



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Eletrobras



11/02/2025

Revisando as estimativas, enquanto aguardamos o anúncio do acordo com o Governo

- À medida que nos aproximamos do prazo de 18 de fevereiro para a Eletrobras e o Governo Federal chegarem a um acordo sobre o litígio do teto de votos de 10%, reavaliamos nossa visão sobre a Eletrobras. Notavelmente, após o barulho de que o tribunal de contas (TCU) poderia estar envolvido de alguma forma na negociação – o que poderia resultar em atrasos – na data de 10 de fevereiro, o gabinete do procurador-geral federal disse que continua comprometido em chegar a um acordo até o prazo. Obviamente, esta é uma questão complexa, e achamos que uma nova (quarta) extensão é sempre possível. Embora chegar a um acordo seria um gatilho importante, temos recomendação de Compra para a Eletrobras dada sua assimetria de avaliação, além do potencial de se tornar um pagador de dividendos robusto no médio/longo prazo. Em ordem de preferência, dentro da nossa cobertura, gostamos da Copel, Sabesp, Eneva (o leilão de capacidade de junho é um gatilho), Equatorial e Eletrobras
- Em nossa opinião, com ou sem um acordo, as ações da Eletrobras são baratas (a ELET6 é negociada a uma TIR implícita real de aproximadamente 13%) e, portanto, um cenário sem acordo provavelmente implicaria em um downside limitado. No entanto, continuaria a limitar o interesse de investidores estrangeiros, pois menos compradores marginais entrariam para comprar as ações no curto prazo. Argumentamos por um impacto limitado neste cenário porque é improvável que o limite de votos de 10%, votado pelo Congresso como parte da lei de privatização da Eletrobras, seja descartado pelo Supremo Tribunal Federal. Além disso, a discussão sobre os preços da eletricidade que antes era uma fonte constante de dor, dada a substancial capacidade não contratada da Eletrobras, agora se tornou um risco de alta, dada a volatilidade do preço spot intradiário e o maior valor dos ativos hidrelétricos que no médio/longo prazo devem capturar um spread de preço adicional, representando a modulação a ser paga pelos ativos renováveis solares/eólicos.
- Por outro lado, se um acordo for alcançado, seria muito positivo, pois a discussão sobre a Eletrobras voltaria aos fundamentos puros (ou seja, cortes de opex ou despesas operacionais, preços de energia, gestão de passivos) + investidores estrangeiros veriam novamente a empresa como um ativo possível para investimento. Isso, é claro, pressupõe um acordo nos moldes do que a Eletrobras descreveu em seus comunicados em dezembro: (i) o governo obtendo mais alguns assentos no conselho... talvez um total de 3 em 10; (ii) A Eletrobras não tendo mais que investir em Angra III, embora continuasse a garantir a dívida passada assumida para construir o projeto – sem esse ponto, a Eletrobras provavelmente não assinaria nenhum acordo; e (iii) nenhum pagamento inicial do imposto setorial CDE – oficialmente tirar esse potencial desembolso de dinheiro da mesa poderia abrir o debate para a empresa pagar dividendos mais altos e/ou estabelecer uma nova política de dividendos.

Francisco Navarrete 

Ricardo França  **ÁGORA**
INVESTIMENTOS

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

Como dissemos antes, é melhor focar nos assuntos sobre os quais podemos ter uma opinião... isso inclui preços de energia e cortes de opex. Quanto ao opex, a redução está no caminho certo, e modelamos o opex total de 2025 em cerca de R\$ 6,2 bilhões, -10% em base anual (2027 em R\$ 5,7 bilhões, -8% em base anual). Quanto aos preços de energia de curto prazo, modelamos um preço médio conservador para 2025 de R\$ 133/MWh incluindo (i) 1S25 a R\$ 95/MWh; e (ii) 2S24 a um R\$ 170/MWh mais alto, ainda abaixo do indicativo para preços de contrato, em >R\$ 200/MWh. Em relação a este último, a resiliência dos preços de energia apesar da boa temporada de chuvas no Brasil é surpreendente (chuvas na região Sudeste em dez/jan/fev até agora em 97%/98%/101% da média histórica), mas achamos que reflete a nova metodologia de cálculo de preço spot PLD introduzida no início de 2025, além de parâmetros de aversão ao risco mais altos.

Finalmente, nesta nota, ajustamos nossas estimativas: (1) para o 4T24: assumimos uma provisão de R\$ 875 milhões (estimativa do BBI) refletindo parte do processo do Estado do Piauí sobre a privatização da Cepisa (a reivindicação total do estado de R\$ 3,5 bilhões não é um valor final, e a Eletrobras e o governo federal seriam responsáveis 50/50) - nosso lucro líquido estimado do 4T24 cai para R\$ 530 milhões (de R\$ 1,2 bilhão); e (2) 2025: (i) apresentamos a curva de alocação para ativos hidrelétricos com base na média do segmento para 2025, conforme divulgado pela CCEE (25% dos recursos hidrelétricos do ano no 1T, 22% no 2T, 26% no 3T e 28% no 4T); e (ii) atualizamos a cobrança de royalties de água, que em 2025 aumentou cerca de 17% em base anual para todos os players hidrelétricos no Brasil, bem acima da inflação do IPCA de 4,9% - em geral, nosso lucro líquido para 2025 está praticamente inalterado em R\$ 6,4 bilhões.

E quanto aos dividendos? Em dezembro de 2024, a Eletrobras pagou um dividendo intermediário de R\$ 2,2 bilhões referente aos 9M24 (25% de pagamento dos lucros IFRS) e agora esperamos para ver se haverá mais dividendos quando o 4T24 for anunciado em março. Em nossa opinião, embora o lucro líquido do 4T24 possa ser baixo devido à provisão potencial do Piauí, a Eletrobras ainda poderia pagar dividendos (há muitas reservas de lucro) para cumprir o dividendo mínimo do ON que exigiria declarar um adicional de R\$ 1,6 bilhão para completar dividendos totais de R\$ 3,8 bilhões relacionados a 2024. Isso significaria que o dividendo de 2024/rendimento dividendos para a PN ficaria em R\$ 1,82/ação / 4,6%, enquanto para o ON seria de R\$ 1,65 / também 4,6%. No entanto, se a Eletrobras mantiver um pagamento direto de 25% para o 4T24, o dividendo do ON seria cerca de R\$ 1,00/ação (enquanto o da PN permaneceria em R\$ 1,82/ação, pois foi cumprido principalmente com o dividendo intermediário declarado em dezembro). Neste momento, estamos assumindo conservadoramente este último cenário, embora vejamos muito espaço para a Eletrobras implementar uma política de dividendos robusta.

Além da particularidade do 4T24, escrevemos recentemente sobre a potencial ampliação do spread PN/ON além de 10% porque em um esquema de pagamentos de dividendos trimestrais, o alto custo de capital (SELIC) do Brasil favoreceria os PNs (dividendo mínimo de R\$ 510 milhões ou R\$ 1,82/ação pago no início do ano) vs. os da ONs (mais tarde).

Nosso preço-alvo para 2025 da ELET6 é de R\$ 58,00/ação, e para ELET3, R\$ 53,00/ação; Mantemos a recomendação de Compra (nossos preços-alvo caíram ligeiramente de R\$ 60/ELET6 e R\$ 55/ELET3, em função do maior custo dos royalties da água). Além disso, a nossa estimativa de preço de eletricidade no longo prazo (a ser alcançada até 2030) sobe ligeiramente, para R\$ 165/MWh, pois adicionamos um prêmio de R\$ 5,00/MWh. Isso é motivado pela nossa visão de que os ativos hidrelétricos da Eletrobras continuarão a ser despachados junto com usinas térmicas mais caras em

horas posteriores do dia, para preencher a lacuna de fornecimento deixada principalmente pela energia solar, capturando preços spot mais altos na volatilidade intradiária.

A seguir, encontra-se a tabela com os principais números estimados para a Eletrobras:

Eletrobras							
R\$ milhões	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Receita Líquida	39.546	35.752	38.164	40.935	38.499	36.093	39.276
<i>Ebitda Ajustado</i>	22.032	22.615	25.362	27.838	26.091	24.458	27.233
Margem Ebitda ajustado (%)	56%	63%	66%	68%	68%	68%	69%
<i>Lucro Líquido</i>	5.880	6.381	9.347	11.650	10.209	8.851	10.431

Fonte: Bradesco BBI e companhia



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 ELETROMIDIA S.A. 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., Cogna 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., Cogna 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).