

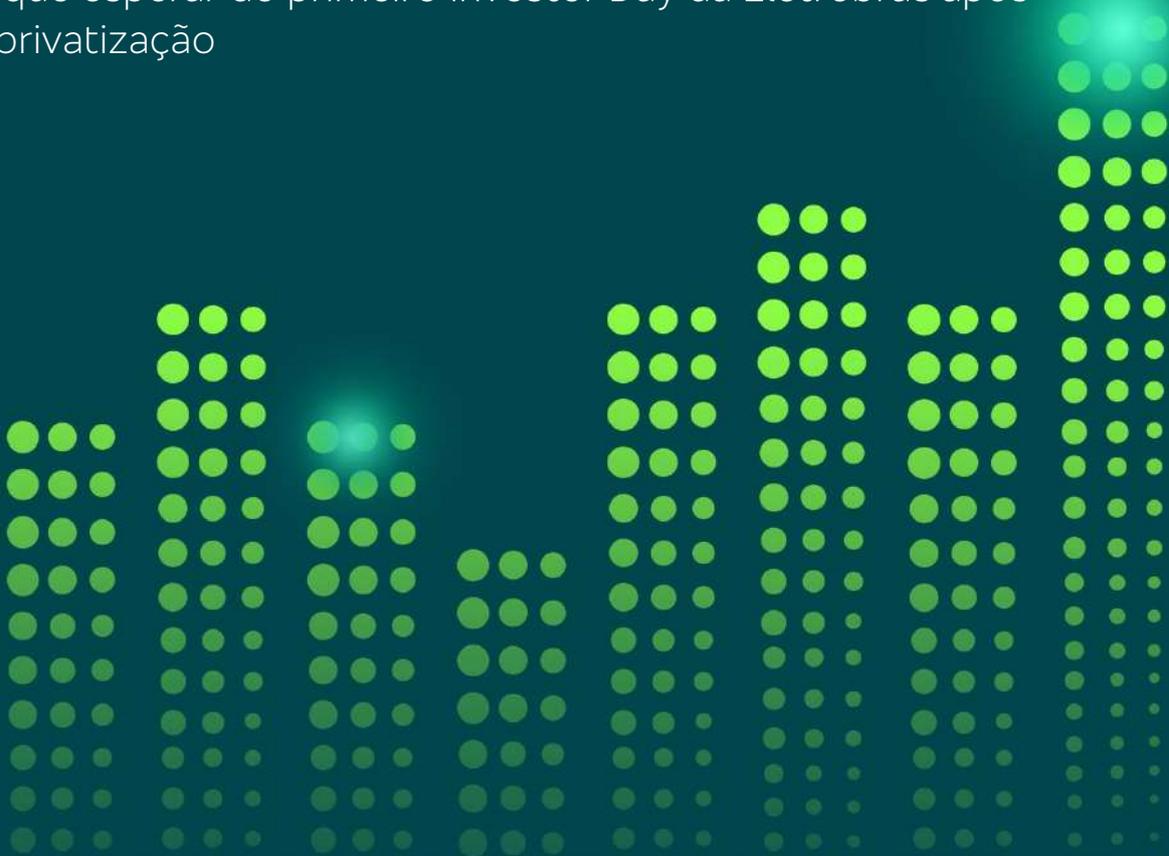
Ágora Insights

Análise de Empresas

Eletrobras

Julho, 2023

O que esperar do primeiro Investor Day da Eletrobras após a privatização



O que esperar do primeiro Investor Day da Eletrobras após a privatização

- Com a maioria dos eventos negativos que impactaram a tese de investimento da Eletrobras desde sua privatização no espelho retrovisor ou se tornando riscos positivos, a partir de agora esperamos um fluxo de notícias positivas no 2S23, começando com o Investor Day “amanhã” (12 de julho).
- Uma das maiores reclamações dos investidores sobre a Eletrobras é que a recuperação pós-privatização foi muito lenta, com orientação limitada sobre como a empresa chegaria lá... em seu primeiro Investor Day como uma empresa privada, esperamos que a Eletrobras fale em detalhes sobre cortes de despesas operacionais, monetização de eficiências fiscais, proteção do portfólio de energia, negociações de empréstimos, etc.
- Sobre outros fluxos de notícias de curto prazo, esperamos (i) que a ANEEL decida sobre a RBSE (Rede básica do sistema existente) em 2-3 meses (agora esperamos um resultado favorável/pequeno corte), (ii) a tarifa de Angra 3 será definida até set/out seguindo as regras estabelecidas na privatização; e (iii) Amazonas D poderia mudar de mãos (talvez a Eletrobras possa reverter algumas provisões). Sobre o limite de 10% dos votos, acreditamos que o estado de direito do Brasil será preservado.
- Sobre os preços de eletricidade atualmente baixos não modelamos quaisquer melhorias no curto/médio prazo (excesso de oferta), mas isso parece totalmente precificado pelo mercado.

Desde sua privatização em junho de 2022, a Eletrobras enfrentou uma tempestade perfeita de eventos negativos, mas estes agora estão precificados ou se tornaram “riscos de alta”, incluindo: (i) preços da eletricidade caindo no 2S22 em função do excesso de oferta de geração, dado que Eletrobras está altamente descontratada – atualmente, a maioria dos analistas modela preços baixos por um longo período, mas isso pode mudar se a hidrologia piorar e/ou a demanda aumentar; (ii) o debate sobre a revisão dos recebíveis do RBSE (23% do valor de mercado), com risco de redução em até 30% do ressarcimento pendente – esperamos decisão favorável da ANEEL nos próximos 2 meses (corte de RBSE de cerca de 10%) visto que o ângulo jurídico prevalece sobre a metodologia de cálculo; (iii) Turnaround (reestruturação) da Eletrobras demorando mais do que o esperado para entrar em ação – agora, no dia 12 de julho, a empresa provavelmente revelará seu plano de reestruturação em detalhes; e (iv) em maio o governo federal questionou a legalidade do limite de 10% dos votos através de um pedido de liminar ao Supremo Tribunal Federal – a nosso ver, o estado de direito do Brasil deve prevalecer ou um acordo entre o governo e a Eletrobras será alcançado.

O que esperar do Investor Day da Eletrobras? Este será um evento importante, pois depois da privatização em meados de 2022, o mercado tem esperado mais detalhes sobre o potencial de reestruturação. Notavelmente, a Eletrobras é uma gigante (a maior geração renovável da América Latina) com várias unidades de negócios para atender/melhorar, e o primeiro passo foi colocar em prática toda a equipe de gerentes seniores (para se juntar ao CEO/CFO que liderou a privatização) para executar a recuperação. Agora com equipe praticamente completa, esperamos que a Eletrobras aborde o tamanho e o tempo de: (1) novos programas de eficiência + meta opex (despesas de manutenção)/PMSO (despesas com pessoal, material, etc); (2) reestruturação para desbloquear eficiências fiscais + uso de compensação de prejuízos fiscais; (3) estratégia de comercialização do portfólio de energia; (4) algumas percepções sobre negociações de obrigações de empréstimos compulsórios; e (5) seu crescimento inorgânico/orgânico + estratégia de alienação de participações minoritárias. Outros temas em que a Eletrobras está atuando também devem ser discutidos, como o limite de 10% dos votos (há alguma negociação em andamento?), a RBSE, Angra 3 e Amazonas D.

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

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

Abaixo, discutimos nosso caso base atual e as expectativas sobre alguns desses itens:

- (1) **Cortes de Opex/PMSO:** Para 2023, esperamos que a Eletrobras reserve opex total (folha de pagamento, material, serviços, outros) de aproximadamente R\$ 7,6 bilhões (vs. R\$ 10 bilhões em 2022), sendo que isso inclui principalmente a redução de funcionários feita em 2022 e parte da redução de força de trabalho esperada em 2023 (levando a força de trabalho total para 7.300 em 2023 contra 10,5 mil após a privatização). Enquanto muito foi feito para reduzir opex desde 2018 (quando o governo decidiu privatizar a Eletrobras), o corte de custos continua sendo uma das grandes áreas para capturar *upside* (potencial de ganhos), e vemos espaço para Eletrobras guiar para um nível de PMSO normalizado de R\$ 4,0 bilhões a R\$ 4,5 bilhões, que pode ser alcançado até 2025.
- (2) **Eficiências fiscais:** Em nossa avaliação de VPL (valor presente líquido) da soma das partes, vemos cerca de R\$ 13 bilhões (11%) provenientes de eficiências fiscais e a monetização de prejuízos fiscais a compensar. Para atender efetivamente a essa expectativa, a Eletrobras precisa registrar impostos tributáveis na holding: (a) para usar o potencial de proteção fiscal de despesas operacionais/juros (BBI estima R\$ 4,7 bilhões de VPL); e (b) para ser capaz de registrar/usar o prejuízo fiscal atualmente fora do balanço de aproximadamente R\$ 15 bilhões que está principalmente relacionado ao empréstimo compulsório (BBI estima R\$ 7,8 bilhões no VPL). Para esse fim, a holding poderia obter receita de juros concedendo empréstimos intercompany para suas subsidiárias, ganhar um spread na comercialização de energia elétrica, ou pode ser fundido com ativo operacional. Outra fonte de upside nessa área é o aproveitamento acumulado de R\$ 12 bilhões de perdas da hidrelétrica Santo Antonio, o que requer a incorporação de ativos rentáveis a ela (BBI estima R\$ 1,4 bilhão).
- (3) **Carteira de energia não contratada.** A menos que a próxima estação chuvosa seja muito fraca (< 70% da média histórica), os preços da eletricidade PLD devem permanecer baixos em 2024 (<R\$ 100/MWh) e há pouco que qualquer gerador possa fazer sobre isso. Além disso, tudo mais constante, em nossa estimativa, o excesso de oferta de geração persistirá por algum tempo, e é por isso que modelamos preços voltando aos níveis normalizados gradualmente até 2030 (para R\$ 150/MWh). Embora esse cenário pareça ruim para os geradores, nenhum analista parece esperar algo diferente, razão pela qual qualquer volatilidade nos preços spot (por exemplo, impulsionado por hidrologia ruim ou uma retomada na demanda) pode representar um risco positivo para os ganhos.

No entanto, o portfólio de geração da Eletrobras tem capacidade não contratada de 29%/46%/59% no ano fiscal de 24/25/26, razão pela qual tomar medidas para melhorar sua posição nesta área é crítico... o que a Eletrobras poderia fazer? Por exemplo, poderia incluir o fornecimento de eletricidade a longo prazo nas negociações para liquidar partes do passivo do empréstimo compulsório ou, a longo prazo, poderia tornar-se um grande fornecedor/âncora para projetos intensivos de eletricidade que de outra forma não seriam viáveis (por exemplo, projetos verdes hidrogênio?). E quanto ao risco de queda adicional nos preços? O principal risco de curto prazo seria que o preço do PLD mínimo à vista (a R\$ 69/MWh atualmente) fosse reduzido pelos reguladores (discussão aberta), embora consideremos isso improvável. Por outro lado, os geradores hidrelétricos precisam ser remunerados por serem a "bateria" do sistema que ajuda a modular o abastecimento de renováveis intermitentes.

- (4) **Empréstimo compulsório:** Com a melhor equipe jurídica que uma empresa privada pode conseguir, a Eletrobras está focada em negociar o Passivo de empréstimo compulsório de R\$ 25 bilhões (mais de 4 mil casos com diferentes níveis de maturidade em seus processos judiciais, devido em parte a grandes indústrias/consumidores, e parte para investidores financeiros que há muitos anos adquiriram direitos de empréstimo). Em dezembro de 2022, por exemplo, a Eletrobras fechou acordo para liquidar cerca de R\$ 1,2 bilhão da provisão do empréstimo compulsório de propriedade da CSN, mas para não prejudicar outras negociações em andamento, o haircut aplicado (vs. o valor contabilizado) não foi divulgado (acreditamos que um desconto de cerca de 15% pode ter sido aplicado). A nosso ver, quitar esse enorme passivo de empréstimo compulsório será uma das principais prioridades da empresa e deve ser totalmente realizado até 2025. Isso fornecerá, por exemplo, visibilidade suficiente sobre o balanço de forma que, depois de liquidar a maior parte do empréstimo compulsório, a Eletrobras possa passar a pagar enormes dividendos (lucro acumulado de R\$

34 bilhões no 1T23). Em nosso caso base, modelamos um desconto de 20% para Eletrobras pagar o saldo pendente dos processos dos empréstimos compulsórios (R\$ 25 bilhões) nos próximos três anos.

Não esperamos mudanças no limite de 10% dos votos da Eletrobras. A principal preocupação de curto prazo é a disputa do governo federal no suprema corte, tentando derrubar o limite de 10% de direito a votos que foi aprovado pelo Congresso como parte da lei da privatização da Eletrobras (o governo possui cerca de 48% do total de ações com direito a voto, mas vota apenas com um máximo de 10%, como qualquer outro acionista). Se a corte suprema decidisse em favor do governo, em termos práticos a Eletrobras voltaria a ser uma estatal. Em nossa visão, no entanto, O STF manterá o limite de 10% dos votos, já que o projeto de lei de privatização da Eletrobras foi amplamente discutido pelo Congresso e também aprovado pelo Tribunal de Contas da União (TCU). O momento para que este problema seja resolvido é incerto já que o Supremo Tribunal Federal não tem prazo para colocar o pedido do governo em votação. Paralelamente, nós ouvimos rumores sobre um possível acordo entre a Eletrobras e o governo para resolver a questão, o que implicaria na concessão de mais assentos ao governo no conselho. Chegar a um acordo para acabar com essa discussão seria ótimo, mas teria que ser um acordo rígido (sem espaço para novos pleitos do governo), que não temos certeza de que pode ser alcançado.

Atualizamos nossas estimativas antes do Dia do Investidor da Eletrobras, recalibrando nosso preço-alvo para a ação PNB: R\$ 57, e para ação ON: R\$ 54 (anteriormente R\$ 71/69) para refletir, entre outros, preços mais baixos de eletricidade até 2030.

Após atualizar nossos números, estimamos um EBITDA de R\$ 19,4 bilhões para 2023 e R\$ 23,4 bilhões para 2024, impulsionando os múltiplos EV/EBITDA para 6,3x/5,0x (vs. 6,3x/6,1x da Engie e 10,5x/8,5x da Auren). As várias partes móveis na avaliação da Eletrobras tornam a métrica da TIR menos significativa (cada analista terá casos-base substancialmente diferentes); no entanto, em um estimativa aproximada, a ELET é negociada a uma TIR alavancada (taxa interna de retorno) atraente de aproximadamente 16% (vs. 6,0% da Engie e 7,6% da Auren). Os principais drivers por trás de nossas projeções são: (i) preços de eletricidade de R\$ 80/MWh/R\$ 90/MWh em 2023/24, atingindo gradualmente R\$ 150/MWh até 2030; (ii) GSF em 0,85 em 2024, subindo para 0,95 em 2030; (iii) sem valor para Angra 3; (iv) redução do valor do RBSE equivalente a 10% (ao VPL) do total pendente de ressarcimento; (v) redução de custos para operar com despesas operacionais consolidadas de R\$ 4,3 bilhões até 2025.

A recompra de ações da Eletrobras ajudou a recuperação dos preços. Em janeiro, a diretoria da Eletrobras aprovou um programa de recompra de ações, permitindo que a administração compre até 10% do total de ações em circulação (202 milhões ON e 27 milhões PNB). Desde então, os números divulgados mostram que a Eletrobras já comprou 53,4 milhões de ações (46,4 milhões ON e 7,0 milhões PNB). Em nossa opinião, a recompra de ações é provavelmente o melhor uso de caixa que a Eletrobras pode fazer neste momento, exceto pagar dividendos enormes (improvável por causa do processo de recuperação).

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

Eletrobras							
R\$ milhões	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida	34.074	38.709	38.912	36.602	36.546	38.507	33.629
Ebitda	7.854	19.435	23.420	24.658	24.180	27.112	23.286
Ebitda Ajustado	22.713	23.539	25.642	26.018	24.455	27.269	23.488
Margem Ebitda ajustado (%)	70%	90%	66%	71%	67%	71%	70%
Lucro Líquido	3.635	3.378	6.605	6.729	6.528	8.460	8.383

Fonte: Bradesco BBI e companhia



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

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

José Ricardo Rosalen Filho
CNPI- P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte
Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL
Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR
Ricardo Barbieri de Andrade

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:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A., detentor do Bradesco BBI e da Bradesco Corretora, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC) e da Log Commercial Properties.

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.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de Companhia Paranaense de Saneamento S.A (COPEL), Oceanpact Serviços Marítimos S.A, BRF S.A e MRV Engenharia e Participações 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: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco do Brasil S.A, Banco do Brasil S.A, C&A Modas, CCR S.A., Cielo S.A., Cogna Educacao S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A, Inter S.A., Itaúsa S.A, JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Randon SA Implementos e Participações., Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Yduqs 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: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., Assai Atacadista S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco do Brasil S.A, Banco do Brasil S.A, C&A Modas, CCR S.A., Cielo S.A., Cogna Educacao S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Guararapes Confeções S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A, Inter S.A., Itaúsa S.A, JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., Meliuz S.A., Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Randon SA Implementos e Participações., Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Yduqs S.A.

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)."