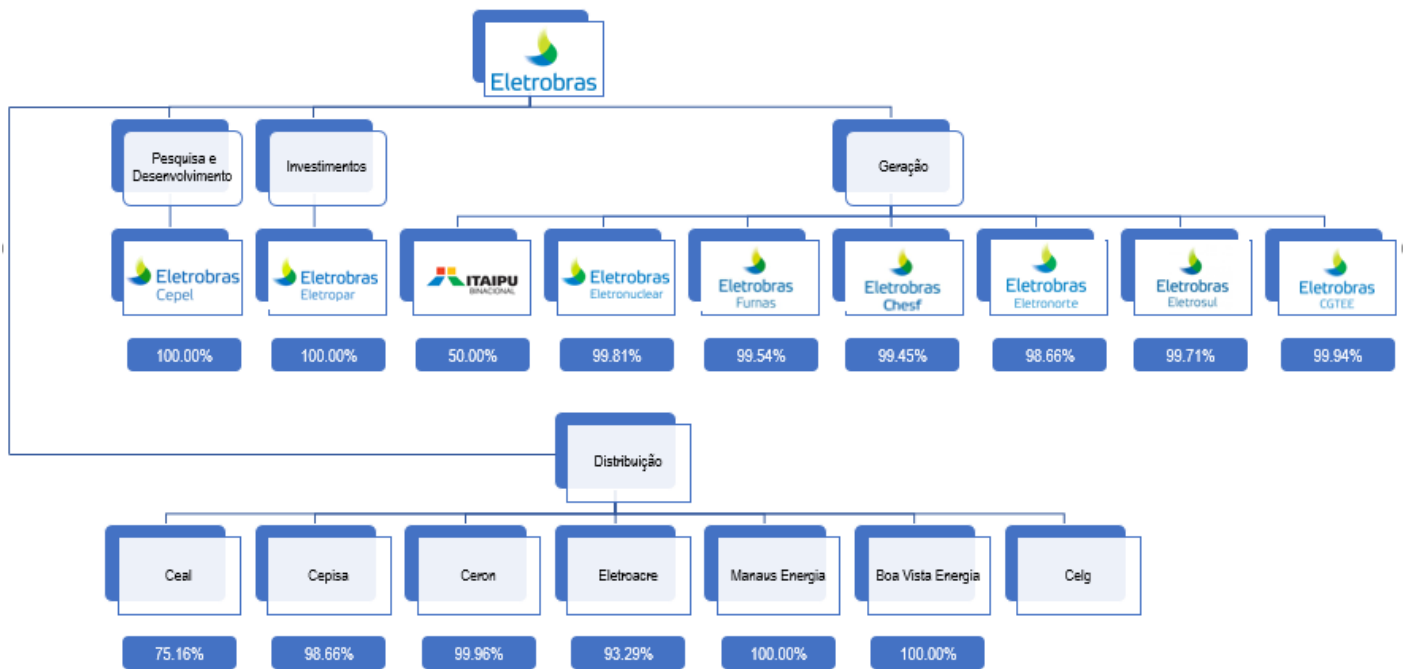
Figura 3: Principais evoluções nos últimos 8 anos



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Simplificar a estrutura da Eletrobras foi um objetivo chave da gestão atual, principalmente após a venda de suas distribuidoras em 2016-18. A empresa fundiu geradoras nas mesmas zonas de influência: Amazonas GT está sendo absorvido pela Eletronorte e Eletrosul foi absorvido pela CGTEE. Abaixo mostramos a extensão dessa reestruturação. Quanto a uma privatização, o processo também exigiria a cisão da Itaipu Binacional, Eletronuclear e CEPEL por questões constitucionais.

Figura 4: Estrutura Corporativa antes da reestruturação



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Figura 5: Estrutura Corporativa depois da reestruturação



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

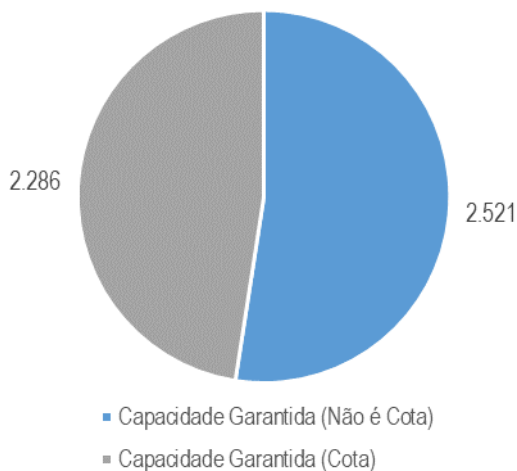
O fardo da MP #579

Em 2012, o governo publicou a MP nº 579 (posteriormente convertida na Lei nº 12.783 / 2013) com o objetivo de reduzir em 20% as tarifas de energia. Com a maioria das concessões de geração e transmissão do Brasil vencendo em 2015-22, a proposta era permitir que esses ativos fossem renovados por mais 30 anos em troca de uma grande redução nos preços dos contratos. Do lado da geração, os novos preços propostos eram tão baixos (~R\$ 30 /MWh) que a Eletrobras foi a única geradora a aderir à proposta. Em 2017, o governo revisou os preços (para ~R\$ 60 / MWh) para incluir a remuneração relacionada ao capex de manutenção. Do lado da transmissão, a maioria das empresas recusou os termos, principalmente porque a avaliação inicial do governo era de que as linhas de transmissão leiloadas antes de 1999 não teriam direito a qualquer indenização (valor residual). Com apenas a adesão da Eletrobras às propostas, o governo recuou e concordou em pagar indenizações do lado da transmissão (ou seja, RBSE), após o que todas as empresas optaram por aceitar os termos.

Um estudo da Aneel de 2019 mostra que o tiro saiu pela culatra. Em 2013-18 (após os efeitos da MP # 579), as tarifas de energia aumentaram ~ 20% em termos reais e o setor incorreu em R\$ 198 bilhões em custos adicionais. Grande parte desse aumento tarifário decorre do fato das usinas que aderiram a renovação ficaram isentas do pagamento dos custos do GSF. Com a piora do cenário hidrológico, esse custo foi transferido para o consumidor final.

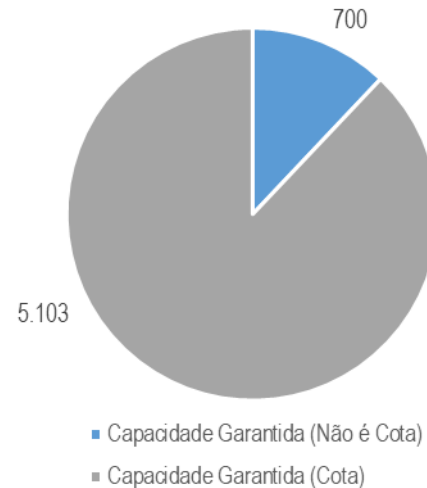
Naturalmente, a Eletrobras foi a mais atingida, já que 92% de seus ativos de transmissão foram afetados pela proposta e sua receita anual (RAP) caiu 70%. Quase metade de seus ativos de geração migraram para o novo “regime de cotas”, que são remunerados apenas pelos seus custos de operação e manutenção e investimentos de manutenção. Em 2012-15, a empresa teve prejuízo líquido de R\$ 31 bilhões e viu seu valor patrimonial cair de R\$ 25 bilhões para R\$ 9 bilhões.

Gráfico 8: Furnas – Capacidade garantida por tipo de regime

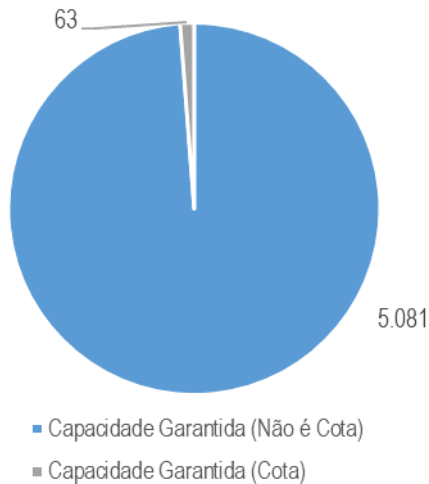


Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

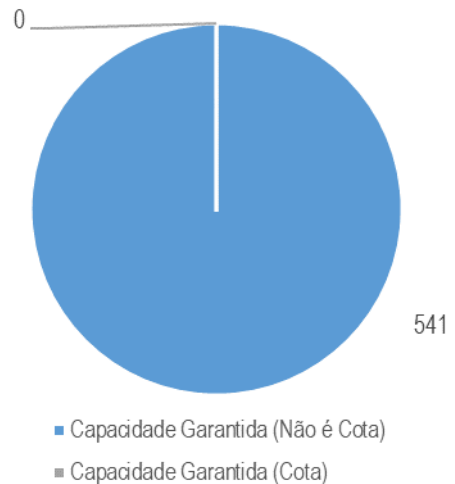
Gráfico 9: CHESF – Capacidade garantida por tipo de regime



Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Gráfico 9: Eletronorte – Capacidade garantida por tipo de regime

Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Gráfico 10: Eletrosul – Capacidade garantida por tipo de regime

Fonte: BTG Pactual e relatórios das empresas

Empréstimos compulsórios: relembando uma extensa disputa legal

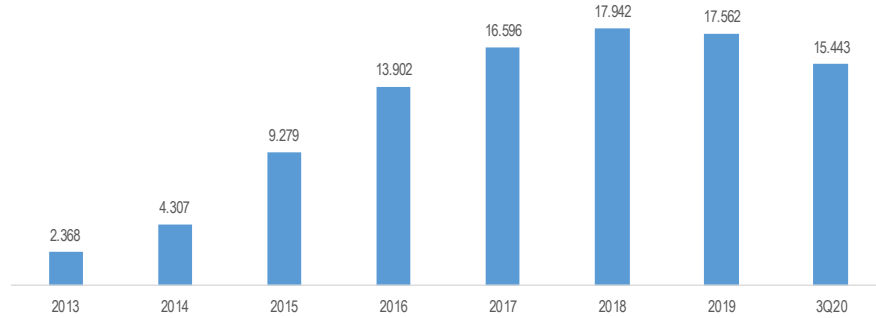
O depósito compulsório foi criado em 1962 pela lei no 4.156 com o objetivo de gerar recursos do governo para a expansão do setor elétrico. O aporte atingiu diversas classes de consumidores de energia elétrica (principalmente industriais), com a primeira fase do programa encerrando-se em 1977 e a segunda fase estendida até 1993. Esses empréstimos foram então pagos por meio de títulos de dívida e por meio da emissão de ações preferenciais.

Os empréstimos compulsórios transformaram-se em uma enorme batalha jurídica, à medida que os consumidores questionavam a compensação monetária aprovada pela Eletrobras, mas também exigiam ajustes adicionais para compensar os impactos da hiperinflação no período. Foi acordado que esses empréstimos seriam atualizados por meio de uma compensação monetária anual de 6% até 2005. A partir do ano de 2019, os empréstimos compulsórios alcançaram R\$ 17,5 bilhões, dos quais (i) R\$ 6,1 bilhões referem-se à diferença do valor base resultante dos critérios monetários de ajuste, (ii) R\$ 1,7 bilhão refere-se aos juros remuneratórios e (iii) R\$ 9,7 bilhões refere-se ao cálculo dos juros de mora aplicáveis.

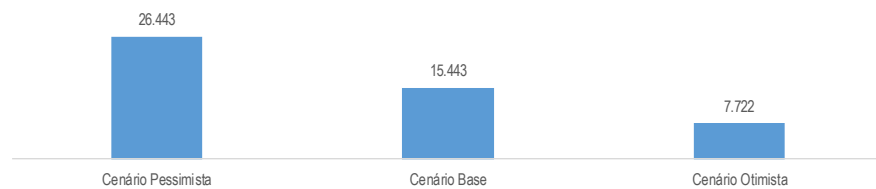
Recentemente, uma pequena consumidora industrial (Romi) obteve decisão favorável do STJ pleiteando a cobrança de juros de 6% até a data do pagamento do empréstimo e não somente até o prazo de 2005. Essa ação em si é imaterial (R\$ 41 milhões), mas se a decisão se tornar um precedente para outras ações, a administração avalia que o empréstimo compulsório pode aumentar em R\$ 11 bilhões.

Quatro dos nove juízes do STJ concordaram em reabrir o julgamento e alterar a decisão anterior, limitando o pagamento de juros até 2005, quando o último bloco de créditos foi convertido em ações. Três votaram pela manutenção da aplicação de juros até a data do pagamento e dois ainda não votaram. O TCU (Tribunal de Contas da União) decidiu que a privatização não pode avançar sem uma solução definitiva para a batalha judicial do empréstimo compulsório, agregando ainda mais relevância a esta Disputa de R\$ 17 bilhões.

Além desta reclamação, existem outros litígios em que a Eletrobras considera o risco de perda remoto e ainda não provisionou para eles. No caso de decisões desfavoráveis nessas disputas judiciais, as provisões podem aumentar em outros R\$ 8,5 bilhões.

Gráfico 12: Empréstimos compulsórios

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Gráfico 13: Empréstimos compulsórios em três cenários (pessimista, base e otimista)

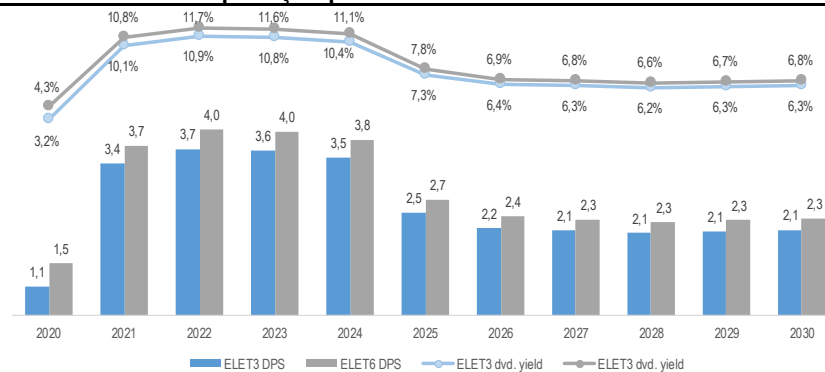
Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Dividendos e spread ELET6 / ELET3

A Eletrobras possui uma política de dividendos única. O pagamento de dividendo mínimo é de 25%, enquanto as ações preferenciais (PNB) têm direito a um dividendo mínimo de 6% do capital integralizado da empresa (R\$ 6,97 bilhões), o que atualmente se traduz em um dividendo mínimo de R\$ 418 milhões. Somente após o atendimento a esses requisitos as ações ON podem receber dividendos de 6% de seu capital integralizado. Depois disso, quaisquer acionistas preferenciais passarão a receber dividendos 10% maiores do que os acionistas ordinários.

Uma vez que a Eletrobras historicamente entregou lucros muito baixos, os dividendos para os acionistas PN têm sido maiores do que para os acionistas ON. Mas em tempos mais difíceis, mesmo os acionistas da PN não recebiam dividendos. Olhando o gráfico do spread histórico de ELET6 / ELET3, verifica-se que a maior parte foi negociada acima do spread mínimo de R\$ 1,1/ação. Em 2016, com os investidores esperando grandes melhorias na Eletrobras, o spread caiu significativamente e passou para o patamar de 10%. Com o aquecimento das negociações de privatização, o spread caiu ainda mais, às vezes até abaixo de R\$ 1,0/ação - já que, nesse cenário, as ações com direito a voto teriam mais poder de decisão.

Em caso de privatização, acreditamos que haverá apenas uma classe de ações e o fim dos dividendos prioritários PN.

Gráfico 14: Dividendos por ação para ELET3 e ELET6


Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa | DPS = Dividendo por ação

Participações minoritárias

A Eletrobras também detém participações societárias em várias empresas listadas e não listadas. Dos nomes listados, os mais relevantes são Aes Tietê, CTEEP e Cemar, mas também possui participações relevantes nas UHE (Usina Hidrelétrica) Belo Monte, UHE Jirau e UHE Santo Antonio. Abaixo, fornecemos uma lista desses ativos e como os avaliamos, usando preços de mercado ou estimativas do BTG para os nomes listados ou usando P/VP para os não listados.

Tabela 6: Valor patrimonial das participações minoritárias

Nome	Participação	Valuation	Ticker	R\$/ação	# ações	Mkt cap	Mkt cap %	BTG	BTG %	SOE Privado Downside		
										R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões
Cesp	2,10%	BTG	CESP6	28,31	328	9.272	195	10.369	218	218	218	218
Cemar	33,55%	BTG	-	-	-	-	-	5.970	2.003	2.003	2.003	2.003
Celpa	0,99%	BTG	-	-	-	-	-	8.188	81	81	81	81
Aes Tietê	7,94%	BTG	TIET11	15,93	399	6.358	505	5.222	415	415	415	415
Energisa	2,31%	BTG	ENG11	47,02	363	17.064	394	21.595	499	499	499	499
Copel	0,60%	BTG	CPLE6	69,20	274	18.937	114	19.260	116	116	116	116
CTEEP	36,04%	BTG	TRPL4	26,36	659	17.368	6.259	16.281	5.868	5.868	5.868	5.868
EMT (Energisa)	0,18%	BTG	-	-	-	-	-	7.312	13	13	13	13
Celesc	10,75%	Valor de Merc.	CLSC4	50,50	39	1.948	209	-	-	209	209	209
Coelce	7,06%	Valor de Merc.	COCE5	57,39	78	4.468	315	-	-	315	315	315
Minoritários		Valor Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	20.816	23.984	16.742
Total										30.552	33.720	26.479

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa | SOE = Empresa Estatal

Tabela 7: Participações minoritárias (3T20)

Nome (3T20)	Participação	Valuation	R\$ milhões	xBV	SOE	xVP	Privado	xVP	Downside
Norte Energia (Belo Monte)	50,0%	Valor Patrimonial	6.766	0,90x	6.089	1,00x	6.766	0,75x	5.074
Eletrobras	15,0%	Valor Patrimonial							
Chesf	15,0%	Valor Patrimonial							
Eletronorte	20,0%	Valor Patrimonial							
Energia Sustentável do Brasil (Jirau)	40,0%	Valor Patrimonial	3.738	0,50x	1.869	1,00x	3.738	0,50x	1.869
Chesf	20,0%	Valor Patrimonial							
Eletrosul	20,0%	Valor Patrimonial							
Belo Monte Transmissora		Valor Patrimonial	1.729	1,00x	1.729	1,00x	1.729	0,75x	1.297
Madeira Energia (Sto Antonio)	43,1%	Valor Patrimonial	1.244	0,50x	622	1,00x	1.244	0,50x	622
Fumas	43,1%	Valor Patrimonial							
Interligação Elétrica do Madeira		Valor Patrimonial	1.498	1,00x	1.498	1,00x	1.498	0,75x	1.124
Norte Brasil Transmissora de Energia S.A.		Valor Patrimonial	944	1,00x	944	1,00x	944	0,75x	708
Teles Pires Participações		Valor Patrimonial	749	1,00x	749	1,00x	749	0,75x	562
Companhia Energética Sinop		Valor Patrimonial	717	1,00x	717	1,00x	717	0,75x	538
Empresa de Energia São Manoel		Valor Patrimonial	640	1,00x	640	1,00x	640	0,75x	480
Mata de Santa Genebra		Valor Patrimonial	615	1,00x	615	1,00x	615	0,75x	461
Chapecoense Geração		Valor Patrimonial	506	1,00x	506	1,00x	506	0,75x	379
Interligação Elétrica Garanhuns S.A.		Valor Patrimonial	388	1,00x	388	1,00x	388	0,75x	291
Enerpeixe		Valor Patrimonial	236	1,00x	236	1,00x	236	0,75x	177
Transmissora Sul Litorânea de Energia		Valor Patrimonial	216	1,00x	216	1,00x	216	0,75x	162
STN - Sistema de Transmissão Nordeste S.A.		Valor Patrimonial	244	1,00x	244	1,00x	244	0,75x	183
Goiás Transmissão S.A.		Valor Patrimonial	214	1,00x	214	1,00x	214	0,75x	160
Paranaíba Transmissora de Energia		Valor Patrimonial	207	1,00x	207	1,00x	207	0,75x	155
Transenergia Renovável		Valor Patrimonial	154	1,00x	154	1,00x	154	0,75x	115
Retiro Baixo Energética		Valor Patrimonial	157	1,00x	157	1,00x	157	0,75x	118
MGE Transmissão S.A.		Valor Patrimonial	136	1,00x	136	1,00x	136	0,75x	102
Transnorte Energia		Valor Patrimonial	135	1,00x	135	1,00x	135	0,75x	101
Rouar S.A.		Valor Patrimonial	138	1,00x	138	1,00x	138	0,75x	104
Triângulo Mineiro Transmissora		Valor Patrimonial	119	1,00x	119	1,00x	119	0,75x	89
Vale do São Bartolomeu		Valor Patrimonial	63	1,00x	63	1,00x	63	0,75x	47
Outros		Valor Patrimonial	649	1,00x	649	1,00x	649	0,75x	486
Fronteira Oeste Transmissora		Valor Patrimonial	85						
Tijoa		Valor Patrimonial	18						
Lago Azul Participacoes		Valor Patrimonial	29						
Itaipu		Valor Patrimonial	282						
Brasil Ventos		Valor Patrimonial	24						
Baguari Energia		Valor Patrimonial	76						
Caldas Novas Transmissao		Valor Patrimonial	12						
Construtora integracao		Valor Patrimonial	22						
CSE centro de solucoes		Valor Patrimonial	3						
Inambari Geração		Valor Patrimonial	0						
Manaus Construtora		Valor Patrimonial	20						
Serra do Facão Energia		Valor Patrimonial	20						
Transenergia São Paulo		Valor Patrimonial	59						
Total			22.201		19.034		22.201		15.405
CTEEP		Valor Patrimonial	4.182	1,00x	4.182	1,00x	4.182	0,75x	3.136
Lajeado Energia		Valor Patrimonial	106	1,00x	106	1,00x	106	0,75x	80
CEB Lajeado		Valor Patrimonial	62	1,00x	62	1,00x	62	0,75x	46
Paulista Lajeado		Valor Patrimonial	33	1,00x	33	1,00x	33	0,75x	25
Energética Aguas da Pedra S.A.		Valor Patrimonial	271	1,00x	271	1,00x	271	0,75x	203
Outros		Valor Patrimonial	2.395	1,00x	2.395	1,00x	2.395	0,75x	1.796
CEEE-GT		Valor Patrimonial	882	1,00x	882	1,00x	882	0,75x	662
EMAE		Valor Patrimonial	428	1,00x	428	1,00x	428	0,75x	321
Cemar		Valor Patrimonial	1.085	1,00x	1.085	1,00x	1.085	0,75x	814
Total			7048,947		7.049		7.049		5.287
Total			29250,281		26.083		29.250		20.692

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa | SOE = Empresa Estatal

Privatização: próximas etapas e histórico

Nas últimas décadas, a Eletrobras (como empresa estatal) estava sujeita à influência política e à má governança. Nos últimos anos, também foi abalada por escândalos de corrupção que prejudicaram a percepção dos investidores sobre as ações. Esse cenário mudou muito desde 2016 e, junto com as mudanças na gestão do “C-level”, as negociações de privatização surgiram e começaram a (re) ganhar força. Desde então, vários projetos de lei foram apresentados pelo governo e pela Câmara dos Deputados para discutir uma potencial privatização. Mas depois de quase três anos desde que o ex-presidente Temer enviou ao Congresso o projeto de lei nº 9.463, nada realmente mudou.

A seguir, apresentamos um breve histórico de legislações, decretos e projetos de lei anteriores que impactaram o potencial processo de privatização da Eletrobras:

Decreto nº 1.503 (Presidente Fernando Henrique Cardoso, 1995)

Inclui Eletrobras, Furnas, CHESF, Eletronorte, Eletrosul no Plano de Desinvestimento.

Projeto de Lei nº 10.848 (Presidente Lula, 2004)

Excluiu Eletrobras, Furnas, CHESF, Eletronorte, Eletrosul do Plano de Desinvestimento

Projeto de lei nº 9.463 (presidente Michel Temer, 2018)

O governo propôs um modelo de privatização via aumento de capital (subscrição pública de ações, sem subscrição pelo governo - que deveria ficar com 45% da Eletrobras pós-privatização, mantendo uma ação de classe especial (ou seja, *golden share*) com poder de veto nas decisões estratégicas. O governo também decidiu limitar o poder de voto após a privatização a até 10% das ações da empresa, refletindo seu objetivo de transformar a Eletrobras em uma empresa e impedir que qualquer participante consolidado do setor assumira o controle.

Os recursos da capitalização seriam usados para pagar novos contratos de concessão para 14 usinas hidrelétricas operando no formato O&M. Um terço dos recursos seria destinado ao fundo setorial da CDE (Conta de Desenvolvimento Energético) para absorver os custos extras (ou seja, tarifas mais altas) resultantes do fim do regime de cotas. O governo também propôs um programa de revitalização do rio São Francisco, com a Eletrobras financiando R\$ 350 milhões/ano nos primeiros 15 anos após a privatização e mais R\$ 250 milhões/ano nos 15 anos seguintes.

Considerando as atuais subsidiárias da Eletrobras, apenas Eletronuclear e Itaipu seriam excluídas do processo de privatização, uma vez que essas empresas não podem ser transferidas para participantes privados. Eletronuclear, por proibição constitucional, enquanto para Itaipu o entendimento era de que a Eletrobras servia na época como uma divisão do governo para se tornar parceira da UHE binacional. Assim, um dos artigos do projeto de lei autoriza a criação de uma sociedade de economia mista, com sede em Brasília, para participar do capital social da Eletronuclear e de Itaipu.

Projeto de lei nº 5.877 (Presidente Jair Bolsonaro, 2019)

A privatização se daria por meio de aumento de capital na Eletrobras, sendo os recursos oriundos da alteração do regime de cotas a que estão sujeitas as UHEs da Eletrobras, nos termos da Lei nº 12.783 / 2013.

Conforme projeto de lei encaminhado à Câmara dos Deputados, essa mudança de regime agregará valor às concessões, cabendo ao CNPE (Conselho de Política Energética) o cálculo do VPL potencial agregado para a Eletrobras. Na avaliação do CNPE, 2/3 seriam atribuídos ao governo a título de outorga e 1/3 seria repassado, em parcelas anuais, à CDE para redução de tarifas - compensando parcialmente o aumento tarifário decorrente do fim regime de cotas.

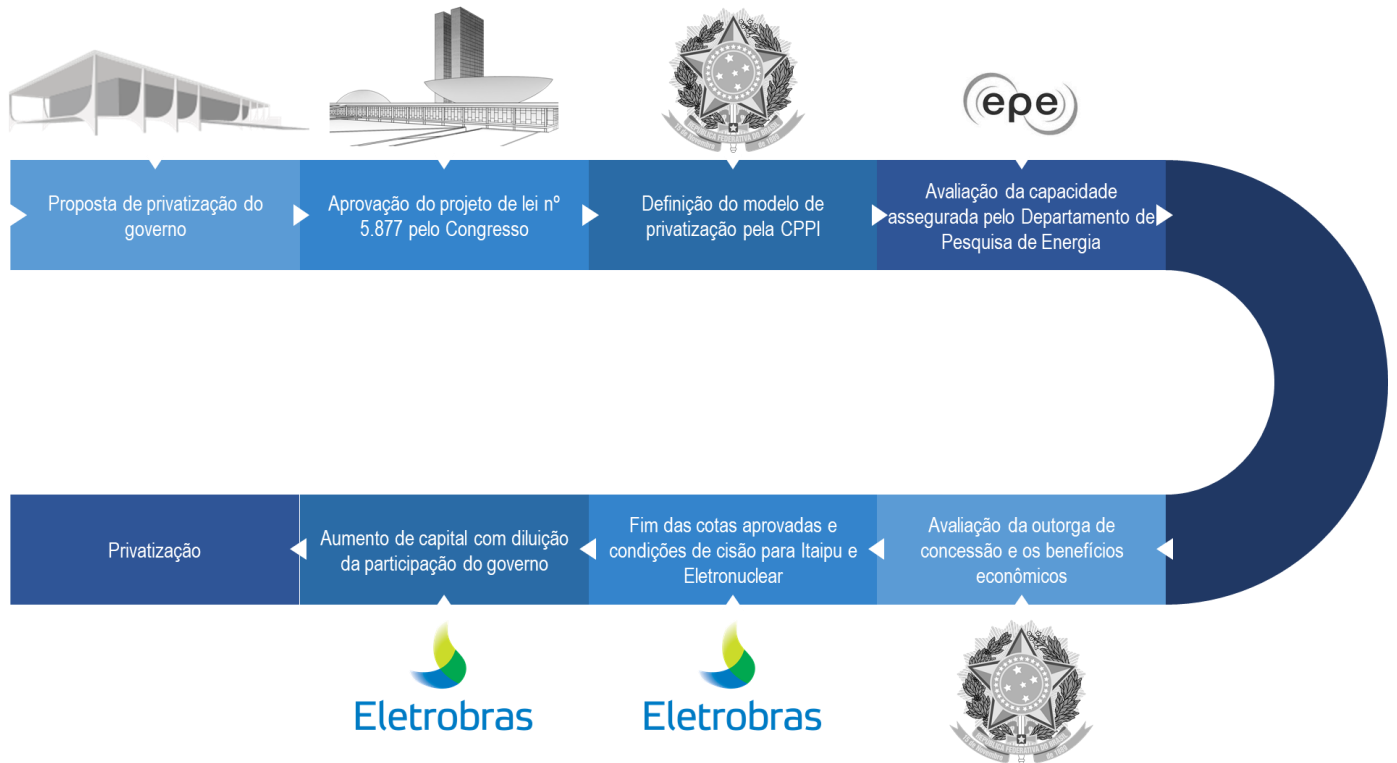
Por esse projeto de lei, a Eletrobras é obrigada a manter o patrocínio financeiro do CEPTEL (Centro de Pesquisas Energéticas) por 4 anos e a financiar um programa de revitalização do Rio São Francisco por 10 anos, que demandaria R\$ 350 milhões/ano.

A Eletronuclear e Itaipu Binacional seriam cindidas, pois não podem ser privatizadas devido ao seu valor estratégico. A Eletrobras também seria retirada do PELPT e dos contratos de financiamento com recursos da RGR (Global Reserve Reversal) e do Proinfa (Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia). A conta também permitiria a transferência de R\$ 3,5 bilhões para compensar as obrigações da CCC.

O governo também pretende alterar o estatuto da Eletrobras para limitar o poder de voto a 10% do capital votante e proibir quaisquer acordos de acionistas que reequilibrem esta regra (exceto para perfazer 10% do capital votante). A ideia do governo é ter uma empresa com capital disperso, sem ‘concentração de poder’, pois um acionista poderia deter mais de 10% do capital votante, mas votaria apenas com 10%.

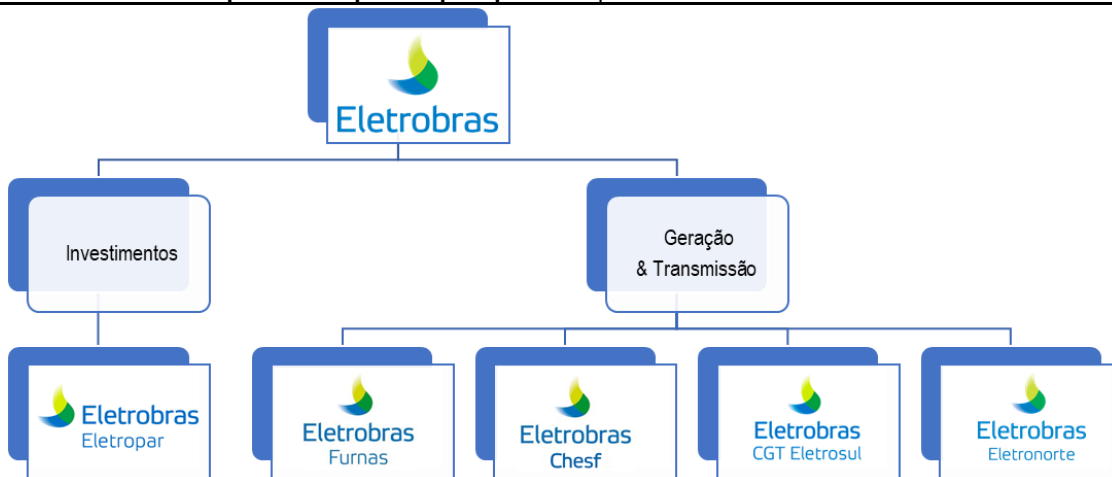
Considerando o projeto de lei nº 5.877 como o definitivo a ser posteriormente discutido com o Congresso, mostramos a seguir um resumo do processo de privatização e como a estrutura societária da Eletrobras deve mudar:

Figura 6: Processo de privatização



Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Figura 7: Estrutura corporativa esperada pós-privatização



Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

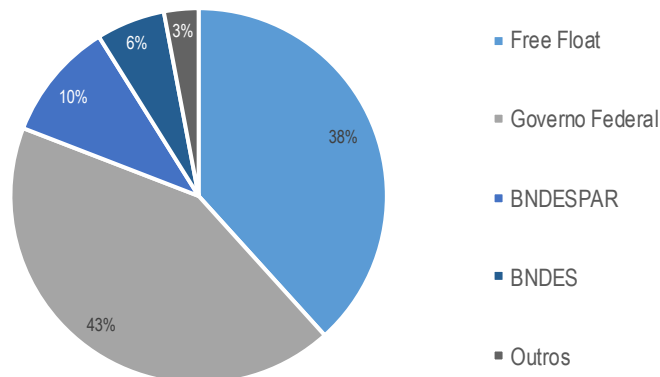
Conforme mostrado na Figura 6, o fluxo de trabalho esperado já foi iniciado quando o governo enviou ao Congresso o projeto de lei nº 5.877, com sua intenção plena descrita e as emendas legislativas necessárias para a legalidade do processo. O projeto visa capitalizar a empresa por meio de uma oferta primária, diluindo a participação do governo e garantindo o controle generalizado. O governo também teria permissão para vender sua participação remanescente por meio de uma oferta secundária.

O Congresso agora aguarda uma ordem do presidente da Câmara dos Deputados para iniciar sua passagem processual, embora nada tenha mudado muito nos últimos 12 meses desde que o projeto foi apresentado pelo governo. Se a Câmara dos Deputados aprovar o projeto por maioria simples, ele será encaminhado ao Senado, que atualmente se opõe ao texto original. Se o Senado fizer alguma alteração, o projeto deve retornar à Câmara dos Deputados para aprovação final antes de ir para a sanção presidencial.

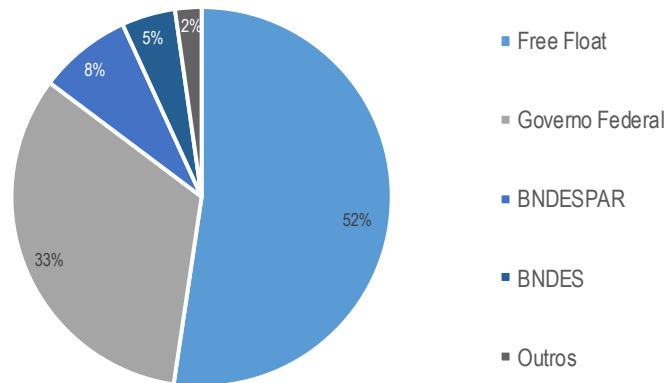
Diante dessa resistência, o governo está analisando opções como um novo anteprojeto, agora proposto por um senador, mudando o fluxo de trabalho e enfrentando resistências desde o início das discussões. Essa decisão política pode se mostrar mais eficiente no início, mas os assessores jurídicos afirmam que essa manobra apresenta um risco: se um senador apresentar um projeto originalmente entregue pelo governo, a oposição poderia questionar a decisão e qualquer discussão de privatização seria adiada novamente.

O caminho da privatização não será fácil, mas as recentes eleições municipais oferecem algum apoio. Partidos que já foram independentes e recentemente aumentaram sua participação no governo por meio de membros em cargos de chefia, foram os principais vencedores. Considerando uma provável reforma do gabinete pelo governo no início de 2021, esperamos que mais cargos sejam alocados para esses partidos, abrindo caminho para um Congresso pró-privatização maior.

Gráfico 15: Estrutura acionária (atual)



Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Gráfico 16: Estrutura acionária (privatização)

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Avaliando o potencial de privatização

O pagamento da concessão relacionado ao processo de privatização será calculado com base no VPL do fim do regime de cotas. Estimamos um pagamento de concessão de R\$ 24 bilhões. Principais premissas: (i) preço de R\$ 150/MWh, (ii) corte de 20% na capacidade assegurada, (iii) 3% de GSF (*Generation Scaling Factor* - medida do risco hidrológico), (iv) R\$ 3,5 bilhões relativos ao fundo do Rio São Francisco, e (v) R\$ 3,5 bilhões de CCC (Conta de Consumo de Combustíveis) a receber. Dos R\$ 24 bilhões, 1/3 (R\$ 8 bilhões) será transferido para a conta da CDE para ajudar na redução das tarifas e 2/3 (R\$ 16 bilhões) serão pagos ao governo.

Em nosso cenário de privatização, o valor patrimonial da Eletrobras poderia chegar a R\$ 140 bilhões, ou R\$ 69/ação (totalmente diluído). Assumimos (i) um custo de capital próprio 200bps menor (6% vs. 8%), (ii) menor custo da dívida, (iii) um corte de 55% no empréstimo compulsório de R\$ 15,4 bilhões, (iv) maior valuation para participações minoritárias e (v) corte de custos de 10% em 2021, concluído com corte de 30% em 2022. Já incluímos os números finais da revisão tarifária dos contratos de transmissão renovados pós-PM 579. RAP mais alto foi impulsionado por WACC regulatório mais alto e pela inclusão do componente de custo de capital próprio (Ke) no contas a receber da RBSE (Rede Básica Sistema Existente).

Tabela 8: RBSE (Rede Básica Sistema Existente) a receber pós-revisão tarifária

Furnas	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Total
Total RBSE	1.108	4.518	4.518	3.955	3.393	2.222	1.052	1.052	526	22.344
Parcela Econômica	399	1.626	1.626	1.339	1.052	1.052	1.052	1.052	526	9.724
Parcela Financeira	574	2.341	2.341	2.341	2.341	1.170	0	0	0	11.108
Parcela de Ajuste	135	551	551	275	0	0	0	0	0	1.512
Total RBSE	22.344									

Chesf	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Total
Total RBSE	740	2.918	2.918	2.188	1.456	728	0	0	0	10.948
Parcela Econômica	251	989	989	495	0	0	0	0	0	2.724
Parcela Financeira	369	1.456	1.456	1.456	1.456	728	0	0	0	6.921
Parcela de Ajuste	120	473	473	237	0	0	0	0	0	1.303
Total RBSE	10.948									

Eletronorte	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Total
Total RBSE	313	1.397	1.193	1.046	900	560	221	221	110	5.961
Parcela Econômica	115	514	0	0	0	0	0	0	0	629
Parcela Financeira	152	679	514	367	221	221	221	221	110	2.706
Parcela de Ajuste	46	204	679	679	679	339	0	0	0	2.626
Total RBSE	5.961									

CGT Eletrosul	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Total
Total RBSE	136	606	606	491	377	218	59	59	30	2.582
Parcela Econômica	37	165	165	112	59	59	59	59	30	745
Parcela Financeira	71	318	318	318	318	159	0	0	0	1.502
Parcela de Ajuste	28	123	123	61	0	0	0	0	0	335
Total RBSE	2.582									

Eletrobras	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Total
Total RBSE	2.297	9.439	9.235	7.680	6.126	3.728	1.332	1.332	666	41.835
Parcela Econômica	802	3.294	2.780	1.946	1.111	1.111	1.111	1.111	556	13.822
Parcela Financeira	1.166	4.794	4.629	4.482	4.336	2.278	221	221	110	22.237
Parcela de Ajuste	329	1.351	1.826	1.252	679	339	0	0	0	5.776
Total RBSE	41.835									

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Outra vantagem potencial pode vir da extensão da UHE Tucuruí (8,5 GW). O Decreto nº 10.135 / 19 de nov-2019 estendeu o benefício da renovação antecipada das concessões de geração em caso de privatização. Tucuruí tem até 21 de fevereiro para solicitar a renovação antecipada de Tucuruí (8,5 GW). Pelos nossos cálculos e usando a UHE Porto Primavera (Cesp) como proxy, a extensão pode gerar VPL extra de R\$ 5,69 bilhões para a Eletrobras.

Outro projeto que não está incluído em nosso modelo é o Angra 3. A construção foi iniciada em 2009 e interrompida em 2015 devido a denúncias de irregularidades por parte de empresas prestadoras de serviços para a Eletronuclear. Até o ano de 2019, a Eletrobras havia gasto ~R\$ 11,5 bilhões no Angra III e concluído 63,8% do projeto. De acordo com a administração, a construção demandará um investimento adicional de R\$ 15 bilhões para concluir a usina, e a Eletrobras não possui os meios necessários para construí-la sozinha. A construção, que pode ser retomada em 2021, pode precisar de um parceiro privado. Recentemente, a Aneel aprovou uma tarifa de R\$ 480/MWh para o Angra 3 (vs. R\$ 270/MWh para o Angra 1 e 2), mas a tarifa maior foi definida para compensar a dívida do projeto e cobrir os custos operacionais, que deveriam ser neutros, em termos de VPL, para a Eletrobras.

Nosso cenário de estresse implica que a Eletrobras não seja privatizada. Ao aumentar nosso K_e em 100 bps para 9%, assumindo os R\$ 11 bilhões adicionais em empréstimos compulsórios e um valor menor para as participações minoritárias (0,75x VP), nosso preço-alvo cai para R\$ 35.

A preços atuais, parece que os investidores estão avaliando o pior cenário possível para a Eletrobras. Embora ainda vejamos um potencial de valorização significativo considerando a empresa "como está", ou seja, sem incorporar nenhum valor adicional da privatização, entendemos o ceticismo dos investidores. A Eletrobras passou recentemente por melhorias significativas, mas as eleições estão chegando. Com um cenário político imprevisível, não podemos subestimar a potencial destruição de valor que um governo populista pode causar à empresa.

O governo anunciou a intenção de privatizar 9 empresas estatais em 2021, sendo a Eletrobras uma delas. A expectativa é que a privatização ocorra no último trimestre de 2021. Ainda há um longo caminho até finalmente começarmos a ver mais clareza no processo de privatização, mas acreditamos que os preços atuais estão excessivamente descontados. Supondo que a empresa permaneça 'como está', ainda vemos um potencial de valorização de ~40%. Em um cenário de privatização, o potencial de valorização pode ser enorme (+ 100%).

Tabela 9: Soma das Parte (SOE)

Ativos			ELET3	R\$/ação	ELET6	R\$/ação	ELET	R\$/ação
Furnas	R\$m	18.421	14.838	11,5	3.583	12,8	18.421	11,7
Chesf	R\$m	18.316	14.753	11,4	3.563	12,7	18.316	11,7
Eletronorte + Amazonas GT	R\$m	17.922	14.435	11,2	3.486	12,4	17.922	11,4
Eletrosul + CGTEE	R\$m	7.733	6.229	4,8	1.504	5,4	7.733	4,9
Eletronuclear	R\$m	6.965	5.610	4,4	1.355	4,8	6.965	4,4
Participação minoritária	R\$m	30.552	24.609	19,1	5.943	21,2	30.552	19,5
Holding	R\$m	(11.815)	(9.517)	-7,4	(2.298)	-8,2	(11.815)	-7,5
Empréstimos compulsórios	R\$m	(8.990)	(7.241)	-5,6	(1.749)	-6,2	(8.990)	-5,7
Provisões	R\$m	(4.495)	(3.620)	-2,8	(874)	-3,1	(4.495)	-2,9
Equity value		74.611		46,6		51,8		47,6

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Tabela 10: SOTP (Privatizado)

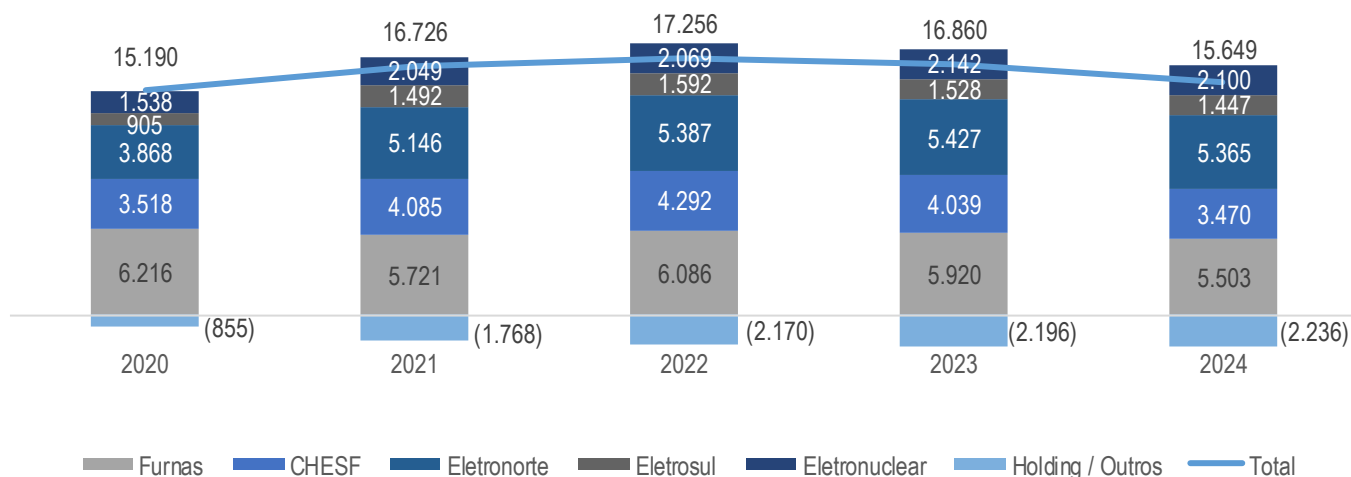
Ativos			ELET3	R\$/ação	ELET6	R\$/ação	ELET	R\$/ação
Furnas	R\$m	31.698	25.557	15,3	6.141	17,0	31.698	15,6
Chesf	R\$m	52.047	41.964	25,2	10.083	27,8	52.047	25,7
Eletronorte + Amazonas GT	R\$m	21.324	17.193	10,3	4.131	11,4	21.324	10,5
Eletrosul + CGTEE	R\$m	10.195	8.220	4,9	1.975	5,5	10.195	5,0
Eletronuclear	R\$m	10.601	8.548	5,1	2.054	5,7	10.601	5,2
Participação minoritária	R\$m	33.720	27.187	16,3	6.533	18,0	33.720	16,6
Holding	R\$m	(10.979)	(8.852)	-5,3	(2.127)	-5,9	(10.979)	-5,4
Empréstimos compulsórios	R\$m	(2.201)	(1.775)	-1,1	(426)	-1,2	(2.201)	-1,1
Provisões	R\$m	(6.411)	(5.169)	-3,1	(1.242)	-3,4	(6.411)	-3,2
Equity value		139.994		67,7		74,9		69,0

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Tabela 11: Soma das Parte (cenário negativo)

Ativos		ELET3	R\$/ação	ELET6	R\$/ação	ELET	R\$/ação	
Furnas	R\$m	16.695	13.442	10,4	3.253	11,6	16.695	10,6
Chesf	R\$m	16.646	13.402	10,4	3.244	11,6	16.646	10,6
Eletronorte + Amazonas GT	R\$m	16.920	13.623	10,6	3.297	11,8	16.920	10,8
Eletrosul + CGTEE	R\$m	6.980	5.620	4,4	1.360	4,9	6.980	4,4
Eletronuclear	R\$m	5.808	4.676	3,6	1.132	4,0	5.808	3,7
Participação minoritária	R\$m	26.479	21.319	16,5	5.160	18,4	26.479	16,9
Holding	R\$m	(11.758)	(9.467)	-7,3	(2.291)	-8,2	(11.758)	-7,5
Empréstimos compulsórios	R\$m	(19.663)	(15.831)	-12,3	(3.832)	-13,7	(19.663)	-12,5
Provisões	R\$m	(3.773)	(3.037)	-2,4	(735)	-2,6	(3.773)	-2,4
Equity value		54.334		33,9		37,8		34,6

Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Gráfico 17: Composição do EBITDA (SOE)


Fonte: BTG Pactual, relatórios da empresa

Comparativos de valuation

Gráfico 17: Composição do EBITDA (SOE)

	Rating	Preço-alvo	Último preço	Potencial de valoriz.	P/E		EV/EBITDA		Div. Yield	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Alupar	Compra	31,0	25,57	21%	18,1x	9,5x	9,2x	7,1x	2,8%	10,6%
AES Tiete	Neutro	13,0	16,22	-20%	15,6x	10,1x	7,7x	6,2x	6,8%	9,9%
Cemig	Compra	13,0	13,23	-2%	18,7x	5,3x	8,8x	8,3x	1,3%	4,7%
CESP	Compra	32,0	28,26	13%	18,2x	15,8x	7,5x	7,1x	5,5%	6,3%
Copasa	Compra	17,0	15,61	9%	7,7x	7,2x	4,4x	4,4x	3,5%	7,0%
Copel	Neutro	70,0	70,83	-1%	5,5x	5,8x	5,2x	5,1x	9,0%	8,7%
CPFL	Compra	40,0	30,85	30%	12,3x	11,1x	8,5x	7,5x	4,1%	4,5%
EDP do Brasil	Compra	22,0	19,17	15%	10,4x	6,9x	7,3x	5,7x	7,2%	10,8%
Engie Brasil	Neutro	42,0	43,25	-3%	18,8x	12,7x	10,4x	9,4x	5,6%	8,3%
Energisa	Compra	58,0	47,30	23%	13,1x	10,9x	9,1x	7,7x	3,8%	4,6%
Eneva	Compra	50,0	56,40	-11%	41,0x	23,1x	17,8x	13,0x	0,0%	0,0%
Equatorial	Compra	21,0	22,01	-5%	13,2x	12,3x	9,8x	10,5x	3,8%	4,1%
Light	Neutro	18,0	23,01	-22%	18,8x	8,9x	10,3x	6,9x	1,3%	2,8%
Omega	Neutro	41,0	37,50	9%	113,3x	26,3x	15,4x	11,9x	0,2%	1,0%
Sabesp	Compra	57,0	45,67	25%	17,9x	9,0x	6,5x	6,2x	1,4%	2,8%
Sanepar	Neutro	32,0	26,36	21%	7,5x	6,6x	6,4x	6,0x	8,2%	7,6%
Taesa	Neutro	32,0	33,58	-5%	6,2x	7,7x	8,2x	12,0x	13,6%	12,9%
TRPL	Neutro	25,0	27,80	-10%	8,9x	10,8x	6,2x	8,0x	9,2%	9,3%

Fonte: BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx