



ÁGORA  
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

# Análise de Empresas

Cemig

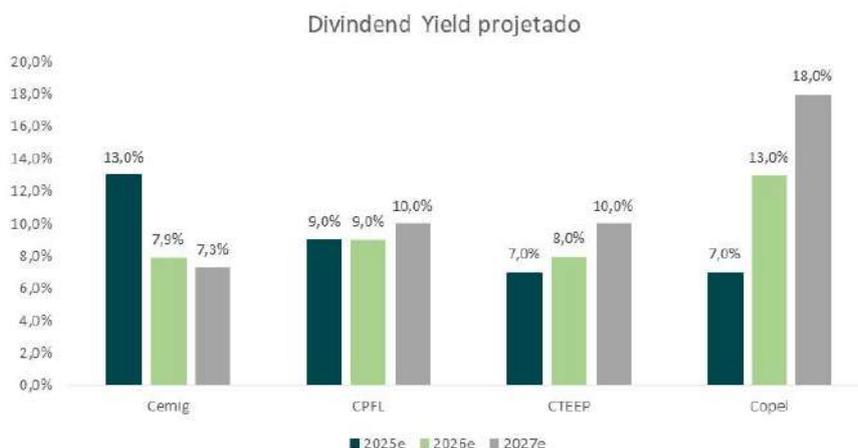


20/02/2025

## Estamos chegando perto do pico do ciclo? Mantendo nossa recomendação Neutra por enquanto...

Após revisitar nossas estimativas, questionamos se a ação, que teve o melhor desempenho em nossa cobertura em 2024, pode não estar chegando perto do pico de seu ciclo de avaliação. Por enquanto, mantemos nossa recomendação Neutra, definindo um novo preço-alvo de R\$ 12/ação, mas abaixo destacamos os principais motivos/eventos que podem ser um ponto de virada para as ações:

(1) Os dividendos após o 4T24 podem ser menores em relação aos anos anteriores. Nosso rendimento estimado via dividendos para 2025 é de 13%, mas dos quais 5% (R\$ 1,8 bilhão) serão declarados junto com os resultados do 4T24 em março. Depois disso, considerando o dividendo futuro, o rendimento deve ser de aproximadamente 8% a.a., abaixo dos números de 2025/26 da CPFL, de cerca de 9,0%, da CTEEP, de cerca de 8% e do potencial rendimento de 13% da Copel para 2026, assumindo uma meta de alavancagem de 2,5x a dívida líquida/EBITDA. O risco de alta, é claro, são outros aumentos pontuais não recorrentes no lucro líquido.



(2) O lucro líquido em 2025 provavelmente permanecerá estável em relação ao ano anterior, pois o *spread* no negócio de trading da Cemig deve ser menor em relação a 2024. Isso já inclui a reversão dos R\$ 800 milhões restantes (estimativa do BBI) de provisões tributárias pagas ao INSS além da participação nos lucros (um precedente legal já existe e a Cemig reverteu uma provisão semelhante antes).

(3) A baixa alavancagem foi boa durante o ciclo de alta da taxa de juros Selic... mas talvez não seja tão boa se-ou-quando o ciclo de corte começar. Em algum momento, o último cenário pode levar os investidores a procurar ativos de maior *duration*, sendo que a *duration* de 8 anos da Cemig se compara aos 12 anos da Equatorial e aos 13 anos da Sabesp. A relação dívida líquida/EBITDA relatada pela Cemig no 3T24 foi de 0,9x e em nosso caso base dificilmente ultrapassa 1,5x nos próximos anos.

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

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

(4) É improvável que o próximo ciclo político no final de 2026 represente risco de alta para as estatais no estado de Minas Gerais. Sob o governador Romeu Zema, a governança da Cemig melhorou muito, o opex (despesas operacionais) foi cortado e ativos não essenciais foram vendidos. Sem fazer nenhum julgamento sobre o próximo ciclo político, e deixando a privatização de lado, atualmente a estatal Cemig parece já estar em boa forma.

Mantemos nossa recomendação Neutra com um novo preço-alvo para 2025 de R\$ 12,0/ação. A Cemig atualmente é negociada a uma TIR real implícita de apenas 10%, o que para uma empresa pública parece apertado vs. Equatorial em 11,5%, Copel em 12,5% e Sabesp em 12,5%. Em nossa visão, esse nível de *valuation* tem sido justificado principalmente pelo alto rendimento de dividendos das ações, além dos movimentos iniciais do estado buscando privatizar a empresa (improvável em nossa visão). Desta forma, se por algum motivo os dividendos desacelerarem, os investidores podem acabar se concentrando em outras fontes de renda, como CPFL, ou nossa favorita Copel.

A seguir encontram-se os principais números projetados para a Cemig:

Cemig R\$ milhões	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Receita Líquida	32.778	33.454	33.918	33.788	33.675	34.059
EBITDA ajustado	8.063	8.123	8.127	8.647	8.638	9.489
<i>Margem Ebitda ajustada (%)</i>	25%	24%	24%	26%	26%	28%
Lucro Líquido	5.767	7.093	4.958	4.886	4.520	4.915
Dívida líquida/EBITDA	0,9x	1,0x	1,0x	1,3x	1,6x	1,5x

Fonte: Companhia e Bradesco BBI

### Quais são os riscos positivos para resultados/*valuation*/dividendos?

O mais notável é uma possível decisão favorável sobre a recuperação de impostos PIS/COFINS pelo Supremo Tribunal Federal que se aplicaria a todas as distribuidoras. Para a Cemig, isso poderia adicionar um VPL (valor presente líquido) equivalente a cerca de 4% do valor de mercado e um *dividend yield* de 2%-4% (dependendo se a Cemig pagar o valor total como dividendos ou apenas 50%). Até agora, de um total de 11 juízes, 4 votaram a favor (2 contra) das distribuidoras manterem parte dos pagamentos de impostos PIS/COFINS recuperados. O STF não tem prazo para votar sobre o assunto e o próximo juiz a votar pediu para rever o caso antes de dar seu voto. Notavelmente, se as distribuidoras vencerem, isso significará em muitos casos um aumento temporário nas tarifas para os consumidores. Quanto à probabilidade de o STF decidir a favor das distribuidoras, achamos que é uma decisão 50/50 – não faz parte do nosso cenário base por enquanto.

A renegociação do plano de saúde pós-emprego representa R\$ 3,0 bilhões no balanço da Cemig (pagamentos anuais de aproximadamente R\$ 200 milhões/ano). A Cemig levou isso à Justiça para discutir a extensão de sua real obrigação de pagar esse benefício. Em dezembro de 2024, segundo a empresa, obteve decisão favorável no Tribunal Superior do Trabalho de Brasília (TST) que poderia se traduzir em uma redução desse passivo/despesa. No entanto, os detalhes oficiais sobre a decisão ainda não foram publicados pelo tribunal e, portanto, o cálculo exato do que a Cemig poderia reduzir em pagamentos não está claro. Em nossa visão, é improvável que a obrigação total seja eliminada, mas pode haver algum ganho. Se, por exemplo, 1/3 desse passivo for reduzido, isso representaria um valor

justo de aproximadamente R\$ 660 milhões (cerca de 2% do valor de mercado) e um rendimento equivalente, se totalmente pago como dividendo.

**Privatização:** em novembro de 2024, o governo estadual enviou um projeto de lei ao legislativo estadual para privatizar a Copasa e a Cemig, mas não achamos que ele avançará para esta última. As conversas sobre a privatização da Cemig sempre foram difíceis entre os políticos locais e, apesar do governo Zema ter ganhado mais força em suas interações com o legislativo durante seu segundo mandato, achamos que se MG se mover para privatizar uma de suas estatais, seria a empresa de saneamento Copasa. Obviamente, a privatização da Cemig poderia desbloquear um valor importante, mas provavelmente estaria mais relacionada ao corte de opex (despesas operacionais) do que a uma compressão da taxa de desconto, já que a CMIG4 já é negociada a uma TIR real implícita de apenas 10% (vs. 12% para a Copel).



**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

##### **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



## 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 ELETROMÍDIA S.A. e ENERGISA 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., Cogna S.A., Cosan S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobras S.A., Eletromídia 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., Cogna S.A., Cosan S.A., CSN S.A., Ecorodovias S.A., Eletrobrás S.A., Eletromídia 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).