

# Auren Energia

## Feedback da reunião com a Auren; mais otimista sobre os preços da energia

### Reunião com CEO Fabio Zanfelice e CFO Mario Bertoncini

Realizamos um evento de dois dias com o CEO Fabio Zanfelice e o CFO Mario Bertoncini, onde discutimos os seguintes temas principais: (i) preços de energia; (ii) oportunidades de crescimento; (iii) Ação da UHE Três Irmãos; e (iv) passivos de fundos de pensão. Abaixo, fornecemos mais detalhes sobre a visão da Auren em relação a esses tópicos.

### Preços de energia (uma visão mais positiva)

Os preços da energia são agora o principal tema do debate dos investidores. Como o Brasil tem um grande excedente de energia de ~20% para (pelo menos) os próximos 2-3 anos e como os níveis de chuva melhoraram muito em 2022 (reservatórios acima de 60% e preços spot próximos das mínimas), vimos recentemente uma visão mais cética sobre os preços da energia e uma dicotomia setorial: o custo marginal das operações está caindo (devido às razões acima), mas o custo marginal de expansão está aumentando (principalmente devido ao capex mais alto e custo de capital próprio). Embora não esteja claro qual dessas duas forças impulsionará os preços nos próximos anos, a Auren é mais otimista sobre o assunto. Houve uma mudança recente no modelo utilizado na operação do sistema e a inclusão de parâmetros mais avessos ao risco provavelmente resultará em preços mais voláteis. Os consumidores também são, por natureza, menos arriscados na contratação de seu portfólio de energia. Eles não correrão o risco de faltar energia em 2023, porque se os níveis de chuva caírem na próxima estação chuvosa, os preços podem disparar e ser um desastre para os consumidores intensivos em energia. Isso explica o motivo, apesar dos preços spot de R\$ 50-R\$ 60/MWh, dos contratos de 2023 ainda estarem sendo assinados a R\$ 150-160/MWh, apoiando a visão mais positiva da Auren sobre os preços. A empresa vendeu com sucesso energia a preços muito bons e seu portfólio está quase 100% contratado até 2026.

### Três Irmãos

A parte não controversa da compensação de Três Irmãos foi liquidada em 2012. Como o preço é ajustado pela SELIC, o valor ao final de 2022 é de ~R\$ 4 bilhões. Esse processo tem demorado mais do que o esperado, principalmente após a morte do perito legal designado para o caso. Mas acabamos de ver desdobramentos favoráveis: o juiz autorizou a contratação de um novo perito e manteve as conclusões (favoráveis a Auren) de seu antecessor. Nosso caso base só funciona com o valor não controverso. Como a Auren tem um balanço confortável para capturar algumas das oportunidades de crescimento desejadas, a indenização adicional de Três Irmãos pode se traduzir em dividendos extraordinários para os acionistas.

### Crescimento

A Auren continua buscando oportunidades em renováveis, hidrelétricas e transmissão, via *greenfield* ou M&A, mas reiterou sua disciplina de alocação de capital. Sua recente saída do leilão CEEE-G (que ainda estava rendendo retornos reais de ~11%) mostrou aos investidores que o crescimento não virá a qualquer custo. Eles também abandonaram outros processos quando os retornos ficaram abaixo dos níveis ideais, com vários projetos de energia renovável atingidos por



custos de construção mais altos ou sem conexão de transmissão. Então, se eles não encontrarem oportunidades que gerem valor, eles podem aumentar os dividendos e/ou lançar recompras de ações. A Auren tem caixa de R\$ 3,2 bilhões e Dívida líquida/EBITDA de 1,8x. Com seus projetos em andamento, a alavancagem deve subir para ~2x. A empresa vê a alavancagem ideal em 2,5x-3,0x Dívida líquida/EBITDA.

### Comercialização

A companhia também enfatizou a importância de um bom segmento comercial para a Geradoras que desejam se expandir. Investiu fortemente em digitalização, está desenvolvendo bancos de dados para entender melhor a dinâmica do setor e também busca alcançar uma base de clientes mais ampla. Eles ainda precisam investir muito em tecnologia e o tempo é fundamental.

### Fundo de pensão

A Auren fez várias mudanças para reduzir o déficit do fundo de pensão e migrou ~1,2 milhão de beneficiários (18% do total) para um plano de contribuição definida, resolvendo parcialmente seu déficit atuarial. Para os outros 82%, o plano é alterar o índice de inflação utilizado para corrigir esses planos de IGPM para IPCA, para reduzir o descasamento. Atualmente, uma liminar está impedindo essas mudanças, mas a Auren espera que ela seja suspensa no curto prazo. O objetivo é que a correção da inflação seja 30% indexada ao IGPM e 70% ao IPCA até 2031 e, posteriormente, 100% indexada ao IPCA.

### Custos de Holding

A Auren opera com um custo anual de  *Holding*  de R\$ 100 milhões e afirma que essa estrutura mais “cara” reflete seu apetite de crescimento. Em um cenário de menor crescimento, deve cair para R\$ 85 milhões.

### Regulação

A Auren comentou a inclusão de um artigo na Medida Provisória nº 1.118 (aprovada pela Câmara nesta semana) que dá mais 24 meses para o início de projetos renováveis beneficiados com isenção de taxa de transmissão (TUST) e de distribuição (TUSD). Mais de 180 GW em projetos foram registrados na Aneel para se beneficiarem das referidas isenções. Mas o mercado nunca imaginou que todos seriam implementados devido, entre outros motivos, às restrições da rede de transmissão para drenar toda essa capacidade. Com o adiamento de 24 meses, os leilões de transmissão programados para 2023-24 poderão fornecer o escopo necessário para esses projetos, que continuarão distorcendo o desequilíbrio entre as fontes de energia do Brasil.

Valuation	12/2020	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
RoIC (EBIT) %	8,3	12,3	5,2	7,5	7,1
EV/EBITDA	-	-	13,4	8,4	8,3
P/L	-	-	79,1	17,7	17,5
Dividend Yield %	-	-	0,3	1,4	1,4

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2020	12/2021	12/2022E	12/2023E	12/2024E
Receita	1.917	2.293	3.210	2.572	2.487
EBITDA	1.210	1.741	1.338	1.979	1.879
Lucro Líquido	1.729	441	189	846	854
LPA (R\$)	1,73	0,44	0,19	0,85	0,85
DPA líquido (R\$)	0,85	0,10	0,05	0,21	0,21
Dívida Líquida/Caixa	-1.106	-1.568	-2.882	-1.665	-607

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\$ 14,99 em 02 de setembro de 2022.

## 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 ao 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, conseqüentemente, 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)