

Ágora Insights

# Análise de Empresas

Neoenergia

Setembro, 2022

Recomendação permanece Neutra, apesar do valuation aparentemente descontado



## Recomendação permanece Neutra, apesar do valuation aparentemente descontado

- Ainda vemos NEOE3 sendo negociado a uma atraente TIR real de 15,0%, que é cerca de 4,50-5,50 p.p. acima dos pares privados Energisa/Equatorial, e até 4,00 p.p. acima da Cemig.
- Inegavelmente, a Neoenergia apresentou resultados trimestrais consistentes e projetos greenfield em transmissão/geração renovável foram/estão sendo construídos dentro do orçamento sem atrasos.
- No entanto, por enquanto, a compressão da TIR parece limitada devido a preocupações contínuas relacionadas à governança corporativa, incluindo lances aparentemente agressivos nos mais recentes leilões de ativos novos (greenfield) de transmissão – notadamente, em 2023-24 o Brasil leiloará R\$ 50 bilhões em novos projetos de transmissão, o que pode exacerbar as preocupações.
- Não vemos gatilhos claros para uma reclassificação de curto prazo... capex (investimento) /alavancagem permanecerão altos por um pouco mais de tempo e, portanto, os dividendos serão um pouco limitados. A empresa poderia potencialmente vender alguns ativos hidrelétricos, como Belo Monte (Eletrobras é o comprador natural), mas os dividendos podem ser superados por uma visão de maior crescimento na transmissão.
- Mantemos a recomendação Neutra, com um novo preço-alvo de R\$ 20,00 para 2023.

**Atualização das projeções após 2T22 + novo ativo de transmissão vencido no leilão de junho.** Definimos um preço-alvo de R\$ 20 para 2023, que, entre outras coisas, reflete uma taxa de desconto real de 15%, a mais alta em nossa cobertura, dadas as percepções de risco de alocação de capital.

**A avaliação barata da Neoenergia é indiscutível... a questão é por que/quando uma reavaliação aconteceria.** A Neoenergia vem apresentando um fluxo de resultados trimestrais sólidos, incluindo o 2T22, e está entregando projetos dentro do prazo/orçamento. No entanto, movimentos que parecem agressivos nos recentes leilões de projetos greenfield no segmento de transmissão e taxas/royalties contínuos pagos ao seu acionista controlador lançaram uma sombra maior sobre a governança corporativa. Como resultado, a NEOE3 está entre as ações mais baratas em nossa cobertura, negociando a uma TIR real de 15,0%, que é cerca de 4,50-5,50 p.p. acima dos pares privados Energisa/Equatorial, e até 4,00 p.p. acima da Cemig.

**Como visto para outras concessionárias que pagam altos dividendos, a Neo poderia comprimir sua TIR acelerando os dividendos.** No entanto, isso é improvável para 2022, para o qual modelamos uma distribuição de dividendos de 25% (subindo para 50% em 2023). Isso porque após os lances recentes da empresa nos leilões de transmissão, o capex (investimento) permanecerá em R\$ 9,0 bilhões a R\$ 7,0 bilhões até 2025, com a relação dívida líquida/EBITDA em cerca de 3,8x, limitando o pagamento de dividendos. Como resultado, os dividend yields que esperamos para 2022/23 são de apenas 4,4% e 6,2%, aproximadamente metade dos números da CPFL.

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.

**Outros gatilhos positivos podem ser:** (i) a Neoenergia vender alguns de seus ativos hidrelétricos como Belo Monte ou mesmo Teles Pires e Dardanelos para ajudar na desalavancagem/dividendos; e (ii) em algum momento, a acionista controladora Iberdrola poderia fazer uma oferta aos minoritários da Neoenergia (provavelmente uma jogada atraente, mesmo pagando um prêmio a minoritários, dada a avaliação de mercado com desconto da Neoenergia). No entanto, isso não está claro e exigiria lidar com o fundo de pensão Previ, que detém 30% da Neoenergia e, para vender sua participação, precisa de uma transação de mercado transparente devido a preocupações de governança corporativa.

**Revisões tarifárias periódicas para três distribuidoras da Neoenergia em 2023...** As distribuidoras Elektro/Coelba/Cosern (64% do EBITDA previsto para 2022) passarão por revisões periódicas em 2023, com a ANEEL redefinindo os principais direcionadores tarifários para o próximo ciclo de 4/5 anos. Isso inclui a atualização do RAB (base de ativos regulatórios), as permissões de opex (despesas) e a redefinição do volume de vendas de MWh sobre o qual a tarifa (Receita Requerida / MWh) é calculada. Quanto ao impacto cumulativo positivo que a alta inflação do IGP-M teve nos últimos reajustes tarifários anuais da parcela controlável da receita "VPB" (Elektro, Coelba e Cosern), na revisão deve ser ajustado para baixo gradativamente ao longo do próximo ciclo tarifário, refletindo regras bem estabelecidas. Ao todo, as cinco distribuidoras da Neoenergia devem entregar EBITDA de R\$ 7,6 bilhões em 2022 e R\$ 8,4 bilhões em 2023.

**...enquanto a reestruturação da distribuidora CEB continua nos trilhos.** O desempenho da CEB melhorou significativamente desde a privatização em 2020, com a Neoenergia a caminho de entregar um EBITDA de R\$ 300 milhões em 2022, subindo para cerca de R\$ 350 milhões no próximo ano e saltando acima de R\$ 400 milhões em 2024 em diante. Isso reflete os esforços contínuos para reduzir opex (despesas de manutenção), recebíveis de inadimplência e perdas de eletricidade.

**Ciclo de capex alto deve durar mais.** A Neoenergia investiu cerca de R\$ 11 bilhões em novos ativos de transmissão/geração renovável desde 2019. Com o andamento do start-up/construção desses ativos, o pico do ciclo de capex nesses segmentos (R\$ 4,4 bilhões) deve ser realizado principalmente em 2022 (capex total consolidado de R\$ 8,8 bilhões). No entanto, enquanto para 2023 vemos o capex caindo para R\$ 100 milhões para projetos eólicos/solares, para 2023/24 o capex em novos ativos de transmissão deve permanecer em R\$ 2,4 bilhões/R\$ 2,8 bilhões, refletindo os lances da Neoenergia em leilões recentes. Em nosso modelo, o capex total consolidado é de R\$ 7,0 bilhões/ano em 2023-2025, caindo para cerca de R\$ 5,0 bilhões/ano a partir de então, assumindo que a Neoenergia não desenvolva novos projetos.

Abaixo encontram-se os principais números estimados para a companhia:

Neoenergia R\$ milhões	2021	2022	2023	2024
Receita Líquida	36.803	34.745	36.238	37.580
Ebitda	6.746	6.399	10.858	10.942
Lucro Líquido	3.925	3.319	2.500	3.851

Fonte: Bradesco BBI



## Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

## Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

## Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

### Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

O Bradesco BBI está participando como coordenador na oferta pública de distribuição de Iguatemi S.A. e Vamos Locacao de caminhões, máquinas e equipamentos S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpgargas S.A., Banco Inter S.A., Brasal Energia S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, C&A Modas S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Cooperativa Central de Crédito Rural com Interação Solidária - Central Cresol Sicoper, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energia S.A., Eneva S.A., Fras-le S.A., Guararapes Confeccoes S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., Iochpe Mxiom S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., JHSF Participações S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., Moby S.A., Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Tegra Incorporadora S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Tegra Incorporadora S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. e Via Varejo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: AES Brasil Energia S.A., Allied Tecnologia S.A., Alpgargas S.A., Banco Inter S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A., Companhia Brasileira de Alumínio, Cooperativa Central de Crédito Rural com Interação Solidária - Central Cresol Sicoper, CTEEP - Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar, CSHG Logística - FIL, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A., Diagnósticos da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A., Energia S.A., Eneva S.A., Fras-le S.A., Guararapes Confeccoes S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A., Hospital Mater Dei S.A., Hypera S.A., HBR Realty Empreendimentos Imobiliários S.A., Iochpe Mxiom S.A., JHSF Participações S.A., Kora Saúde Participações S.A., Light Serviços de Eletricidade S.A., Livetech da Bahia Indústria e Comércio S.A., Localiza Rent A Car S.A., LOG Commercial Properties e Participações S.A., Malls Brasil Plural - FIL, Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A., Oceanpact Serviços Marítimos S.A., Pet Center Comércio e Participações S.A., Petrobras Distribuidora S.A., Positivo Tecnologia S.A., Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Raizen Energia S.A., Randon SA Implementos e Participações, Petro Rio S.A., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., São Martinho S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A., Tegra Incorporadora S.A., Telefônica Brasil S.A., Três Trens Agroindustrial S.A., Unidas S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vale S.A., Vamos Locação de Caminhões, Vibra Energia S.A., Máquinas e Equipamentos S.A., Via Varejo S.A. e Vinci Logística - FIL.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).

## RESEARCH ÁGORA

**José Francisco Cataldo Ferreira**  
CNPI - Estrategista de Análise -  
Pessoas Físicas

**Ricardo Faria França**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Maurício A. Camargo**  
CNPI-T - Analista Gráfico

**Ernani Teixeira R. Júnior**  
CNPI-T - Analista Gráfico

**Maria Clara W. F. Negrão**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Flávia Andrade Meireles**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Wellington Antonio Lourenço**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Henrique Procopio Colla**  
CNPI-T - Analista Gráfico

**Renato Cesar Chanes**  
CNPI - Analista de Investimentos

**Larissa Fidelis Monte**  
Analista Assistente de Investimentos

### DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

### DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade