



ÁGORA  
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

# Análise de Empresas

Eneva



22/01/2025

## Revisão de estimativas para incluir *follow-on* e aquisição de novas usinas térmicas

- Estamos revisando nossas estimativas, entre muitas outras variáveis, para: (i) incorporar os ativos térmicos adquiridos do BTG; (ii) refletir o *follow-on* de R\$ 3,2 bilhões e (iii) atualizar as estimativas macroeconômicas com uma premissa de taxa SELIC atingindo um pico de 15,25% no final de 2025, caindo para 11,25% em 2026 e sustentando um nível de longo prazo de aproximadamente 10% após 2027. Em suma, agora projetamos EBITDA de R\$ 6,4 bilhões em 2025 e R\$ 5,1 bilhões em 2026 (vs. premissas anteriores de aproximadamente R\$ 5,3 bilhões e R\$ 5,6 bilhões). Apesar do aumento do custo da dívida, uma vez que 80% da dívida da Eneva está vinculada ao IPCA, o lucro líquido esperado aumentou para R\$ 2,1 bilhões em 2025 (impulsionado pelos novos ativos térmicos recém adquiridos) e R\$ 1,4 bilhão em 2026 (vs. R\$ 1,2 bilhão e R\$ 1,5 bilhão na estimativa anterior).
- A Eneva atualmente é negociada a uma TIR real de 14,5%... isso implica um spread atrativo de 6,80 p.p. versus o rendimento do título de longo prazo (NTN-B) no Brasil. Este é um bom retorno para os ativos existentes da Eneva, dado que pouco (se algum) crescimento adicional está precificado além da nossa suposição conservadora de novos contratos assinados no leilão de capacidade de junho de 2025 para Parnaíba 1/3. Notavelmente, também estamos sendo bastante conservadores em nossas principais previsões de despacho e exportação de eletricidade, implicando potencial de revisão para cima para essas variáveis.
- **Follow-on + aquisições...** Em outubro, a Eneva concluiu um aumento de capital de R\$ 3,2 bilhões para financiar a aquisição de quatro usinas térmicas com 859 MW do BTG (cerca de 15% da capacidade total da Eneva) e reduzir a alavancagem. Este acordo, em nossa opinião, foi justo para a Eneva e incluiu um pagamento em dinheiro de R\$ 1,5 bilhão + emissão de aproximadamente 120 milhões de novas ações. A mudança ajudou a resolver vários problemas ao mesmo tempo, como: (i) reduziu a alavancagem pro-forma do 4T24E de 3,9x para 2,0x e reduziu a alavancagem ajustada (incluindo outros passivos) de 4,7x para 3,3x; (ii) aumentou o EBITDA do ano fiscal de 2025 da Eneva em R\$ 1,8 bilhão, ajudando a financiar parte do alto investimento de capital da Eneva no ano fiscal de 2025-2027 (R\$ 6 bilhões); (iii) reduziu a alavancagem para 2x no ano fiscal de 2025 e 2,5x no ano fiscal de 2026, antes do início da Azulão; e; (iv) deixou o BTG e seus parceiros com uma participação total de 48%, resolvendo principalmente a disputa de governança com a Cambuhy, que foi diluída para uma participação de 16%

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

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

As usinas térmicas adquiridas pela Eneva incluem: (1) Linhares Energia de 240 MW; (2) Térmica Povoação Energia de 75 MW; (3) Tevisa a óleo de 175 MW + Tevisa a gás de 37 MW; e (4) Geramar a óleo de 332 MW. Notavelmente, os ativos (1), (2) e (3) têm uma *duration* muito curta, com a maior parte do fluxo de caixa concentrado em 2025, pois os ativos têm um contrato até dezembro de 2025 com um preço de venda maior que R\$ 1.600/MWh (leilão emergencial). Além disso, os ativos (1), (3) e (4) têm 648 MW de capacidade instalada já vendida em um contrato de longo prazo (junho de 2026 a junho de 2041).

**Alavancagem contida.** Prevemos alavancagem reportada em 2,0x no 4T24 e 2,0x em 2025, e alavancagem ajustada em 3,3x no 4T24 e 3,4x em 2025 (este último inclui passivo de arrendamento de R\$ 4,2 bilhões da Celse, R\$ 3,4 bilhões antecipação de recebíveis e outros). A alavancagem reportada que se aplica para covenants está, portanto, em boa forma. No entanto, a alavancagem ajustada, embora contida, ainda deve aumentar para 4,0x em 2026 antes de cair para 2,4x em 2027, uma vez que a Usina Azulão de 950 MW comece totalmente. Até então, a alavancagem da Eneva é bastante administrável com uma queda à vista que parece certa (Azulão).

No entanto, para fins de crescimento adicional, dependendo do cronograma/tamanho do capex de fusões e aquisições/projetos, acessar os mercados de capital pode ser necessário. Oportunidades de crescimento que agreguem valor que podem se encaixar no balanço sem precisar dos mercados de capitais podem incluir a expansão da Celse 2 (entrega de capacidade em 2028+, tempo suficiente após o início do Azulão) e novos projetos de GNL de pequena escala. Além disso, dependerá da oportunidade, mas como a Equatorial, a Eneva é uma jogada de crescimento com boa governança corporativa e qualquer movimento de fusões e aquisições provavelmente irá gerar valor.

**Leilão de capacidade em junho de 2025...** A extensão de Parnaíba 1 e 3 pode estar parcialmente precificada, mas projetos greenfield (Celse 2) certamente não. Depois de inicialmente deixar a Eneva fora do leilão, o governo voltou atrás nas regras para permitir a participação de usinas termelétricas existentes para fornecimento em 2028-2030. Notavelmente, as Usinas Parnaíba 1 (676MW) e Parnaíba 3 (178MW) da Eneva têm contratos que expiram em dezembro de 2027 e, portanto, são elegíveis para participar do leilão para iniciar o fornecimento após 2028. Essas usinas são relativamente novas, têm uma alta taxa de eficiência (CCGT) e têm acesso a um suprimento de gás barato.

Embora a demanda a ser contratada no leilão seja desconhecida, nossas verificações de canal sugerem que ela pode variar de 12 GW a 15 GW para as térmicas. Assim, achamos que os ativos de Parnaíba da Eneva são muito prováveis de serem recontratados. Nosso cenário base é conservador, assumindo a renovação da P1 e P3 com um desconto de -10% para os lances vencedores do leilão de capacidade de 2021 ajustados pela inflação. Também observamos que 149 MW das térmicas recém-adquiridos são elegíveis para participar do leilão, mas o *upside* parece mais limitado, pois, se a Eneva sair como vencedora, terá que pagar earn-outs ao vendedor do ativo (BTG).

**Além disso, para o leilão, a Eneva tem um projeto de expansão de 1,3 GW na Celse que poderia participar como um projeto greenfield fornecendo capacidade a partir de 2028+.** A Eneva poderia vender esse projeto parcialmente no leilão, dependendo da demanda... na nossa visão, uma vez que uma parte da infraestrutura já está paga pela Celse I, a expansão se torna um projeto muito competitivo e há uma chance razoável de que possa ser um vencedor. Mas como não sabemos o tamanho da demanda, e a economia a ser definida para ativos *greenfield*, não o incluímos em nosso cenário base.

**Entregando a execução do projeto...** (1) Nos próximos dias, a Eneva deve iniciar Parnaíba 6, fechando o ciclo da Térmica Parnaíba 3. Quando estiver pronta, a P6 adicionará 92 MW sem nenhum consumo adicional de gás. O projeto ganhará receita fixa anual de R\$ 105 milhões por 25 anos e tem geração inflexível de 50% (meses de junho a novembro). Uma vantagem interessante do projeto é que o requisito de geração inflexível da P6 pode ser atendido com a produção da P3 (ciclo aberto), tornando o projeto muito competitivo. Estimamos que a P6 adicionará cerca de R\$ 80 milhões de EBITDA no ano fiscal de 2025...

...(2) A Eneva também está aumentando as plantas de GNL de pequena escala em 2025 (capacidade total de 600 mil m<sup>3</sup>/ dia). Este será o primeiro projeto da Eneva a vender gás natural diretamente aos consumidores finais, garantindo um preço mais alto em comparação à queima do gás para gerar eletricidade. A empresa já assinou contratos de fornecimento com a Vale, Suzano e a distribuidora de gás Copergás, somando cerca de 450 mil m<sup>3</sup>/dia. Esperamos um aumento gradual, com mais contratos sendo assinados nos próximos meses. Prevemos EBITDA de R\$ 210 milhões para o ano fiscal de 2025 e R\$ 275 milhões para o ano fiscal de 2026. Este é um pequeno negócio por enquanto, mas pode evoluir no futuro, e com boas margens.

A execução da Térmica Azulão 950 está progredindo conforme o esperado e, de acordo com o comunicado da Eneva do 3T24, está 39% concluída. Este projeto sozinho representa 26% do nosso valor justo e adicionará mais de R\$ 2,1 bilhões/ano em EBITDA após se tornar totalmente operacional até 2027. Esperamos que a Eneva implante cerca de R\$ 2,5 bilhões em capex em 2025 e cerca de R\$ 1 bilhão no ano seguinte, com fornecimento começando no 2º semestre de 2026 para o ciclo aberto e 1º semestre de 2027 para o ciclo combinado. Observamos que após o início das operações, o fluxo de caixa da Eneva aumentará substancialmente (FCF de R\$ 2,7 bilhões em 2027 e R\$ 3,5 bilhões em 2028) e sua relação dívida líquida/EBITDA ajustado cairá para 2,4x. Como resultado, a Eneva pagará altos dividendos ou encontrará oportunidades de crescimento para alocar capital. Em ambos os casos, a compressão da TIR deve seguir.

**Mantemos a recomendação de Compra e atualizamos nosso preço-alvo para 16,00/ação (anteriormente R\$ 18,50/ação).** Nossa redução de preço-alvo é explicada principalmente por um aumento de 1,50 p.p. em nossa taxa de desconto real Ke para cerca de 10%, refletindo o atual custo de capital mais alto do Brasil.

A seguir, a tabela com os principais números projetados para a companhia:

Eneva	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
R\$ milhões						
Receita líquida	9.569	11.961	10.693	13.934	13.343	10.833
EBITDA ajustado	4.816	6.402	5.006	7.587	7.481	7.619
Margem Ebitda	50%	54%	47%	54%	56%	70%
Lucro Líquido	1.069	2.193	1.440	3.484	3.156	2.731

Fonte: Bradesco BBI e Bloomberg



**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, CNPI

#### **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 T. Reis**

CNPI-T – Analista Gráfico

##### **Henrique Procopio Colla**

CNPI-P – Analista de Investimentos

#### **DIRETOR**

Ricardo Barbieri de Andrade

Seus investimentos merecem um time Classe Ágora



## Acompanhe nossas redes sociais



### 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.

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 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.

O Bradesco BBI pode prestar serviços relacionados a assessoria financeira/M&A para a(s) companhia(s) mencionada(s) neste relatório.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de CIA Saneamento Básico de São Paulo - SABESP e IOCHPE-MAXION 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: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Americanas S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cognia S.A., Cosan S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Energisa S.A., Eneva S.A., Engie 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., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru 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: Ânima Educação S.A., Ambipar S.A., Assaí S.A., Auren Energia S.A., B3 S.A., Boa Safra S.A., Brisanet S.A., C&A Modas S.A., CCR S.A., Cemig S.A., Cognia S.A., Cosan S.A., CSN S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromidia S.A., Eneva S.A., Engie S.A., GPA S.A., Grupo Casas Bahia S.A., Hapvida S.A., Hypera S.A., Iochpe Maxion S.A., Jalles Machado S.A., Localiza S.A., Movida S.A., Multiplan S.A., MRV S.A., Oceanpact S.A., Pague Menos S.A., RD S.A., Rede D'Or S.A., Sabesp S.A., Santos Brasil S.A., Tupy S.A., VALE S.A., VAMOS S.A., Vibra Energia S.A., Vitru 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).