

Ágora Insights

Análise Setorial

Transmissoras

Julho, 2023

Atualização das estimativas para as transmissoras de energia; Deflação do IGP-M atingirá a Taesa com mais força



Atualização das estimativas para as transmissoras de energia; Deflação do IGP-M atingirá a Taesa com mais força

- > A partir de julho, os ativos de transmissão com receita "RAP" (receita anual permitida) corrigida anualmente pela inflação do IGPM terão queda de 4,5% em suas receitas (refletindo o IGP-M acumulado junho/maio nos últimos 12 meses).
- > Para as concessões vinculadas ao IGP-M, os impactos negativos do fluxo de caixa deste ano serão sentidos a partir do 3T23, mas dada a contabilidade IFRS, o impacto provavelmente já aparecerá no 2T23.
- > Antes dos resultados do 2T23, para refletir a deflação do IGP-M, reduzimos nossas estimativas/preços-alvo para a transmissora TAESA (cerca de 60% da receita atrelada ao IGP-M) e Alupar (cerca de 40% da receita). Nesse tema, a CTEEP sai ilesa por praticamente não ter ativos atrelados à inflação do IGP-M.
- > TAESA é a mais sensível a essa dissociação IGP-M/IPCA e, enquanto mantemos a recomendação Neutra, a TAEE11 deve corrigir um pouco, considerando: (i) estimativa do BBI para o EBITDA em 2024 (impacto de deflação total do IGP-M) de R\$ 2,1 bilhões está cerca de 10% abaixo do consenso; (ii) os dividendos relativos ao ano 2023 podem ser menores devido ao menor lucro líquido IFRS (linha de base para dividendos), principalmente no 2T23; e (iii) a relação dívida líquida/EBITDA permanece alta em 3,7x/3,9x em 2023/24.
- > Em geral, cortamos nosso preço-alvo de TAESA para R\$ 32,5, observando que, com base nas novas estimativas do BBI, a TIR real implícita atual do TAEE11 é de apenas 5,5%, ou 0,25 p.p. acima do rendimento real do título do Brasil, como uma NTN-B (Alupar/CTEEP em cerca de 6,7%).

Todos os anos, no mês de julho, a receita das transmissoras é reajustada pela inflação dos últimos 12 meses, seja pelo IPCA ou pelo IGP-M, dependendo de cada contrato de concessão.

Para as concessões vinculadas ao IGP-M, o impacto negativo do fluxo de caixa deste ano será sentido a partir do 3T23, mas dada a contabilidade do IFRS, o impacto já aparecerá no 2T23. Monitoramos as receitas geradas pelo IGPM porque opex (despesas operacionais)/capex (investimentos) de manutenção das transmissoras estão principalmente atrelados à inflação do IPCA. Assim, para o bem (IGPM>IPCA) ou para o mal, qualquer descasamento significativo do IGPM/IPCA pode levar à expansão/contração do fluxo de caixa que se reflete em toda a concessão (sem revisão regulatória).

Agora, antecipando o 2T23, para refletir a deflação dos últimos 12 meses pelo IGPM (-4,5%) reduzimos nossas estimativas e preços-alvo principalmente para TAESA (que possui cerca de 60% da receita atrelada ao IGPM) e parte da Alupar (cerca de 40% atrelada ao IGPM), mantendo a CTEEP praticamente inalterada (receita atrelada ao IPCA). Notavelmente, em contraste com a situação atual, em 20/21 o índice IGPM subiu 23%/18% (vs. IPCA em 4,5%/10%), impulsionando aumentos substanciais de receita/EBITDA para a TAESA (TAEE11 acumulou em 2020 +74% vs. Ibov 2%) e alguns para a Alupar (ALUP11 +23%), que agora serão parcialmente revertidos.

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

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

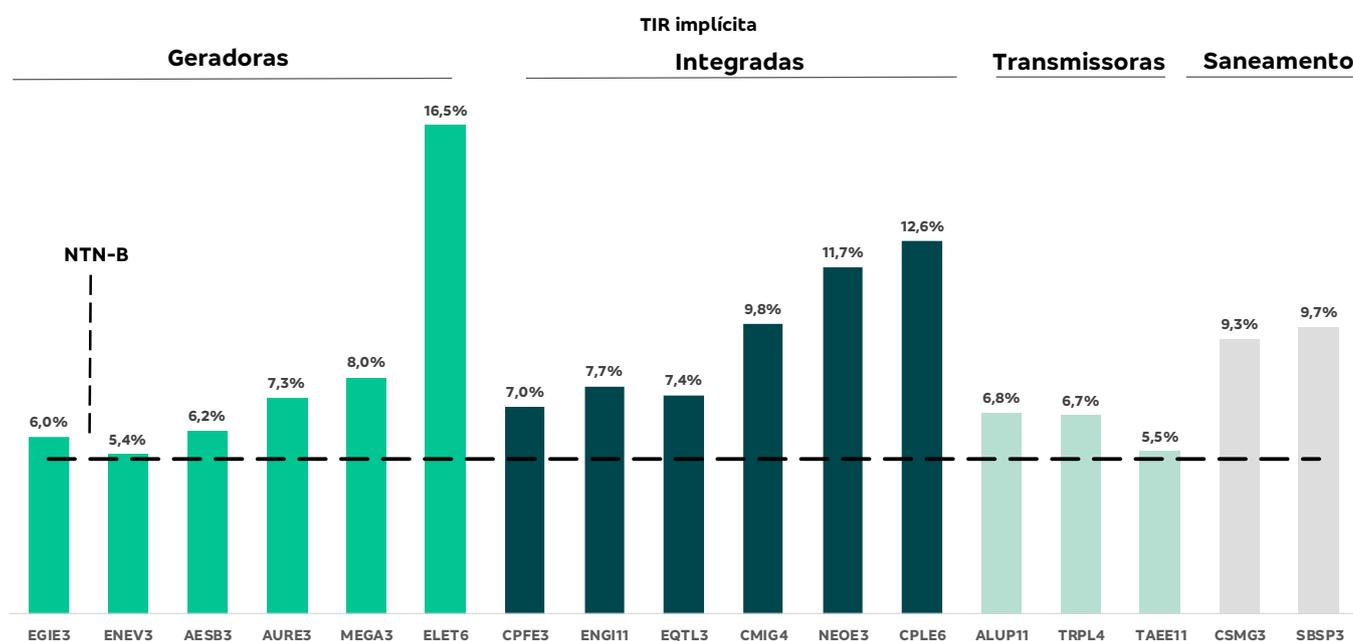


TAESA (recomendação Neutra/novo preço-alvo: R\$ 32,5): Como uma transmissora pura com 2/3 da receita atrelada ao reajuste anual do IGPM, a TAESA é a mais sensível à dissociação IGPM/IPCA. Tudo o mais constante, enquanto mantemos nossa recomendação Neutra, TAEE11 deve corrigir um pouco, já que o mercado reflete totalmente a deflação do IGPM a ser aplicada a partir deste mês. Nossa visão é: (i) o EBITDA consolidado estimado pelo BBI caiu 6% para 2023: R\$ 2,0 bilhões, em linha com o consenso, mas para 2024 (R\$ 2,1 bilhões) está cerca de 10% abaixo do consenso... o buyside provavelmente terá que reduzir as estimativas; (ii) pode haver alguma redução no rendimento de dividendos relativos a 2023, uma vez que a deflação do IGPM leva a um lucro líquido IFRS menor (linha de base para os dividendos da TAESA), principalmente no 2T23; e (iii) perspectivas de crescimento um pouco limitadas, já que a relação dívida líquida/EBITDA permanece alto em 3,7x/3,9x em 2023/24. Resumindo, reduzimos nosso preço-alvo para R\$ 32,5 (de R\$ 37,0), observando que, com base nas novas estimativas do BBI, a atual TIR real implícita da TAESA é de apenas 5,5%, ou 0,25 p.p. acima do rendimento real dos títulos públicos de longo prazo do Brasil.

Alupar (recomendação Neutra/novo preço-alvo de R\$ 27,5): Revisamos nossas estimativas para a Alupar, cujo EBITDA é 80% impulsionado pela transmissão e 20% pela geração. Dentro de sua receita de transmissão, cerca de 50% está vinculado aos ajustes anuais de inflação do IGPM (o restante ao IPCA). Assim, em geral, o impacto negativo da deflação do índice IGPM é muito menor do que para a TAESA. Modelamos o EBITDA estimado para 2023/24 em R\$ 2,8 bilhões/2,9 bilhões, o que está em linha com as estimativas de consenso. Com base nas estimativas revisadas do BBI, ao preço atual ALUP11 implica uma TIR real alavancada de 6,75%.

CTEEP (Neutro/preço-alvo de R\$24,0): A CTEEP é uma transmissora pura que tem menos de 1% de sua receita de RAP atrelada ao IGPM (portanto, praticamente nenhum impacto da deflação desse índice). Atualizamos nosso modelo para incluir os dois ativos greenfield que a CTEEP ganhou no último leilão de transmissão no final de junho (estimamos praticamente nenhum acréscimo de VPL – valor presente líquido - a partir desse movimento). Nossas estimativas de EBITDA para 2023/24 de R\$ 3,1 bilhões/3,6 bilhões estão em linha com o consenso. Nosso preço-alvo está inalterado em R\$ 24,00 e ao preço atual TRPL4 implica uma TIR real de 6,70%.

Abaixo encontram-se o comparativo da TIR implícita das empresas de nossa cobertura:





Abaixo encontram-se os principais números estimados para as empresas:

TAESA					
Demonstrativo de Resultados	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	2.228	2.412	2.453	2.502	2.728
%Var	21,3%	8,2%	1,7%	2,0%	9,1%
EBITDA	1.882	2.051	2.079	2.118	2.311
Margem Ebitda	84%	85%	85%	85%	85%
%Var	24,2%	9,0%	1,4%	1,9%	9,1%
Lucro Líquido	1.048	965	1.184	1.152	1.314

CTEEP					
Demonstrativo de Resultados	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	3.259	3.884	4.370	4.445	4.561
%Var	6,1%	19,2%	12,5%	1,7%	2,6%
EBITDA	2.551	3.119	3.568	3.606	3.691
Margem Ebitda	78%	80%	82%	81%	81%
%Var	4,7%	22,3%	14,4%	1,1%	2,4%
Lucro Líquido	937	1.267	1.579	1.654	1.630

Alupar					
Demonstrativo de Resultados	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	2.932	3.300	3.406	3.554	3.571
%Var	15,5%	12,5%	3,2%	4,4%	0,5%
EBITDA	2.454	2.820	2.926	3.055	3.054
Margem Ebitda	84%	85%	86%	86%	86%
%Var	17,1%	14,9%	3,7%	4,4%	0,0%
Lucro Líquido	523	551	624	810	982

Fonte: Bradesco BBI



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 – Superintendente de Research
- 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 fornecer 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 CM Hospitalar S.A., Companhia Paranaense de Saneamento S.A (COPEL) e Rede D'or São Luiz.

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: Aliansce Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., Assaí Atacadista S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco do Brasil S.A, Banco do Brasil S.A, BRF 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 Confeccões 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., MRV S.A., Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact 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: Aliansce Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., Assaí Atacadista S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco do Brasil S.A, Banco do Brasil S.A, BRF 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 Confeccões 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, MRV S.A., Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact 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)."