



ÁGORA  
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

# Análise de Empresas

Energisa



15/01/2025

## Revisamos as estimativas, enquanto a recomendação permanece Neutra

Após revisar nossas estimativas, concluímos que a ENGI11 está sendo negociada a uma TIR real alta de 13,7%... embora isso pareça atraente devido à alta qualidade da Energisa, também concluímos que o spread da TIR vs. Equatorial, atualmente em cerca de 1,10 p.p., permanece dentro da média histórica de cerca de 1,00 p.p, o que justifica a manutenção da recomendação Neutra.

Além disso, ao classificarmos nossas preferências para 2025, preferimos a Equatorial em vez da Energisa porque:

- (i) no difícil ambiente macroeconômico do Brasil, com a taxa Selic subindo para uma média de 14,9%/2025 e cerca de 13%/2026 (estimativas do BBI), cerca de 84% da dívida total da Energisa está atrelada ao CDI (cerca de 10% é IPCA+) vs. 56% da Equatorial. Portanto, maiores despesas com juros podem prejudicar os resultados da Energisa muito mais do que os da Equatorial;
- (ii) O CAGR (crescimento médio anual ponderado) para o EBITDA do período de 2025-27 da Energisa é de cerca de 7%, já que a maioria das revisões tarifárias são retroativas ao ano fiscal de 2028 (EMT, EMS, ESE, EAC e ERO) vs. Equatorial, para as quais revisões importantes acontecem em 2025/26, além da recuperação da CELG/CEEE que deve impulsionar o CAGR do EBITDA do período de 2025-27 para 12% a.a.; e
- (iii) considerando tudo isso, a Energisa provavelmente verá um FCF (fluxo de caixa livre) negativo até o ano fiscal de 2030, já que o capex (investimentos) representa cerca de 80% do EBITDA vs. o FCF negativo da Equatorial até o ano fiscal de 2027, para o qual o capex é de cerca de 60% do EBITDA em uma grande contribuição de ativos maduros de transmissão e energias renováveis.

**Estamos revisando nossas estimativas/preço-alvo para refletir:** (i) dados de vendas de volume total para o 4T24 que permanecem robustos apesar da forte base de comparação: Out/Nov. +7% / -0,5% em base anual (BBI estima +1% no 4T24); (ii) resultados do 3T24; (iii) os ajustes tarifários anuais para algumas distribuidoras que ocorreram no 4T24 (ERO e EAC); (iv) novas premissas macroeconômicas, refletindo o ambiente mais volátil do Brasil, com uma taxa Selic média mais alta de cerca de 14,9% em 2025 e 13% em 2026, juntamente com maior inflação do IPCA e IGPM; e (v) um WACC (Custo Médio Ponderado do Capital) regulatório real de longo prazo mais alto de 8,3% (vs. 7,7% anteriormente), que anda de mãos dadas com o maior risco Brasil alimentando a fórmula de cálculo do regulador.

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

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

**Novas estimativas:** enquanto nossas estimativas de EBITDA do período de 2025-29 permanecem relativamente inalteradas, e se houver alguma mudança, elas aumentam ligeiramente (em média 2%) à medida que a inflação mais alta é repassada aos consumidores finais, nossa previsão de lucro líquido/fluxo de caixa é prejudicada pela alta da Selic que está vinculada a 84% da dívida total da Energisa. De fato, nossas estimativas de lucro líquido diminuem substancialmente, com os nossos números estimados para o lucro líquido para o período de 2025/26 ficando 19% e 37% abaixo do consenso da Bloomberg.

**Alavancagem em crescimento...** conectada ao aumento das taxas de juros e alto investimento. Estimamos que a relação dívida líquida/EBITDA ajustada pelo BBI do 3T24 de 3,1x (relatado/covenants menor em 2,8x) suba para 4,0x até o fim de 2025 e só comece a cair gradualmente até 2028. Esse salto na alavancagem em um momento em que o Brasil passa por um ambiente macroeconômico difícil reflete em grande parte a queima de caixa/capex (investimentos) necessária do negócio de distribuidora, o que é bom, dado que gera retornos futuros, mas pode ser um pouco difícil para os lucros no curto prazo.

**Mantendo a recomendação Neutra inalterada; definindo um novo preço-alvo para 2025 de R\$ 53/unit (anteriormente R\$ 62/unit).** Definimos nosso novo preço-alvo para também refletir uma taxa de desconto (Ke) real mais alta de 11%, o que é compatível com o maior custo de capital do Brasil. Com base em nossas estimativas revisadas, ao preço atual vemos as ações da Energisa descontando uma TIR implícita real de 13,7% e para uma TIR semelhante preferimos a Equatorial. Olhando para os múltiplos, vemos o P/L da Energisa no período 2025/26 em 9,9x e 10,7x vs. uma perspectiva de crescimento mais atraente para a EQTL3 em 7,4x/2025 e 6,7x em 2026.

A seguir, apresentamos os principais números atualizados para a Energisa:

<b>Energisa</b>								
<b>R\$ milhões</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
Receita Líquida	23.587	26.397	27.697	29.375	31.224	33.614	36.539	39.121
Ebitda ajustado	6.973	7.632	7.747	8.220	8.853	9.922	11.387	12.475
Margem Ebitda (%)	29,6%	28,9%	28,0%	28,0%	28,4%	29,5%	31,2%	31,9%
<i>Lucro Líquido ajustado</i>	1.164	1.708	1.685	1.549	1.914	2.462	3.321	3.913

Fonte: Bradesco BBI e companhia



**ÁGORA**  
INVESTIMENTOS



**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, 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



## 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 na Oferta Pública de Valores Mobiliários de CIA Saneamento Básico de São Paulo - SABESP.

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., Eletrobrás 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).