



ÁGORA
INVESTIMENTOS

ÁGORA INSIGHTS

Análise de Empresas

Equatorial



18/02/2025

E se... a Equatorial vendesse seus ativos de transmissão?

- É sabido que a Equatorial há algum tempo pondera a venda de seus ativos de transmissão, com o objetivo de monetizar uma unidade de negócios madura com robusta geração de fluxo de caixa, mas que tem perspectivas de crescimento limitadas - Tal movimento ajudaria muito a reduzir a alavancagem. Desta forma, as próximas oportunidades de crescimento inorgânico podem ser um motivo para vender esses ativos... por exemplo, em abril, o estado do Pará, onde a Equatorial opera a distribuidora Celpa, leiloará 4 concessões de saneamento com necessidades de capex (investimentos) de aproximadamente R\$ 20 bilhões. Esses ativos têm títulos de concessão mínimos que totalizam aproximadamente R\$ 1,5 bilhão. Com base na sensibilidade da taxa de desconto aplicada em uma venda potencial, a totalidade dos ativos de transmissão da Equatorial pode variar de: (i) R\$ 7,1 bilhões (taxa de desconto real de 8%, 0,5pp acima do rendimento da NTN-B) a (ii) R\$ 6,3 bilhões (taxa de desconto real de 10,5% ou 3 p.p acima da NTN-B). Essas estimativas pressupõem que não haja impostos pagos sobre o ganho de capital que seria gerado pela venda.
- Refletindo os cenários acima, a dívida líquida/EBITDA reportada pela Equatorial cairia aproximadamente 0,5x, para 2,96x, vs. nossa estimativa atual de 3,45x. Olhando para a alavancagem ajustada, a dívida líquida/EBITDA para 2025 cairia para 3,50x, contra nossa estimativa atual de aproximadamente 4,0x.
- Notavelmente, o planejamento tributário é um ponto crítico que a Equatorial provavelmente está analisando antes de avançar para vender seus ativos de transmissão. Em nossa opinião, provavelmente existem algumas opções técnicas para mitigar os impostos sobre ganhos de capital. Mas supondo que não haja nenhum, estimamos o imposto de renda em cima dos ganhos de capital em aproximadamente R\$ 900 milhões (um cenário improvável). Além disso, os múltiplos P/L pareceriam mais baratos em 2025, caindo para a média de 13,0x (vs. cenário base atual de 13,3x) e para a média de 10,5x em 2026 (vs. atual de 10,87x).
- Nossa recomendação de Compra e preço-alvo de R\$ 41 permanecem inalteradas.

É bem sabido que a administração da Equatorial há algum tempo pondera a venda de seus ativos de transmissão, visando monetizar uma unidade de negócios madura que gera fluxo de caixa robusto, mas que tem perspectivas de crescimento limitadas. De fato, em julho de 2024, a empresa já vendeu o ativo de transmissão SPE7 por aproximadamente R\$ 840 milhões para o fundo de pensão canadense CPDQ, e foi uma pequena amostra do que poderia vir a seguir.

Francisco Navarrete 

Ricardo França 

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

Os ativos restantes, totalizando 2.460 km de linhas, foram construídos pela Equatorial após vencer os leilões de transmissão para novos projetos de 2015-2016, quando, como pioneira, a empresa garantiu retornos altamente positivos. Hoje, o negócio de transmissão contribui com EBITDA de R\$ 1,1 bilhão/ano (9% do EBITDA consolidado) com uma margem muito alta de aproximadamente 93% e representa cerca de 13% da nossa avaliação por soma das partes para a Equatorial. Com base na sensibilidade da taxa de desconto aplicada em uma venda potencial, esses ativos poderiam valer algo variando de: (i) R\$ 7,1 bilhões usando uma taxa de desconto K_e real de 8,0% (0,50 p.p > o rendimento real do título NTN-B) a (ii) R\$ 6,3 bilhões com um K_e de 10,5% (3,00 p.p > versus a NTN-B). As estimativas acima não assumem nenhum imposto pago sobre o ganho de capital que seria gerado pela venda.

Em nossa visão, o planejamento tributário para mitigar esse impacto é um ponto crítico que a Equatorial provavelmente está analisando antes de prosseguir com a M&A. Em nossa opinião, provavelmente há algumas opções técnicas para mitigar impostos substancialmente, mas assumindo que não há nenhuma, usando nosso valor justo de ativos de R\$ 6,7 bilhões, a empresa registraria um ganho de capital de aproximadamente R\$ 2,6 bilhões (estimativa do BBI), implicando um pagamento de imposto de renda (alíquota de 34%) de quase R\$ 900 milhões (improvável).

Embora a queda na alavancagem seja muito bem-vinda, dado o atual ambiente macro desafiador do Brasil, isso não é uma questão de vida ou morte para a Equatorial, independentemente da alavancagem relativamente alta... isso ocorre porque a maior parte de sua dívida está vinculada ao índice de inflação IPCA (não subindo tanto ou tão imediatamente quanto a taxa Selic), e a empresa lançou um plano para conter opex e capex especificamente para 2025 para manter a alavancagem contida. Além disso, a desalavancagem natural ocorrerá em 2026 e 2027, à medida que as revisões tarifárias de 25/26/27 começarem, juntamente com a recuperação da CEEE e da CELG.

Por que esse movimento é provável no curto/médio prazo? Em nossa visão, o principal fator que poderia desencadear esse movimento de M&A (visando reduzir a alavancagem) é o crescimento inorgânico... em abril haverá um grande leilão de saneamento no estado do Pará, onde a Equatorial opera a distribuidora Celpa. No leilão, o estado está vendendo 4 concessões que exigem cerca de R\$ 20 bilhões de capex para melhorar os serviços. Essas concessões têm títulos de concessão mínimos no leilão que totalizam aproximadamente R\$ 1,5 bilhão, a serem pagos pelos vencedores no leilão (a competição será baseada em lances para títulos mais altos). Em nossa visão, a Equatorial tem uma boa chance de vencer em meio à baixa concorrência, já que os principais participantes do setor privado no setor de saneamento (Aegea, BRK, Iguá, etc.) estão altamente alavancados com grandes planos de execução de capex para digerir em outras regiões.

Avaliando o impacto nos múltiplos P/L, que pareceriam mais baratos em 2025, declinando para uma média de 13,0x (vs. cenário base do BBI de aproximadamente 13,3x), e também melhorando para 2026 para uma média de 10,5x (vs. cenário base do BBI de 10,7x). Quanto à avaliação, pode-se argumentar que vender os ativos a um preço justo deve ser neutro, mas pode/deve haver redução de risco do balanço patrimonial + novo espaço para crescimento abrindo sem a (ou menos provável) necessidade de emissão de ações. Isso provavelmente se traduziria em uma taxa de desconto menor aplicada pelo mercado... por exemplo, uma redução de 1,00 p.p. na TIR implícita atual da Equatorial de cerca de 11,5% resultaria em um aumento imediato de aproximadamente R\$ 5,0/ação ou 11% do nosso preço-alvo.



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).