

Cemig | CMIG4

Neutro

Revisão: Gostamos das entregas, mas vemos papéis corretamente precificados

Indicação

A Cemig apresentou resultados acima de nossas expectativas neste 1T22 suportada por bons números em geração, comercialização, transmissão e novamente, um eficiente resultado em distribuição à despeito dos menores volumes distribuídos no trimestre em função das fortes chuvas ocorridas em Minas Gerais. Apesar das efetivas melhoras em progresso e da iminência da continuidade de seu programa de desinvestimentos, que consideramos positivo, seguimos neutros perante as ações da empresa, as enxergando sendo negociadas à 6,2X EV/Ebitda (2022) vs. uma média de 6,1x nos últimos três anos.

Resumo

A Cemig é uma companhia integrada de energia, atuando nos segmentos de geração, comercialização, transmissão e distribuição de energia, além do mercado de distribuição de gás natural.

Tese de Investimentos

Distribuidora em bom momento: Neste 1T22, Cemig continuou registrando um *opex* inferior e um Ebitda superior aos parâmetros regulatórios mesmo observando uma queda de 3,4% vs. 1T21 na energia distribuída em função das fortes chuvas observadas no trimestre. A companhia novamente registrou bons índices de DEC e FEC.

Combate à perdas e à inadimplência segue firme: Neste trimestre, o percentual de arrecadação da companhia atingiu 99,18% vs. 98,66% no 4T21, enquanto a PECLD de R\$ 44 MM ficou estável frente à registrada no 1T21. A companhia realizou 395 mil cortes até março/22, volume 20% superior YoY e a previsão de Cemig é realizar por volta de 1,9 MM suspensões de fornecimento neste ano.

Ganhos na holding – Na Cemig H, está programado a realização de um plano de demissão voluntária, que irá ocorrer entre 02 e 20 de maio visando a redução de custos e a readequação do quadro de colaboradores da companhia. Ademais, a *holding* vem colhendo os resultados tributários oriundos da transferência de contratos da Cemig GT, bem como vem trabalhando, após realizar a adequação do seu plano de vida no 4T21, para anunciar alternativas ao Plano de Saúde e ao Plano de Pensão que oferece aos seus colaboradores. Destacamos ainda que, neste 1T22, o custo com PMSO aumentou apenas 4,5% vs. inflação de 11,3% desde o 1T21, influenciado pela queda de 1,2% no custo com pessoal neste período.

Cemig GT: Neste trimestre, os resultados de Cemig foram positivamente impactados pelos resultados da Cemig GT, tanto em função da correta estratégia de alocação de energia bem como pela atualização financeira dos contratos de transmissão indexados à inflação. Ainda em transmissão, Cemig deve voltar a disputar de forma competitiva os lotes em MG do próximo leilão de transmissão em junho/22.

Correção ao descontinuar o *guidance* – A companhia investiu R\$ 499 MM no 1T22, sendo R\$ 423 MM em distribuição, R\$ 51 MM em transmissão e R\$ 14 MM em geração, além de R\$ 11 MM na Gasmig. Para o ano, estão previstos investimentos na casa de R\$ 3,973 Bi; sendo 81% deste montante em distribuição. A intenção da companhia é que tais investimentos constem na base regulatória de ativos quando do processo de revisão tarifária em 2023. Apesar de ter descontinuado o *guidance* de investimentos de R\$ 22,5 bi ao longo dos próximos cinco anos até a realização de Cemig Day, que ocorrerá no 3T22, acreditamos que a companhia conseguirá empregar os números previamente estimados para 2022.

CMIG4

Valor de mercado (R\$mi.)	R\$	27.733,2	
Últ. preço	R\$	11,19	
Preço-alvo	R\$	14,00	
Potencial		25,1%	
M múltiplos	12m	24m	Méd3a
P/L	7,4x	6,6x	6,5x
Ev/Ebitda	6,2x	5,7x	6,1x
P/VPA	1,2x	1,0x	0,9x
Oscilação	30d	12m	2022
CMIG4	1,7%	19,8%	20,5%
Ibov	2,4%	-10,0%	6,8%
Comps	2021	2022	2023
ROE	19,3%	18,5%	20,6%
Alavancagem	1,6x	1,1x	0,9x

Histórico (base 100 = 24 meses)



Research

research@ativainvestimentos.com.br

Ilan Arbetman, CNPI-P

ilan.arbetman@ativainvestimentos.com.br

Tadeu Lourenço

Tadeu.lourenco@ativainvestimentos.com.br

Cemig | CMIG4

Neutro

Baixo endividamento atual permite expansão e alta remuneração dos acionistas: A alavancagem atual é de 1,05x (vs. 1,22 no 4T21). No *call* de resultados deste 1T22, a companhia reiterou a intenção em continuar distribuindo 50% de seu lucro líquido. Com caixa atualmente em R\$ 2,58 bi, nossa maior preocupação se dá com o forte vencimento superior a R\$ 4 bi em 2024, que a companhia deverá tentar renegociar ou utilizar montantes oriundos de seu plano de desinvestimentos somados à geração de caixa para amortizar. Ainda quando à dívida, ainda que 50% esteja atrelada ao dólar, esta fração do endividamento é protegido por instrumento de *hedge* e convertido ao CDI.

Desinvestir para Investir de forma mais assertiva e crescer: Além da venda do *stake* de 22,6% da Light, que rendeu R\$ 1,372 MM à companhia, a venda da Renova está em fase de conclusão e resultará na entrada líquida de R\$ 60 MM ao seu caixa, bem como no aproveitamento de créditos fiscais no valor de R\$ 504 MM além de resultar num efeito total de R\$ 372 MM neste 2T22. Cemig deseja ainda vender sua participação em Santo Antônio, Belo Monte, Taesa, 49% da Gasmig e outras participações menores. Companhia expressa manifesta intenção em se concentrar apenas no seu próprio crescimento. Quanto ao *capex*, após investir R\$ 2,1 bi em 2021, Cemig espera investir R\$ 3,9 bi em 2022, sendo R\$ 3,2 bilhões em distribuição. Quanto à Santo Antônio, companhia não fará aporte de capital adicional. Já quanto à Taesa, intenção é alienar a participação ainda em 2022, o que consideramos possível.

Gasmig: Com um despacho término menor frente ao 1T21, mas ainda registrando crescimento no Ebitda sobretudo em função de sua exposição ao segmento industrial, que representa 77% dos clientes da companhia, destacamos que a Gasmig verificou a conclusão do seu processo de revisão tarifária em abril/22 e que resultou na redução média de 10,05% das tarifas e na queda do WACC regulatório de 10,02% para 8,71% a.a.. Ainda assim, a base de remuneração líquida da empresa chegou a R\$ 3,48 bi, tendo seu custo com PMSO integralmente reconhecido pelo regulador e a sua concessão estendida até 2053.

Riscos

Desinvestimentos - O cenário macroeconômico e político do país pode retardar os processos de venda que a companhia deseja executar em 2022. Na Taesa, por exemplo, ainda que suas ações se encontrem com preços convidativos, companhia não deu novos indicativos sobre o prosseguimento do processo de alienação de seu *stake* na transmissora.

Privatização: Além das dificuldades inerentes à realização de privatizações em MG, como a necessidade de se obter maioria em assembleia e a realização de plebiscito, não acreditamos em uma retomada do processo durante o atual ano eleitoral.

Inflação : O insucesso da companhia em se manter enquadrada frente aos parâmetros regulatórios em sua agenda envolvendo ganhos de eficiência pode reverberar em impactos negativos para as suas ações. Ademais, a suspensão de seu *guidance* quinquenal dialoga com as dificuldades inerentes ao momento de alto teor inflacionário.

Arbitragem em Santo Antônio: Iniciada em 2014, esta arbitragem vigente questiona eventos com relação à execução da obra da usina. Com a decisão de não aportar capital adicional na companhia, sua participação será diluída, o que pode, inclusive, dificultar o processo de alienação de Cemig no empreendimento.

Balço Patrimonial, DRE e Fluxo de Caixa

R\$ milhões

Balço Patrimonial	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2021	2022	2023
Ativo Total	53.011,1	53.839,3	53.116,7	52.045,8	51.067,4	52.045,8	55.495,6	63.532,9
Caixa & Aplicações	5.573,0	6.130,0	3.166,3	2.549,3	2.384,7	2.549,3	4.320,4	7.065,0
Estoques	4.549,1	4.425,1	5.076,4	4.765,1	5.027,0	4.765,1	5.364,1	5.829,4
Contas à Receber	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros Ativos CP	4.544,0	4.338,7	5.014,2	5.634,8	5.122,1	5.634,8	5.042,4	5.479,8
Outros Ativos LP	18.669,2	18.492,5	18.909,0	18.618,1	17.727,9	18.618,1	17.452,2	18.966,1
Ativo Fixo	19.675,9	20.453,0	20.950,7	20.478,5	20.805,7	20.478,5	23.316,5	26.192,5
Passivo & PL	53.011,1	53.839,3	53.116,7	52.045,8	51.067,4	52.045,8	55.495,6	63.532,9
Fornecedores	1.956,8	2.381,7	3.370,6	2.683,3	2.242,7	2.683,3	2.393,1	2.600,7
Dívida (Curto Prazo)	1.628,3	1.409,4	1.569,4	1.465,1	1.121,3	1.465,1	1.396,8	1.756,8
Outros Passivos CP	5.472,9	5.756,2	5.554,5	6.539,1	6.288,9	6.539,1	6.710,6	7.292,8
Dívida (Longo Prazo)	13.037,2	11.909,6	9.781,8	9.898,8	8.728,4	9.898,8	9.437,2	11.057,2
Outros Passivos LP	13.016,0	12.536,3	12.573,0	11.997,6	12.013,5	11.997,6	12.819,2	13.931,3
Patrimônio Líquido	17.899,8	19.846,0	20.267,4	19.461,8	20.672,6	19.461,8	22.738,6	26.894,2

R\$ milhões

DRE	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2021	2022	2023
Receita Líquida	7.110,7	7.354,0	9.524,7	9.656,7	7.847,4	33.646,1	31.572,6	34.311,5
CMV	(5.327,9)	(5.897,2)	(7.856,9)	(7.841,9)	(5.879,2)	(26.923,9)	(25.180,1)	(27.364,5)
Lucro Bruto	1.782,8	1.456,8	1.667,8	1.814,8	1.968,2	6.722,2	6.392,5	6.947,0
Total de Despesas Op.	(175,9)	891,7	490,3	(977,1)	(335,3)	228,9	(1.350,3)	(1.467,4)
EBIT	1.606,9	2.348,5	2.158,1	837,7	1.632,9	6.951,2	5.042,2	5.479,6
Resultado Fin.	(1.265,2)	478,5	(1.155,5)	(310,8)	314,2	(2.253,0)	589,7	1.157,3
IR & CSLL	80,7	(880,3)	(49,7)	(95,9)	(491,5)	(945,3)	(1.421,6)	(1.096,1)
Lucro Líquido	422,4	1.946,6	952,9	431,0	1.455,6	3.752,9	4.210,2	5.540,8
EBITDA	1.081,0	1.223,0	1.454,0	1.700,0	1.916,4	5.481,0	6.184,0	6.720,9

Margens

Bruta	25,1%	19,8%	17,5%	18,8%	25,1%	20,0%	20,2%	20,2%
EBIT	22,6%	31,9%	22,7%	8,7%	20,8%	20,7%	16,0%	16,0%
EBITDA	15,2%	16,6%	15,3%	17,6%	24,4%	16,3%	19,6%	19,6%
Líquida	5,9%	26,5%	10,0%	4,5%	18,5%	11,2%	13,3%	16,1%

Crescimento Ano/Ano

Δ Receita Líq.		23,9%	49,5%	40,7%	10,4%	33,4%	-6,2%	8,7%
Δ EBITDA		42,7%	23,9%	2,2%	77,3%	15,1%	12,8%	8,7%
Δ Lucro Líq.		86,5%	74,7%	-67,7%	244,6%	31,0%	12,2%	31,6%

R\$ milhões

Fluxo de Caixa	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	2021	2022	2023
EBIT	1.606,9	2.348,5	2.158,1	837,7	1.632,9	6.951,2	5.042,2	5.479,6
(-) IR & CSLL	80,7	(880,3)	(49,7)	(95,9)	(491,5)	(945,3)	(1.421,6)	(1.096,1)
(+) Depreciação & Amort.	164,0	164,0	164,0	291,5	283,9	783,5	1.142,2	1.241,3
(-) Δ Capital de Giro	1.322,5	329,3	(1.326,9)	(309,2)	250,8	15,7	(6,7)	(902,8)
(-) CAPEX	(631,0)	(631,0)	(689,0)	(1.371,3)	(445,9)	(3.322,3)	(3.815,0)	(4.117,4)
(=) FCFE	2.543,1	1.330,4	256,5	(647,2)	1.230,3	3.482,7	941,2	604,6

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

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

Atendimento

0800 285 0147

Ouvidoria

0800 717 7720