



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Eneva



03/06/2024

Alterando a recomendação para Compra com base em um Valuation atrativo, uma desalavancagem progressiva e diversas alternativas disponíveis

Durante muito tempo mantivemo-nos conservadores em relação à Eneva, mas agora, com um valuation relativamente atrativo e que não contempla o crescimento futuro, vemos a oportunidade de **alterar nossa recomendação para Compra**.

Em termos qualitativos, gostamos da Eneva, em função dos seguintes pontos: (i) pelo seu histórico global positivo de alocação de capital; (ii) pelo seu posicionamento como uma empresa integrada de E&P de gás/desenvolvimento de energia térmica, sendo o outro lado da moeda no crescimento das energias renováveis no Brasil; e (iii) pelo seu papel na transição energética, com gás onshore (Em terra) barato, um primeiro passo necessário para substituir o diesel/óleo para as indústrias nas regiões norte/nordeste do Brasil.

Sim, sua Dívida Líquida/EBITDA a 4,1x é alta, mas a uma desalavancagem gradual da Eneva parece muito provável, mesmo em nosso cenário conservador de despacho... organicamente, a Dívida Líquida/EBITDA deve cair para 3,7x no ano fiscal de 2025, 3,1x no ano fiscal de 2026 e reduzir a 2,1x em 2027, quando a usina de Azulão entrar em operação... nesse ponto, a Eneva teria o maior retorno financeiro em nossa cobertura, seja desencadeando um crescimento ou maiores dividendos.

O leilão de energia, previsto para o final de 2024, pode ser um estímulo a médio prazo, uma vez que o Parnaíba I/III da Eneva é um dos ativos de geração térmica mais competitivos, exigindo muito pouco ou nenhum investimento. A Eneva está também empenhada, entre outras coisas, em desenvolver o seu negócio de fornecimento de gás natural liquefeito (GNL) em pequena escala e analisa potenciais movimentos de fusões e aquisições, tais como a aquisição de algumas das centrais térmicas da Eletrobras.

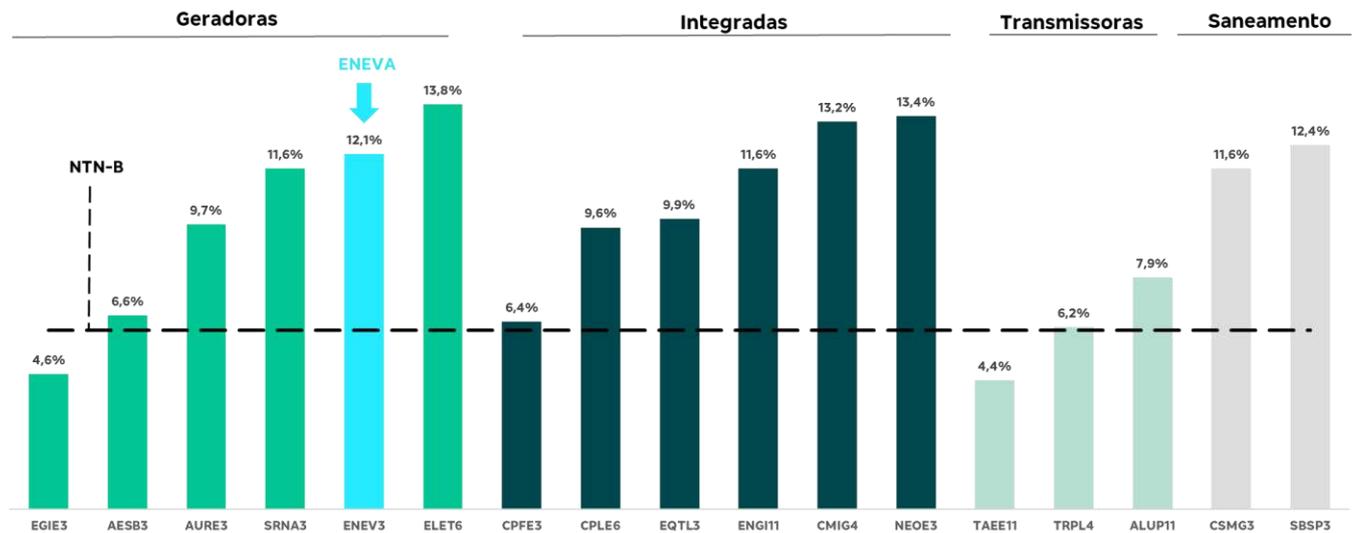
Nenhum dos itens acima está incluído em nosso modelo de valuation, mas consideramos que, ao longo do tempo, várias destas oportunidades poderão materializar-se. Independentemente disso, com base apenas nos ativos/projetos existentes da Eneva em desenvolvimento, estimamos que o EBITDA crescerá cerca de 80% até 2027, um bom crescimento anual de cerca de 16% nos próximos quatro anos. A nossa previsão do EBITDA para o ano fiscal de 2024 está 4% acima do consenso da Bloomberg, enquanto para os anos fiscais de 2025/2026 o EBITDA está aproximadamente 16% acima.

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

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

TIR real para empresas de nossa cobertura nos preços atuais:



Aumento da volatilidade do preço à vista deve impulsionar um maior despacho térmico, até mesmo em anos de boa disponibilidade hídrica. Uma das principais preocupações dos produtores de eletricidade, independentemente de serem hidroelétricos, eólicos/solares ou térmicos, é o atual cenário brasileiro de excesso na oferta de geração, que começou no final de 2022 e que, em nossa opinião, deve ser totalmente absorvido apenas em 2028-2030. Este panorama difícil tem provocado preços mais baixos na renovação dos contratos de fornecimento de eletricidade (por exemplo, um dos principais argumentos para a tese de investimento da Eletrobras), e um despacho térmico mais baixo no Brasil em geral, de aproximadamente 6% no ano fiscal de 2023 vs. anos anteriores, como cerca de 8% no ano fiscal de 2022 e por volta de 18% no ano fiscal de 2021.

No entanto, embora o cenário a médio prazo pareça desafiador, notamos que o despacho térmico da Eneva tem tido um desempenho muito bom (aproximadamente 30% no ano fiscal de 2023 e no acumulado do ano a 25%), apesar dos reservatórios hidrelétricos atuais elevados (agora a 75% da capacidade total). No ano fiscal de 2023, por exemplo, parte do despacho da Eneva foi impulsionado pela exportação de eletricidade para a Argentina, que apesar da sua natureza imprevisível, tem margens mais elevadas do que o fornecimento ao mercado local brasileiro (em 2023 isto adicionou R\$380 milhões em receitas - para o ano fiscal de 2024 consideramos que as exportações para Argentina acrescentam receitas de aproximadamente R\$300 milhões).

Além disso, a Eneva foi/deveria ser um dos principais ganhadores sob a ótica da crescente volatilidade dos preços à vista de eletricidade intradiária que começou no 4T23. Este fato reflete o crescente mix de produção eólica/solar intermitente, que tem de ser substituído/complementado pelo despacho de centrais térmicas/hídricas dispendiosas nas últimas horas do dia, quando o sol se põe. No futuro, esta nova dinâmica de funcionamento da rede elétrica brasileira deverá tornar a Eneva menos dependente da disponibilidade hídrica, uma vez que mesmo em anos de boa pluviosidade o despacho térmico continuará a ser necessário.

A alavancagem está gradualmente em queda até 3,7x no final de 2025 e abaixo de 2,5x no final de 2027. A dívida líquida/EBITDA da Eneva deverá cair progressivamente para 3,1x até ao final do exercício de 2026 e cair para menos de 2,5x após o início do funcionamento da Usina Azulão (950MW, 15% do total da Eneva), no final de 2026. Em 2023, grande parte do foco da gestão foi direcionado para a redução do opex/ala-

vancagem e para a reestruturação da dívida (por exemplo, redução das despesas gerais e administrativas, revisão dos calendários de execução do capex e reestruturação da Celse/holdco).

Em suma, a dívida líquida/EBITDA reportada caiu de 4,8x no 4T22 para 4,1x no 1T24 (adicionando o leasing da Celse e outros passivos semelhantes à dívida, o indicador ajustado seria de aproximadamente 5,0x). Notamos que, apesar da robusta geração de caixa dos ativos operacionais, a dívida líquida/EBITDA reportada para o final do ano deve subir ligeiramente para 4,3x (5,1x ajustado), diminuindo para 3,7x/3,1x no fim de 2025/2026 (4,4x/3,9x ajustado), já que a Eneva ainda tem compromissos de capex de aproximadamente R\$5,2 bilhões do 2S24 até 2026. O que poderia acelerar o processo de desalavancagem neste período? (1) Maior despacho térmico no Brasil ou exportações para a Argentina; ou (2) venda dos parques eólicos Futura 1.

A partir do ano fiscal de 2027, com a entrada em operação da UTE Azulão, a dívida líquida/EBITDA deve mudar radicalmente, chegando a 2,1x. Este ativo deverá gerar cerca de R\$2,0 bilhões/ano de EBITDA, abrindo espaço significativo no balanço da Eneva para buscar oportunidades adicionais de crescimento (ou pagar dividendos). E dada a posição estratégica da Eneva, detentora de reservas de gás baratas, com um portfólio de projetos em constante desenvolvimento, e o seu histórico positivo de capital, isto poderia criar um efeito bola de neve na criação de valor.

Alguns riscos para nossa tese: (i) Despacho térmico inferior ao esperado se, por exemplo, a hidrologia estiver muito acima da média histórica, reduzindo a necessidade da produção de energia térmica; (ii) Excesso de capex (investimentos acima do previsto) ou atrasos no início do projeto de energia térmica Azulão, que no nosso cenário base modelamos num total de R\$5 bilhões; e (iii) Os ativos Parnaíba I e III não serem renovados no próximo leilão de capacidade. Pensamos que estas centrais serão prolongadas, mesmo que tal não aconteça neste leilão, mas a reação do mercado seria provavelmente negativa.

Nossa Visão: No geral, vemos atualmente a Eneva negociando a uma TIR real implícita de 12%, cerca de 600 pontos-base acima do rendimento dos títulos reais de longo prazo do Brasil (NTN-B), o que consideramos atraente, proporcionando uma boa margem de segurança à luz dos riscos (Despacho e mobilização de capex para construir Azulão). Assim, alteramos a recomendação da Eneva para Compra, estabelecendo um novo preço-alvo de R\$16,00 (anteriormente R\$14,00).



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

María 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 de Investimentos

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade



Acompanhe nossas redes sociais



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 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 CTVM:

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 Ágora CTVM, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, 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 Eletromídia S.A. e Sendas Distribuidora S.A. (Assai).

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 S.A., Assai S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., Cogna S.A., Copel S.A., DASA S.A., Direcional S.A., Eletrobras S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Viveo S.A. e Yduqs S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora CTVM participou, como instituição intermediária, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ambipar S.A., Assai S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., BRF S.A., Cogna S.A., Copel S.A., CPFL Energia S.A., CSN S.A., DASA S.A., Direcional S.A., Eletrobras S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Localiza S.A., Movida S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., Positivo S.A., RaiaDrogasil S.A., Rede D'Or S.A., TAESA S.A., Tenda S.A., Tim Part. S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Viveo S.A. e Yduqs S.A.

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