



ÁGORA  
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

# Análise de Empresas

Eletrobras



22/01/2024

## A virada já começou: a melhor escolha entre as concessionárias de energia elétrica em 2024

- Revisamos nossas estimativas para Eletrobras antes dos resultados do 4T23 e, mais importante, para refletir uma curva de preços mais alta após o recente aumento nos preços de mercado para contratos de fornecimento de eletricidade de médio/longo prazo, principalmente devido às chuvas fracas em dezembro (cerca de 65% da média histórica) e janeiro (aproximadamente 48% até agora).
- A questão principal para a Eletrobras e outras geradoras não contratadas é se a recente mudança ascendente na curva de preço da eletricidade médio/longo prazo encontrará apoio... achamos que sim porque a volatilidade do preço do PLD à vista no curto prazo deve continuar, juntamente com a alta demanda contínua por eletricidade.
- Assim, movemos nossa previsão de curva de preços para cima: para o ano de 2025, agora modelamos R\$ 120/MWh (vs. anteriormente R\$ 80/MWh), subindo gradualmente para nosso preço de longo prazo de R\$ 150/MWh até 2030 (inalterado). Para 2024, utilizamos como premissa para o modelo R\$ 85/MWh, próximo à nossa estimativa anterior de R\$ 75/MWh.
- O que mais poderia impulsionar o desempenho das ações da Eletrobras? As negociações com o governo federal para resolver o litígio do limite de votos de 10% poderiam diminuir bastante o risco das ações. A questão está sendo negociada na câmara de arbitragem e espera-se que o governo/Eletrobras cheguem a um acordo. Isto poderia incluir mais alguns assentos no conselho para o governo, o pagamento antecipado do fundo CDE (R\$ 31 bilhões) e, talvez, até mesmo um acordo para a Eletrobras sair do projeto multibilionário de Angra 3.
- De acordo com o caminho dos cortes de despesas operacionais e da reestruturação, a nova gestão da Eletrobras continua fazendo progressos significativos. É inegável que as coisas aceleraram muito sob a nova administração e, na nossa opinião, a empresa tem espaço para continuar reduzindo as despesas operacionais, caindo para cerca de R\$ 5,8 bilhões/ano no exercício de 2025, contra cerca de R\$ 8,3 bilhões no exercício de 2023.
- A Eletrobras é uma das nossas três principais escolhas para 2024 (Sabesp e Copel são as outras). Com base em nossas novas estimativas, definimos um novo preço-alvo para ELET3 de R\$ 56 e R\$ 62 para ELET6. A ELET é atualmente negociada a uma TIR real implícita de 15,4%, que é a mais elevada da nossa cobertura. Dados todos os potenciais catalisadores positivos no curto prazo, pensamos que esta TIR é injustificadamente elevada e deverá diminuir.

Francisco Navarrete  **bradesco bbi**

Ricardo França  **ÁGORA**  
INVESTIMENTOS

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

O Bradesco BBI revisou os números para Eletrobras antes dos resultados do 4T23, mas, o mais importante, para refletir o recente aumento nos preços da eletricidade impulsionado principalmente pelas chuvas fracas em dezembro (em aproximadamente 65% da média histórica) e até agora em janeiro (cerca de 48%). Estes são os primeiros dois meses da estação chuvosa de 23/24 e historicamente concentram 25% do total anual de chuva/água recebida em reservatórios hidrelétricos. Em nossa opinião, os preços da energia elétrica poderão até apresentar uma nova alta a partir de fevereiro, dada a introdução de novas restrições ao uso de água na fórmula de cálculo do preço spot do PLD. Para a Eletrobras, os preços da eletricidade determinam uma parte substancial da sua avaliação, sendo a mais exposta com uma capacidade de produção não contratada de 36%/2024, 52%/2025, 66%/2026. Para cada +R\$ 10/MWh no preço da eletricidade de longo prazo, o valor justo para a ação da Eletrobras aumenta cerca de 6%.

Agora, a questão chave para a Eletrobras e outras geradoras não contratadas é: será que a recente mudança ascendente na curva de preços da eletricidade de médio/longo prazo encontrará apoio? Em nossa opinião, isso provavelmente ocorrerá, devido a alguns fatores: (i) embora as expectativas do nível de precipitação em fevereiro/março/abril não sejam claras (podem ser ruins ou podem melhorar), a volatilidade do preço spot do PLD no curto prazo continuará e poderá até mesmo ver picos inesperados no 1S24; e (ii) a onda de calor continua a impulsionar a procura de energia elétrica e uma parte substancial deste consumo incremental de eletricidade deverá ser estrutural/ter um efeito de carregamento (por exemplo, compras de ar condicionado, etc.). Assim, movemos nossa previsão de curva de preços para cima.

**As negociações com o governo federal para resolver o litígio do limite de votos de 10% também poderiam gerar alguma redução de risco no curto prazo.** Para além dos preços da energia elétrica – que são em grande parte incontrolláveis –, esta é de longe a outra questão mais importante que, se resolvida, desbloquearia um valor substancial para a Eletrobras. A denúncia do governo federal ao STF sobre a ilegalidade do teto de 10% de votos (incluído na lei de privatizações) está agora na câmara de arbitragem, abrindo a possibilidade para que as partes encontrem uma solução amigável. No entanto, a decisão da câmara de arbitragem não é vinculativa e, na nossa opinião, o resultado dependerá mais de o governo/Eletrobras chegarem a um acordo.

Tal negociação poderia incluir: (i) mais alguns assentos para o governo no conselho de administração da Eletrobras, mas sem alterar o seu status privado/Corporation (atualmente o governo tem um assento de um total de 9); (ii) pagamento antecipado do fundo setorial CDE (cerca de R\$ 31 bilhões) e que a Eletrobras terá que pagar de qualquer maneira durante um período de 25 anos; e (iii) algum tipo de compromisso que permita à Eletrobras uma saída (ou uma exposição reduzida ao) projeto de energia nuclear de Angra 3. Construir Angra 3 com um retorno justo faz parte da lei de privatização da Eletrobras, mas como este é um projeto multibilionário (capex superior a R\$ 20 bilhões) no qual a empresa e o governo compartilham a responsabilidade pela construção, seria melhor se Eletrobras pudesse sair. Além disso, a tarifa de Angra 3 seria >R\$ 800/MWh para cumprir a regra de retorno justo para construí-la, o que, no contexto do atual de ruído sobre tarifas elevadas ao consumidor final e excesso de oferta, torna Angra 3 um desafio.

Uma negociação bem-sucedida levaria a uma substancial redução de risco/adição de valor, em nossa opinião, uma vez que a Eletrobras está atualmente negociada a uma TIR real de 15,4% (vs. outras geradoras privadas, como Auren a 7,5% e Engie a 6,0%), e a maior parte deste prêmio de risco é motivada por preocupações de eventual mudança nas regras estabelecidas no processo de privatização (preços baixos e o desafio da redução de custos para uma empresa muito grande são vistos como riscos alcançáveis). Acabar com a questão do limite de votos de 10% também seria um golpe duro para trazer de volta os investidores internacionais para comprar as ações... embora não pensemos que o limite de votos de 10% será eliminado pelo litígio do governo (o Congresso aprovou uma lei que inclui o máximo de votos, além de poder colocar em risco a credibilidade do Brasil perante a comunidade financeira internacional), vários desses investidores não querem ter exposição a tal evento de risco de cauda.

De acordo com o caminho dos cortes de despesas operacionais e da reestruturação, a nova gestão da empresa continua fazendo progressos significativos. É inegável que as coisas aceleraram muito na gestão

do CEO Ivan Monteiro, com, por exemplo, a aprovação da incorporação de Furnas pela holdco e o descruzamento de participações societárias para consolidação integral de ativos, alienando os não estratégicos. Além disso, o histórico de Monteiro como ex-CEO da Petrobras e CFO do Banco do Brasil também lhe dá a credibilidade para avançar nas negociações com o governo federal sobre o limite de votos de 10%. O novo CFO, Eduardo Haiama, com um longo historial na Equatorial, durante o seu período mais desafiante de consolidação e redução de custos, também será importante para a Eletrobras, que está passando por uma fase de redução de custos e ao mesmo tempo tem de gerir o seu balanço patrimonial (negociando/pagando o passivo do empréstimo compulsório de aproximadamente R\$ 20 bilhões e, provavelmente, em breve tendo que acelerar o pagamento do fundo CDE de aproximadamente R\$ 31 bilhões).

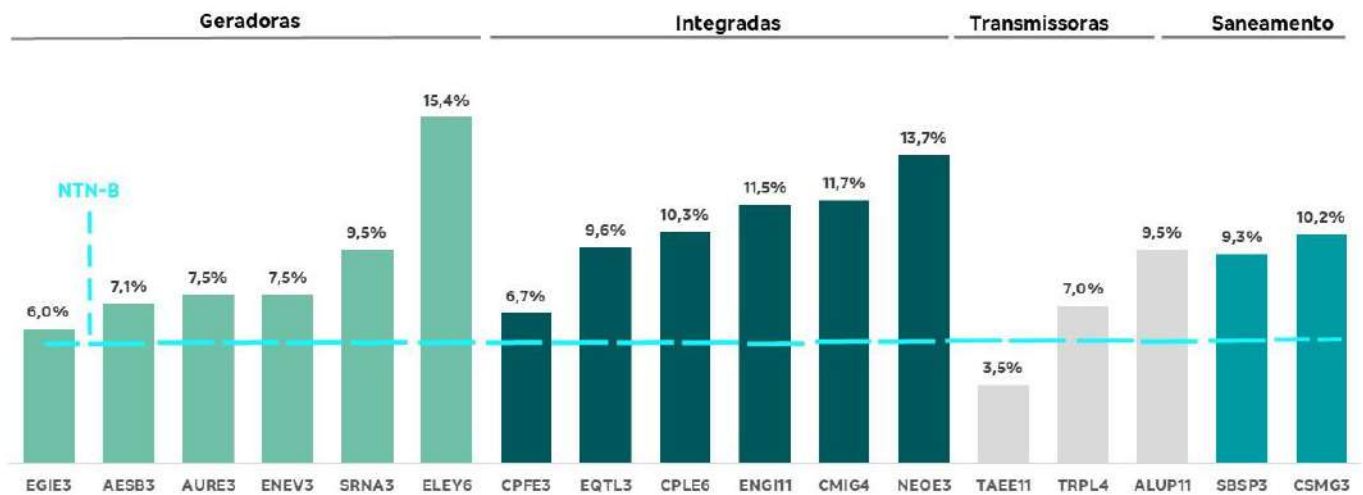
Em nossa opinião, a Eletrobras tem espaço para continuar cortando despesas operacionais, apesar de seu PMSO (folha de pagamento, materiais, serviços e outros) já ter sido reduzido para cerca de R\$ 8,3 bilhões em 2023, de aproximadamente R\$ 11 bilhões em 2021 (estimativa do BBI, em moeda constante em 2024). Modelamos as despesas operacionais consolidadas (incluindo a holdco) caindo para cerca de R\$ 5,8 bilhões/ano no ano fiscal de 2025, de cerca de R\$ 8,3 bilhões no ano fiscal de 2023.

**Nossas novas estimativas de EBITDA (ex-provisões/itens pontuais) são: (i) 2023: R\$ 20 bilhões; (ii) 2024: R\$ 22,2 bilhões; (iii) 2025: R\$ 23,4 bilhões; e (iii) 2026: R\$ 25,3 bilhões.**

**E quanto à alavancagem e aos dividendos?** A relação dívida líquida/EBITDA reportado pela Eletrobras no 3T23 (válido para covenants) foi de 2,0x, o que para uma geradora é relativamente baixo, e deve cair ainda mais para 1,7x no 4T23e. Porém, ajustando a dívida líquida para adicionar o empréstimo compulsório (+) fundos setoriais (+) fundo de pensão (-) caixa em contas vinculadas (-) participações societárias listadas (que poderiam eventualmente ser vendidas, como participação na CTEEP), a relação dívida líquida/Ebitda ajustado do 4T23e seria de aproximadamente 4,4x. Embora superior (e não da forma como os covenants são medidos), ainda seria alcançável para uma geradora hidroelétrica sem investimentos de expansão e planos de redução de custos, o que o reduziria para 3,3x até 2025.

Se a Eletrobras negociar com o governo federal o pagamento antecipado de todo o fundo CDE (R\$ 31 bilhões), então a relação dívida líquida/EBITDA oficial dos covenants aumentaria para cerca de 3,0x, mas a empresa poderia mitigar isso: (i) vendendo suas ações detidas na CTEEP em negociação em bloco, por exemplo; (ii) vender suas usinas termelétricas que talvez possam render R\$ 4-5 bilhões; e/ou (iii) securitizar parte ou a totalidade dos recebíveis de transmissão do RBSE, que estimamos que com VPL (valor presente líquido) renderia > R\$ 20 bilhões. A conclusão é que é possível fechar um acordo com o governo federal e, ao mesmo tempo, manter a alavancagem sob controle, embora um pagamento de dividendos maior (> o mínimo de 25%) seja provável apenas em 2025 e além, uma vez que a Eletrobras também tenha resolvido/pago integralmente suas obrigações de empréstimo compulsório.

**A Eletrobras é uma das nossas três principais escolhas para 2024 (Sabesp e Copel são as outras).** Por todas as razões acima expostas, acreditamos que as ações da Eletrobras deverão ter melhor performance na cobertura das nossas concessionárias de energia elétrica. Com base em nossas novas estimativas, definimos um novo preço-alvo para 2024 para ELET3 de R\$ 56 e R\$ 62 para ELET6. A ELET atualmente é negociada a uma TIR real implícita de 15,4%, que é a mais alta em nossa cobertura. Dados todos os potenciais catalisadores positivos no curto prazo, pensamos que esta TIR é injustificadamente elevada e deverá diminuir.



Fonte: Bradesco BBI

**Riscos negativos:** (i) se as negociações com o governo federal não avançarem, a questão do limite de votos permaneceria pendente por mais tempo; (ii) a demanda por energia elétrica diminuir significativamente e as precipitações aumentarem para/acima da média histórica, fazendo com que os preços da energia caiam; (iii) o governo continua a alargar/introduzir subsídios para incentivar a criação de energia eólica/solar renovável, que é um dos motores do excesso de oferta; (iv) decepção com o plano de redução de custos da Eletrobras; (v) o regulador ANEEL votar pela redução do total de RBSE a receber das transmissoras além dos R\$ 8,5 bilhões (moeda de 2020) sugeridos na Nota Técnica 85, dos quais a Eletrobras assume 70% do impacto (NT85 é o cenário base do mercado e do BBI); (vi) uma revisão da metodologia de cálculo do preço spot do PLD planejada pelos reguladores em 2025 (aplicável em 2026) poderia render um preço mínimo do PLD inferior a R\$ 50/MWh (de acordo com consultorias) versus os atuais R\$ 61/MWh... se os preços caírem devido à melhoria da hidrologia, por exemplo, este novo piso poderá ser a referência para ancorar os preços a médio prazo.

**Eletrobras - Demonstrativo de Resultados, Balanço Patrimonial e principais indicadores**

R\$ Milhões

Demonstrativo de Resultados	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Receita Líquida	35.998	32.573	35.675	39.089	3.773	38.665
EBITDA	12.054	7.854	19.396	22.651	24.058	24.772
EBIT	9.972	5.164	15.321	17.156	18.467	19.128
Receita Líquida	5.646	3.635	4.395	5.861	7.911	8.730
Balanço Patrimonial	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Ativos Totais	188.303	270.217	277.267	271.854	274.235	273.024
Múltiplos e Dados Financeiros	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Dívida Líquida	23.036	35.152	37.457	37.182	34.827	34.720
Dívida Líquida/EBITDA	1,0x	2,0x	1,7x	1,5x	1,4x	1,3x
Capex	2.692	2.788	4.734	2.676	1.334	1.360
Payout Dividendos	0%	33%	25%	25%	25%	95%



**Região Metropolitana (RJ e SP)**  
4004 8282

**Demais Regiões do Brasil**  
0800 724 8282

**Demais Regiões do Brasil**  
0800 724 8282

## **ECONOMIA**

**Dalton Gardimam**

Economista – Chefe

**Maria Clara W. F. Negrão** Economista

## **RESEARCH ÁGORA**

**José Francisco Cataldo Ferreira**

CNPI – Superintendente de Research

## **ANÁLISE FUNDAMENTALISTA**

**Ricardo Faria França**

CNPI - Analista de Investimentos

**Flávia Andrade Meireles**

CNPI - Analista de Investimentos

**Wellington Antonio Lourenço**

CNPI - Analista de Investimentos

**Renato Cesar Chanes**

CNPI - Analista de Investimentos

**José Ricardo Rosalen**

CNPI-P - Analista de Investimentos

**Larissa Fidelis Monte**

Analista Assistente de Investimentos

## **ANÁLISE GRÁFICA**

**Ernani Teixeira R. Júnior**

CNPI-T - Analista Gráfico

**Henrique Procopio Colla**

CNPI-P - Analista Gráfico

## **DIRETOR GERAL**

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

## **DIRETOR**

Ricardo Barbieri de Andrade

/ Seus investimentos merecem um time Classe Ágora \



agorainvestimentos.com.br

#### 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), Log Commercial Properties, Semantix Tecnologia em Sistema da Informação, Vitru e Zamp S.A.

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. 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: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Assaí Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A., Eletrobras S.A., Energisa S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A., Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo 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: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Assaí Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Siderurgica Nacional (CSN), Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Fundo de Investimento Imobiliário Tellus Rio Bravo Logística - FII, Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Unidas S.A, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoel S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMX34)."