

Eletrobras

Novela perto do fim

Em um processo que se arrasta desde a primeira intenção de privatização, em 2017, finalmente a desestatização da Eletrobras deve ser concluída. Entendemos que este seja um ponto de entrada interessante e, assim, iniciamos a cobertura de Eletrobras com recomendação de compra, que pode ser efetivada através da participação no follow-on.

A tese de investimento de uma companhia que vai ser privatizada e, com isso, tornar-se mais eficiente, possibilitando retorno interessante para os investidores, é simples e direta de ser entendida. O caso da desestatização da Eletrobras, entretanto, não é tão simples. Sim, a companhia poderá melhorar a sua alocação de capital e existem ganhos relevantes de eficiência a serem capturados, especialmente quando a companhia puder se libertar das amarras de contratação de pessoal e de fornecedores ao deixar de ser uma empresa estatal. Adicionalmente, a privatização embute a extensão do prazo de concessão das usinas de geração de energia e a liberdade para a companhia negociar os preços e volumes dos contratos, o que impacta positivamente na receita futura da companhia. Por outro lado, o processo de desestatização criou obrigações de R\$43,6 bilhões (CDE e outras contribuições), ou pouco mais de 60% da capitalização de mercado atual da Eletrobras. Com todas essas mudanças e variáveis, a equação torna-se mais complicada.

A destinação dos recursos da oferta da Eletrobras difere dos usos mais comuns que vemos em IPO ou follow-on, quando o capital levantado é destinado a investimentos, aquisições ou melhora da estrutura de capital, no caso de oferta primária, ou aos atuais acionistas, no caso de secundária. Além de uma pequena parcela secundária com o BNDES vendendo parte das suas ações, de modo que a participação do Governo atinja 45%, todo o montante levantado na oferta primária será destinado para o pagamento do bônus de outorga referente à mudança no regime das usinas de geração de energia elétrica.

Ainda que o processo tenha mais riscos e incertezas do que uma privatização tradicional, encontramos no patamar atual de preço um upside interessante quando avaliamos a Eletrobras com múltiplos de empresas privadas. Iniciamos, assim, a cobertura de Eletrobras com recomendação de compra e preço-alvo de R\$79,00/ação, mas lembramos que existe um risco material de execução, que dependerá da futura composição acionária, do conselho de administração e da diretoria executiva da companhia. Todos esses pontos somente começarão a ser endereçados depois da oferta. Como existem alguns riscos que podem impedir a efetivação da oferta (aprovação waiver em Furnas e preço mínimo), recomendamos aos investidores que montem a sua posição na oferta (follow-on) ao invés de comprar diretamente no mercado.

Figura 1: resumo dos resultados e estimativas

R\$ milhões	2020R	2021R	2022E	2023E	2024E
Receita líquida	29.081	37.616	35.788	37.265	39.764
EBITDA	10.487	15.133	16.934	17.684	19.504
Margem EBITDA	36,1%	40,2%	47,3%	47,5%	49,0%
Lucro líquido	6.387	5.714	9.208	11.090	12.758
Margem líquida	22,0%	15,2%	25,7%	29,8%	32,1%

Fonte: Eletrobras e Eleven Financial Research.

Energia Elétrica

Compra/Entrar

ELET3/ELET6	
Preço-alvo	R\$ 79,00
Preço (01/06)	R\$ 43,00
Upside	83,7%
Valor mercado	R\$ 65,2 bi
Vol. médio neg.	R\$ 314 mi
Máximo 52 sem.	R\$ 47,34
Mínimo 52 sem.	R\$ 28,68

Fonte: Eleven Financial Research e Thomson Reuters.

Alexandre Kogake
Analista, CNPI

Gabriel Schiavenato
Analista, CNPI

Sumário

Tese de investimentos	3
Oportunidades e vantagens comparativas	3
Desafios e riscos	6
Detalhes da oferta	8
A oferta	8
Oferta prioritária e varejo	8
A Eletrobras	10
Histórico	10
Segmentos operacionais	12
Governança corporativa	14
Mercados de atuação	15
O mercado de energia	15
Mercado de comercialização de energia e migração para o ACL	17
Desenvolvimento do setor	17
Análise relativa e Valuation	18
Estimativas	18
Valuation	21

Tese de investimentos

Oportunidades e vantagens comparativas

As oportunidades que surgem com o Governo deixando de ser o acionista controlador da Eletrobras são muitas, mas refletem principalmente a possibilidade de mudanças na parte estratégica (alocação de capital e gestão do portfólio), na gestão operacional (eficiência na gestão de custos e otimização dos investimentos), na governança corporativa e no tratamento de contingências fiscais e créditos tributários. Além disso, para aumentar a atratividade da capitalização e a transferência de recursos para a União, o processo contempla novos contratos de concessão para parte das usinas hidrelétricas da companhia.

Com controle privado, esperamos que a alocação de capital e a gestão do portfólio sejam direcionadas para a criação de valor. Em empresas privadas do setor, vemos uma avaliação mais ativa sobre os seus portfólios, com trocas ou desinvestimentos quando determinado ativo não estiver performando. Não foi o que aconteceu, por exemplo, com as distribuidoras da Eletrobras, que eram claramente ineficientes, mas que ficaram sob controle da companhia gerando um prejuízo acumulado de quase R\$20 bilhões entre 2012 (MP579) e a sua privatização, em 2018. Atualmente, as empresas já são mais eficientes e lucrativas nas mãos dos operadores privados. Com uma estrutura organizacional com cinco subsidiárias operacionais e 77 Sociedades de Propósito Específico (SPEs), existem com certeza oportunidades de venda de ativos, troca de participações, fusão de subsidiárias, dentre outros movimentos que podem destravar valor para a companhia ou gerar otimização de recursos e captura de sinergias.

Adicionalmente, também vemos oportunidade em melhor alocar o capital em projetos de crescimento. Em nosso relatório de início de cobertura das empresas de transmissão de energia ([Transmissoras: dividendos e proteção](#)) mostramos a relação entre a presença mais forte dos players estatais nos leilões de novas linhas de transmissão entre 2009 e 2012 e menores retornos (deságio elevado mesmo com menor WACC regulatório e menor relação RAP máxima e capex do leilão). Com controle privado e como líder de mercado tanto em geração quanto transmissão de energia, acreditamos que a Eletrobras possa participar de maneira relevante na expansão do sistema, alavancando a sua expertise técnica e a sua escala.

O Estatuto Social que ficará vigente depois da oferta traz melhorias na Governança Corporativa. Apesar do histórico recente positivo durante a gestão de quatro anos e meio de Wilson Ferreira Jr., ex-CEO da CPFL e executivo de referência no setor, a Eletrobras não conseguia eliminar o risco de influência política devido ao seu controle pelo Governo. O exemplo mais recente desse tipo de interferência é o caso da Petrobras, que em 2022 já está no seu terceiro CEO em razão de divergências entre o Presidente da República e os ocupantes anteriores do cargo sobre a política de preços de combustíveis da estatal.

A constituição do novo estatuto social com a difusão do poder de indicação dos membros do conselho na base acionária, limitação de voto e quórum qualificado (voto proporcional à participação acionária no capital da Companhia, respeitando o limite correspondente a 10% do capital social votante para o voto de cada acionista e grupo de acionistas) deverá eliminar a influência política sobre a gestão da companhia e transformar a Eletrobras em uma true Corporation. Finalmente, será criada uma "Golden Share", apenas para que o Governo tenha poder de veto em caso de deliberações que visem alterar o limite de 10% estabelecido no estatuto social, sem conceder o direito a propor alterações estatutárias.

O turnaround pode ser acelerado com a simplificação no processo de contratação de fornecedores e colaboradores. Como empresa estatal, a Eletrobras precisa seguir a Lei n.º 13.303, de 30 de junho de 2016, conforme alterada ("Lei das Estatais"), para a contratação de fornecedores, o que traz maior lentidão e aumento de custos tanto para a implementação do capex quanto para a manutenção e operação das usinas, linhas de transmissão e subestações. Além disso, toda a gestão atual de colaboradores precisa seguir o ritual do concurso e das restrições para ajuste no quadro, com gastos elevados quando da criação de programas de incentivo à aposentadoria e que dificultam o pagamento de bônus por desempenho. Com esses entraves, fica difícil a companhia entregar margens similares a seus players privados. No segmento de geração, por exemplo, as margens desse segmento nas subsidiárias Furnas e Chesf, por exemplo, ficam bem abaixo do verificado nos últimos dois anos para alguns pares selecionados (Engie, AES Brasil e Auren). Para o segmento de transmissão, a margem EBITDA média dos principais comparáveis fica acima de 80%, bem superior à média registrada de novo por duas das subsidiárias da Eletrobras, Furnas e Chesf. As figuras 2 e 3 ilustram parte dessa diferença.

Figura 2: margem EBITDA (%) de geradoras

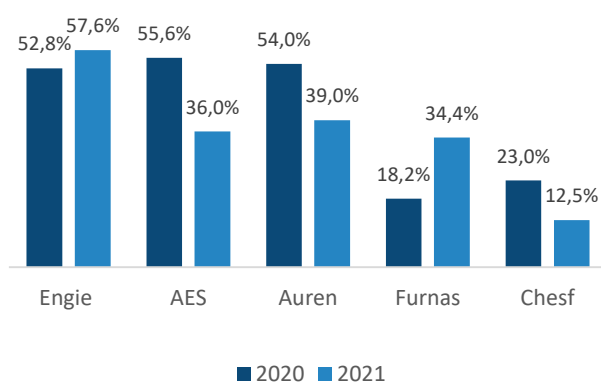
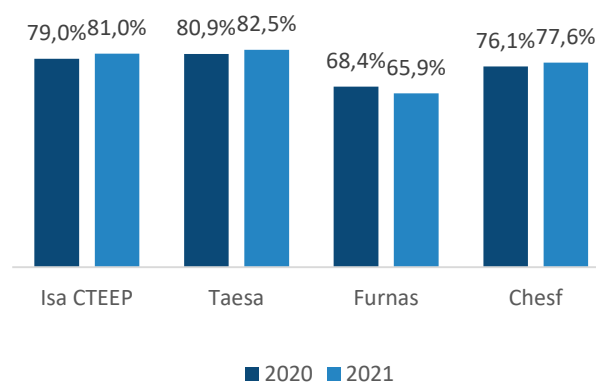


Figura 3: margem EBITDA (%) de transmissoras



Fonte: Companhia e Eleven Financial Research. AES Brasil em 2020 ajustado pelo acordo do GSF. Demonstrações Regulatórias para Furnas e Chesf.

Fonte: Companhia e Eleven Financial Research. Demonstrações Regulatórias para Furnas e Chesf.

A extensão das concessões e o fim do regime de cotas de parte do parque de usinas destravarão uma importante fonte de receitas. O regime de cotas foi introduzido pela Medida Provisória 579, de 11 de setembro de 2012, para possibilitar a renovação das concessões hidrelétricas, com uma alteração no modelo, em que os consumidores passaram a assumir o risco hidrológico enquanto as concessionárias seriam as responsáveis apenas pela manutenção e operação das usinas. Com isso, os preços médios de venda dessa energia estão bem abaixo do praticados nos demais ambientes de contratação. Pelos dados da própria Eletrobras no 1T22, o preço médio das cotas foi de R\$67,10/MWh, de R\$230,53/MWh no ambiente de contratação regulado (compra das distribuidoras de energia) e de R\$202,00/MWh no mercado livre (negociação direta com consumidores de energia).

Hoje, 7,5 GW médios da garantia física total da companhia estão alocados em cotas e, com a mudança para Produtores Independentes de Energia (PIE), 22 das usinas hidrelétricas (UHEs) da Eletrobras poderão negociar livremente seus preços, que em alguns casos poderiam resultar em um aumento de até 3x o valor atual. Para evitar um impacto relevante sobre os mercados em determinado ano, foi estabelecida uma redução gradual no volume de cotas de 1,35 GW médios por ano até 2026, conforme pode ser visto na figura 4.

Além disso, a Eletrobras assumiu o compromisso de contribuir anualmente para a CDE, de modo que nas simulações realizadas pela ANEEL não deverá ocorrer um aumento de tarifa de compra de energia para o consumidor cativo das distribuidoras decorrente da descotização das usinas da Eletrobras. No momento em que toda a energia possa ser livremente negociada no ano de 2027, espera-se que a representatividade dessas usinas sobre a receita seja igual ao seu volume de produção, diferente do que acontece hoje, quando há uma diferença de 30 p.p., conforme pode ser visto na figura 5.

Figura 4: volume de energia dos ativos atualmente em regime de cotas e com renovação da concessão (GW médio)

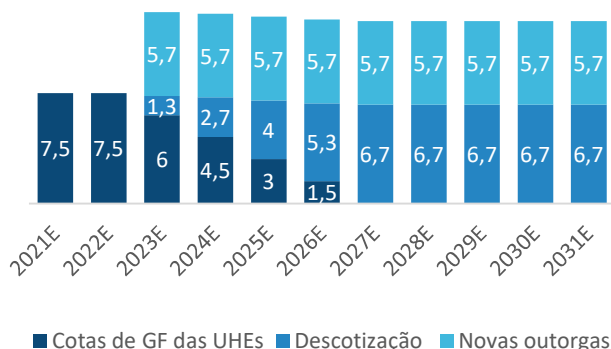
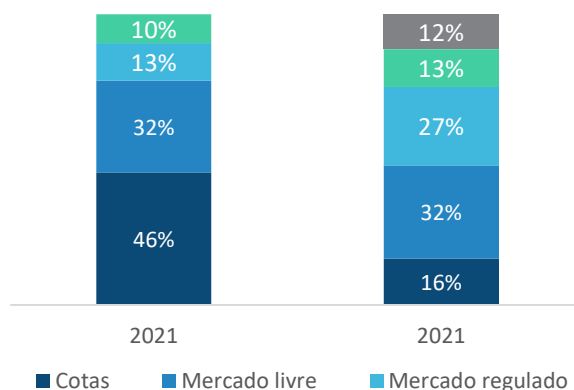


Figura 5: representatividade das cotas no volume (Balanço Energético) e na receita líquida

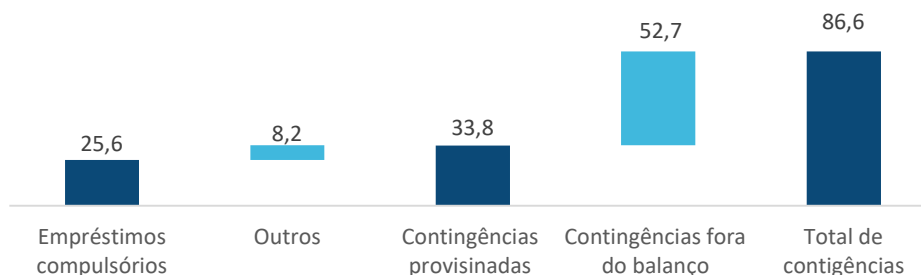


Fonte: Companhia e Eleven Financial Research. AES Brasil em 2020 ajustado pelo acordo do GSF.

Fonte: Companhia e Eleven Financial Research.

A maior flexibilidade na renegociação de passivos contingentes pode reduzir as obrigações da companhia. Com a desestatização, a Eletrobras terá mais liberdade para negociações definitivas com as contrapartes dos processos judiciais. Isso ocorreu com a CESP, que na época da privatização ao final de 2018 tinha R\$2,2 bilhões de passivos registrados no Balanço Patrimonial, dos R\$11,6 bilhões totais em processos com expectativas de perdas provável, possível e remota. No primeiro ano da nova gestão, houve uma redução de R\$1,5 bilhão no passivo total e de R\$614 milhões nos processos avaliados como perda provável, tudo isso possível graças à reestruturação da área jurídica e contratação de escritórios especializados. Em dezembro de 2021, o passivo contencioso total já havia baixado para R\$8,4 bilhões, enquanto os com perda provável reduziram quase pela metade. Lembramos que a Eletrobras tinha no final do 1T22 quase R\$34 bilhões de passivo contingente registrado no seu balanço e R\$87 bilhões no total. Como podemos ver na figura 6, entretanto, a maior representatividade dentro das contingências provisionadas refere-se a processos dos empréstimos compulsórios, criado em 1962 pela Lei 4.156 para ajudar na expansão do setor elétrico brasileiro. A primeira fase desse programa ocorreu de 1964 a 1976, e a segunda fase de 1977 a 1993, o que aumenta a complexidade do processo e os valores em discussão, em razão tanto do prolongado prazo de vigência quanto do efeito da atualização monetária até hoje.

Figura 6: total de contingências em R\$ bilhões



Fonte: Eletrobras e Eleven Financial Research.

A melhora na rentabilidade da companhia pode levar a potenciais ganhos fiscais. Um dos benefícios são as maiores receitas do segmento de geração advindas da renovação da concessão das usinas e a perspectiva de ganho de eficiência operacional, que deverão melhorar a rentabilidade da Eletrobras e, conseqüentemente, resultar em maior base de tributação tanto para acelerar a utilização dos créditos fiscais registrados em balanço, que montavam a R\$5,3 bilhões, quanto para reconhecer os ativos que estavam fora do balanço pela falta de perspectiva de lucros tributáveis futuros, que totalizavam R\$3,6 bilhões ao final de 2021.

Desafios e riscos

Apesar do processo de desestatização trazer uma enorme avenida de novas oportunidades, o processo de turnaround não será um caminho tranquilo, sem os seus próprios desafios e riscos. Isto porque não haverá uma separação dos ativos a serem privatizados, mas apenas ocorrerá uma capitalização na Eletrobras, que reduzirá a participação do Governo para menos de 50%. Assim, tanto a complexidade atual de estrutura organizacional da companhia quanto até a própria segregação de alguns ativos (Itaipu e Eletronuclear) podem ser fontes de discussões futuras, novas obrigações ou processos.

As transações com partes relacionadas podem originar discussões futuras sobre as condições em que foram feitas, inclusive podendo acarretar processos judiciais. A Eletrobras, como uma empresa estatal indutora para políticas setoriais, tem responsabilidades e celebra contratos com empresas estatais brasileiras ou entidades governamentais que não têm condições de mercado comparáveis. Além disso, em conjunto com o processo de desestatização, a companhia irá transferir a sua participação de controle na Eletronuclear e na usina hidrelétrica de Itaipu Binacional para a Empresa Brasileira de Energia Nuclear e Binacional S.A. (ENBPar), uma entidade recentemente formada e controlada pela União, uma vez que ambas as entidades devem permanecer sob o controle direto ou indireto da União. As condições em que foram celebrados esses acordos podem vir a ser discutidas no futuro por terceiros, questionando inclusive os valores das transferências e a matriz de riscos e responsabilidades.

A venda de energia a preços mais elevados das usinas com a concessão renovada dentro do processo de desestatização já foi refletida no pagamento das outorgas. Na avaliação do valor da outorga a ser paga ao Governo pela renovação das concessões de parte do parque de usinas hidrelétricas já foi considerada a venda da energia associada a preços mais elevados do que o atualmente praticado no sistema de cotas. Chama especial atenção o preço de curto prazo recomendado pelo TCU de R\$233/MWh, acima da referência de mercado e que pode trazer desafios importantes para que a companhia consiga atingir a receita estabelecida no cálculo da outorga. Além disso, a companhia terá o desafio de alocar ao mercado cerca de 1,3GW médios de energia por ano até 2027, totalizando 6,7 MW médios. Para uma referência, o montante anual é o equivalente à garantia física proporcional da Auren (antiga Cesp) nas suas usinas, enquanto o total no período é superior às garantias físicas de Engie e AES Brasil combinadas, mostrando que o desafio não é simples.

A Eletrobras atua em um setor altamente regulado, em que mudanças no arcabouço podem trazer riscos importantes. Apesar do histórico mais extenso de regulação, a modernização do setor elétrico está trazendo importantes mudanças que podem afetar as condições e a atratividade dos setores em que a Eletrobras atua. No segmento de transmissão vemos menores impactos, considerando a condição de remuneração pela disponibilidade dos ativos, mas no caso de Eletrobras, os elevados investimentos para a recuperação das suas linhas podem trazer discussões sobre a necessidade/reconhecimento de tal capex. No segmento de geração, a abertura do mercado livre para consumidores com menor consumo e até residenciais, como tem sido discutido mais fortemente no setor, pode casar com a descotização das usinas da Eletrobras. Entretanto, a velocidade da transição e da abertura do

mercado pode ser menor do que a esperada, trazendo incertezas sobre a contratação da energia.

A Eletrobras, por meio de Furnas, é acionista da Santo Antônio Energia S.A. (SAESA), a qual é parte em procedimento arbitral sobre atrasos na construção da usina, sendo a aprovação do Waiver pelos debenturistas de Furnas um passo indispensável para a evolução da oferta. A sentença arbitral de 7 de fevereiro de 2022 condenou a SAESA ao pagamento de R\$1,5 bilhão. Furnas possui 43,06% da Madeira Energia SA (MESA), que por sua vez possui a totalidade das ações da SAESA. Os demais acionistas são (i) Novonor S.A. (antiga Construtora Norberto Odebrecht S.A., com 18,25%); (ii) Caixa Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Amazônia Energia ("FIP", com 19,63%); (iii) SAAG Investimentos S.A. (com 10,53%); e (iv) CEMIG Geração e Transmissão S.A. (com 8,53%). Como os contratos de financiamento do BNDES vedam expressamente a utilização de recursos próprios da SAESA para pagamento dessa arbitragem, a companhia precisará de um aumento de capital, sendo que a Cemig já afirmou que não irá acompanhar (sem manifestação formal por parte dos demais acionistas), aumentando a demanda de capital de Furnas/Eletrobras. Além dos aportes financeiros, o risco de cross-default no caso de não obtenção de anuência junto aos financiadores (waiver) existe em cerca de 63,6% do endividamento consolidado de Furnas, que por sua vez pode ocasionar o cross-default de 42% e cross-acceleration de 37,7% do endividamento consolidado da Eletrobras. A votação do waiver dos debenturistas de Furnas está agendada para o dia 6 de junho de 2022 e a sua não aprovação resulta no cancelamento da oferta.

Com a desestatização, a ausência de um grupo controlador na Eletrobras poderá dificultar o processo decisório. Com a saída do Governo como o acionista majoritário, a companhia passará a ter controle pulverizado, o que é acentuado pela limitação de voto prevista no novo Estatuto Social de 10% do capital votante para cada acionista ou bloco de acionistas. Assim, uma primeira incerteza se dará sobre quem serão os novos acionistas da companhia e como poderão se organizar para que os assuntos importantes possam ser votados e aprovados. O segundo ponto de risco é de como evoluirá essa dinâmica de base acionária, visto que com a limitação de voto dificilmente teremos um acionista estratégico, e que ao longo do tempo os interesses e visões de futuro da companhia podem divergir materialmente, causando atrasos e inércia na implementação de mudanças e estratégias no futuro.

Existe risco de cancelamento da oferta caso o preço mínimo, o qual é sigiloso, não seja atingido. O preço mínimo por ação na Oferta Pública Global será fixado pelo Conselho do Programa de Parcerias de Investimentos (CPPI) na data da precificação da oferta, com limite mínimo baseado na média das avaliações econômico-financeiras independentes contratadas pelo BNDES (Resolução CPPI 203/2021, art. 12). A oferta primária será composta de ações ordinárias emitidas para pagamento de bonificação pela outorga de novos contratos de concessão de geração de energia elétrica, desde que tal valor esteja entre R\$ 22,1 bilhões e R\$ 26,6 bilhões. Caso o valor da oferta e conseqüentemente da bonificação não fique dentro dos limites, a concretização da oferta ficará condicionada a uma nova deliberação do CPPI.

Detalhes da oferta

A oferta

A oferta da Eletrobras reflete uma capitalização através de ações ordinárias, de modo a reduzir a participação do Governo para 45% depois da oferta. Os recursos levantados na oferta primária, entretanto, não ficarão no caixa da companhia, sendo integralmente destinados para o bônus de novas outorgas das concessões de usinas hidrelétricas. O cronograma prevê o encerramento do período de reserva em 8 de junho e início das negociações das ações em 13 de junho.

A oferta base, sem os lotes Adicional e Suplementar, incluirá a emissão de 627,7 milhões de ações ordinárias, que com base na cotação anterior ao anúncio da oferta de R\$44,00/ação, seria o equivalente a R\$27,6 bilhões. Além disso, a oferta também terá uma parcela secundária com o BNDESPAR vendendo 69,8 milhões de ações ou R\$3,1 bilhões. Com isso, a participação do Governo, incluindo a participação direta, BNDES e fundos geridos pelo Governo, deverá reduzir de 72,2% do capital votante da Eletrobras para 44,9% pós-capitalização. No caso de colocação do Lote Suplementar (100% primário), a participação do Governo cairia para 42,6%.

Figura 7: estrutura acionária antes da oferta



Fonte: Eletrobras. Elaborado por Eleven Financial Research.

Figura 8: estrutura acionária após a oferta*



Fonte: Eletrobras. Elaborado por Eleven Financial Research.

* Não considera os lotes adicional e suplementar.

Oferta prioritária e varejo

Os atuais acionistas da Eletrobras poderão participar da oferta prioritária de modo que mantenham as suas participações no capital total. Tais direitos de participação na oferta primária, entretanto, não poderão ser negociados nem cedidos. Como não ocorrerá a emissão de ações preferenciais, os atuais acionistas preferencialistas poderão exercer seu direito de prioridade na oferta de ações ordinárias, de modo a manter a sua participação no capital total da Eletrobras inalterada. Para identificação da base acionária será utilizada como base a primeira data de corte (27 de maio), sendo que alterações na quantidade de ações até a segunda data de corte (6 de junho) serão ajustadas proporcionalmente na oferta prioritária. Dessa forma, cada acionista poderá subscrever até 0,400066 ação para cada ação detida na segunda data de corte e 0,466749 no caso de colocação do Lote Suplementar.

Adicionalmente, haverá uma oferta prioritária a empregados e aposentados através de um pedido de reserva antecipado e específico para esse grupo. De acordo com as regras da oferta, serão alocadas 70 milhões de ações para os empregados e aposentados, ou 10% da oferta global, desde que haja demanda.

A oferta de varejo poderá ser feita através dos pedidos de reserva comumente usados ou através do Termo de Adesão aos FMP-FGTS para os que desejarem alocar parte dos recursos do FGTS para a compra das ações da Eletrobras. Lembramos que haverá cobrança de taxa de administração nos FMPs-FGTS, a qual será definida pela respectiva administradora. Como o investimento será feito em uma única ação, a qual inerentemente não necessita de uma gestão ativa, é importante buscar uma opção com custo reduzido.

Figura 9: taxas de administração dos FMP por administradora

Fundo	Taxa de administração % a.a.
Daycoval FGTS Eletrobras FMP	0,00%
Genial Eletrobras FMP FGTS	0,20%
Itaú Eletrobras FMP FGTS	0,20%
BTG Pactual Reference FMP FGTS Eletrobras	0,20%
Santander Eletrobras FMP FGTS	0,20%
BNB FMP FGTS Eletrobras	0,20%
XP Eletrobras FMP FGTS	0,20%
Guide Eletrobras FMP FGTS	0,40%
Alfa II FMP FGTS Eletrobras Migração	0,45%
Caixa Eletrobras FMP FGTS	0,45%
BB Eletrobras FMP FGTS	0,50%
Safra Eletrobras FMP FGTS	0,50%
Bradesco Eletrobras FMP FGTS	0,75%

Fonte: Valor Econômico e consultoria Quantum. Consulta em 02 de junho de 2022.

Cronograma estimado

Figura 10: cronograma indicativo das etapas da oferta

Eventos relevantes	Data
Primeira data de corte	27/05/2022
Início do período de reserva da reserva prioritária	
Início do período de reserva da reserva prioritária aos empregados	03/06/2022
Início do período de reserva	
Segunda data de corte	06/06/2022
Encerramento do Período de Reserva da oferta prioritária	07/06/2022
Encerramento do período de reserva	
Encerramento do procedimento de <i>Bookbuilding</i>	08/06/2022
Fixação do Preço por Ação	
Início do prazo de exercício da Opção de Ações do Lote Suplementar	
Encerramento do procedimento de <i>Bookbuilding</i>	09/06/2022
Fixação do Preço por Ação	
Data de liquidação	14/06/2022
Data-limite do prazo de exercício da Opção de Ações Suplementares	13/07/2022
Data-limite para a liquidação das Ações Suplementares	15/07/2022
Data-limite de encerramento da oferta	10/12/2022

Fonte: companhia. Elaborado por Eleven Financial Research.

A Eletrobras

Histórico

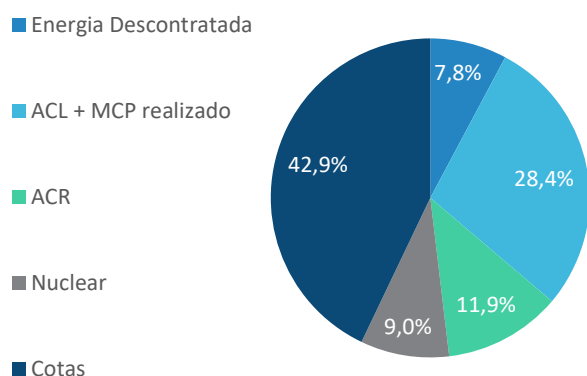
Maior empresa elétrica da América Latina, atuando nos segmentos de geração, transmissão e comercialização, a Eletrobras teve sua primeira proposta de criação em 1954 durante o mandato do presidente Getúlio Vargas. Entretanto, apenas em 1961 e já no mandato do presidente Jânio Quadros a União foi autorizada a constituir a Eletrobras, o que ocorreu em 1962. As atribuições da companhia envolviam a promoção de estudos e projetos de construção e operação de usinas geradoras, linhas de transmissão e subestações destinadas ao suprimento de energia elétrica do País.

Na década de 1990 ocorreram algumas privatizações, principalmente nos setores de telecomunicação, mineração e eletricidade, além de reformas institucionais, como a criação da Aneel, o que acarretou a perda de algumas funções da estatal e mudanças no perfil da Eletrobras. Ainda nesse período, a companhia passou a atuar também na distribuição de energia elétrica, atividade que foi encerrada em 2018.

No final de 2012, o governo de Dilma Rousseff promoveu mudanças importantes no modelo do setor elétrico brasileiro. O governo propôs a renovação por mais 30 anos das concessões que venceriam no período entre 2015 e 2017 para as geradoras de energia, porém remunerando-as somente pelos seus custos de operação e manutenção, e recebendo alguns anos depois uma indenização quanto aos ativos não amortizados. O objetivo central do Governo era a redução das tarifas de energia e a justificativa utilizada foi de que os investimentos nas usinas já teriam sido pagos ao longo do tempo. Esses novos contratos deram origem ao chamado “regime de cotas”.

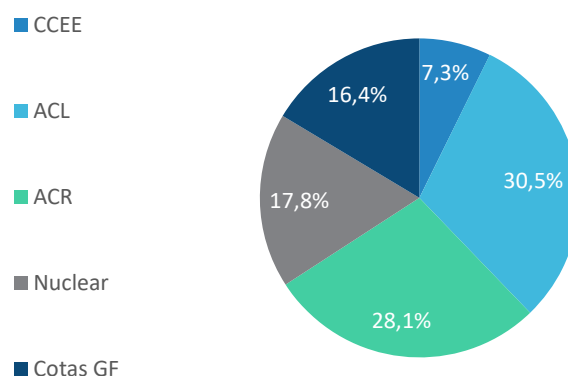
A partir do regime de cotas, o risco de elevação de custos em épocas de menor geração hídrica devido a secas, por exemplo, foi repassado ao consumidor. O Governo defendia a ideia de que ao mesmo tempo que o consumidor tinha assumido esse risco, ele seria, simultaneamente, compensado devido ao forte desconto no custo da eletricidade. Desde então, foram registrados consecutivos períodos chuvosos abaixo do esperado no Brasil, que geraram altos custos para os consumidores em função da elevação do risco hidrológico, elevando as tarifas a patamares acima dos praticados em 2012.

Figura 11: balanço energético (base: março de 2022)



Fonte: Companhia e Eleven Financial Research.

Figura 12: divisão da receita de geração (%) do 1T22



Fonte: Companhia e Eleven Financial Research.

A partir das figuras 11 e 12, torna-se visível o impacto do regime de cotas na receita da Eletrobras, uma vez que esse regime corresponde a aproximadamente 43% do balanço energético da companhia e 16,4% da receita. No 1T22, enquanto o preço médio (R\$/MWh) dos contratos regulados era de R\$ 230,53, o preço das cotas das hidrelétricas era de R\$ 67,10.

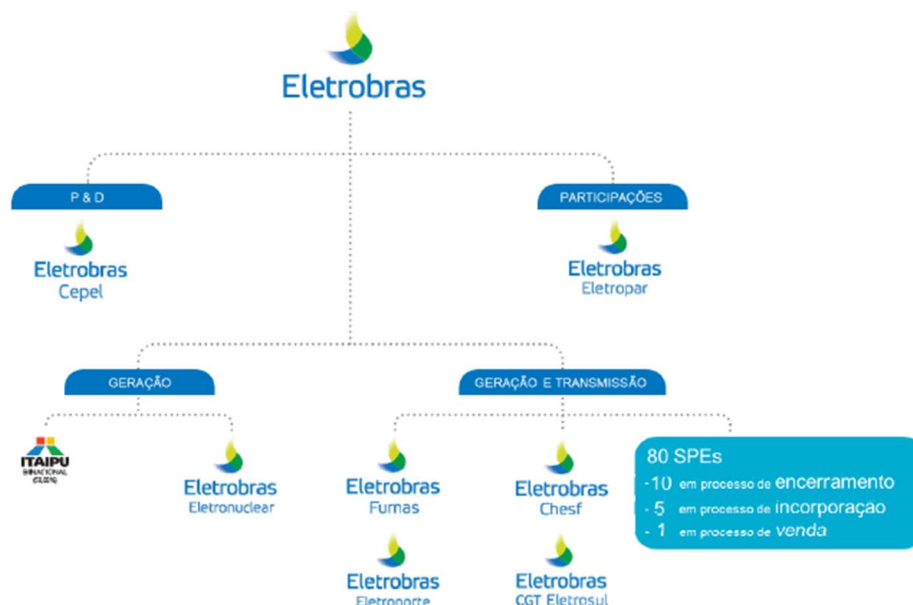
A companhia, maior geradora do Brasil, tem cerca de 51 GW em capacidade instalada, o que corresponde a 28% da capacidade instalada de todo o País. Vale destacar também que 97% dessa capacidade têm origem em fontes limpas, o que contribui com as práticas ESG. No segmento de transmissão, os quase 74 mil km de linhas fazem da companhia a maior empresa desse segmento no País, com uma extensão das linhas de transmissão maior do que a dos 7 maiores players do Brasil. Além de atuar na geração e transmissão de energia, a Eletrobras também atua nos segmentos de eficiência energética e comercialização, que ocorre em razão da energia gerada em Itaipu. A companhia é responsável por comercializar os 50% da energia produzida pertencente ao Brasil e parte da energia destinada ao Paraguai que não é utilizada.

Mesmo com toda essa importância, a Eletrobras passou por momentos turbulentos. Em função disso, em 2016, ocorreu a troca management da companhia, que deu início ao importante processo de turnaround voltado para a melhoria financeira e operacional. Entre as principais medidas, destacam-se o contingenciamento de despesas através da redução de Pessoal, Material, Serviços de Terceiros e Outras Despesas (PMSO) (saindo de R\$12,7 bilhões em 2016 para cerca de R\$9,2 bilhões em 2021) e a otimização da estrutura operacional via redução no número de subsidiárias (de 178 em 2016 para 80 no final de março de 2022), gerando uma simplificação da estrutura corporativa. Destaca-se, também, como citado anteriormente, a descontinuidade das atividades de distribuição de energia, via processo de privatização.

Juntamente com esses movimentos de turnaround, a companhia também concentrou esforços na redução da alavancagem, medida pelo indicador Dívida Líquida/EBITDA que registrou 1,4x em março de 2022. A melhora desse indicador veio tanto em função da diminuição da dívida líquida, que saiu de R\$ 26,4 bilhões no final de 2018 para R\$ 21 bilhões já no final de 2019, com a venda das distribuidoras, quanto pelo aumento do EBITDA em função da melhoria da eficiência operacional, explicitada pelo aumento da margem EBITDA, que saiu de 30% em 2016 para 39% no acumulado dos últimos 12 meses do 1º trimestre de 2022.

Até a data do prospecto da oferta de ações, a estrutura societária da Eletrobras e suas subsidiárias era apresentada conforme a figura 13. De todas as 80 SPes brasileiras, 59 são do segmento de geração, 18 de transmissão e 3 de serviços. Vale ressaltar que a Eletropar possui participações minoritárias nas seguintes sociedades brasileiras: (i) Energias do Brasil S.A.; (ii) Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista S.A. ("CTEEP"); (iii) Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. (EMAE); e (iv) Eletronet S.A.

Figura 13: estrutura societária



Fonte: Companhia.

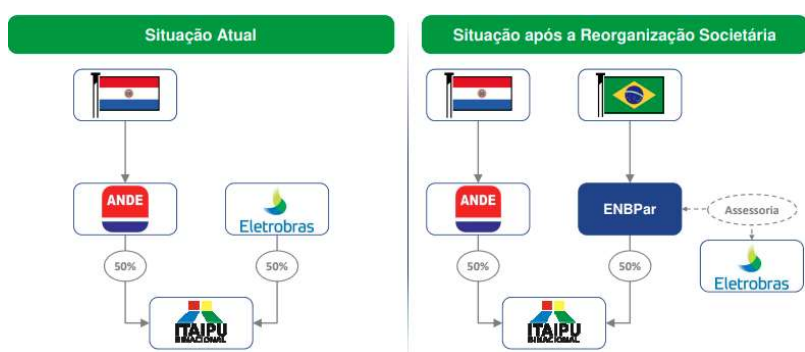
Segmentos operacionais

Dos segmentos em que a Eletrobras atua, o que apresenta maior importância é a geração de energia, representando cerca de 60% de toda a receita líquida. Dos 51GW de capacidade instalada em empreendimentos de geração, 61% são compostos de empreendimentos de propriedade integral da Eletrobras, 23% de empreendimentos realizados por meio de SPEs e 16% de empreendimentos em propriedade compartilhada, incluindo metade da capacidade instalada de Itaipu Binacional (7 GW).

A Eletrobras planeja investir cerca de R\$ 17,9 bilhões no segmento de geração até 2026, sendo R\$ 12,5 bilhões em projetos de ampliação e R\$ 5,4 bilhões em manutenção. Vale ressaltar que, uma vez finalizado o processo de desestatização da Eletrobras, ocorrerá a segregação de Itaipu e da Eletronuclear, resultando em redução da capacidade instalada em 8.990 MW, sendo 7.000 MW referentes à Itaipu e 1.990 MW à Eletronuclear.

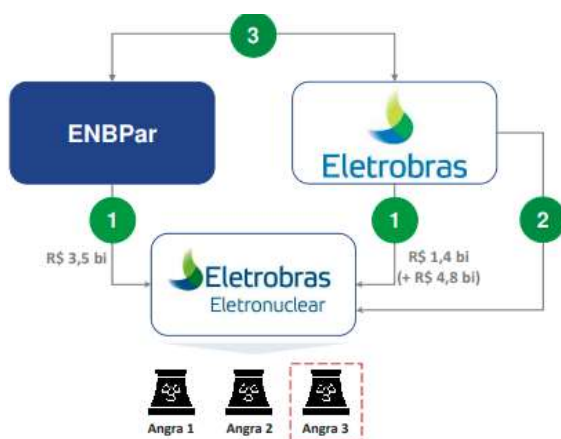
No caso de Itaipu, a Eletrobras irá transferir a totalidade de sua participação no capital social (equivalente a 50% das ações) à ENBPar, e terá como obrigação, caso contratada pela ENBPar, a prestação de serviços de suporte e assessoramento à comercialização da energia de Itaipu. Já a reorganização societária da Eletronuclear é mais complicada. A Eletronuclear emitirá novas ações no montante total de R\$ 9,7 bilhões, observando a proporção atual entre ações ordinárias e ações preferenciais. A ENBPar subscreverá a parcela referente apenas em ações ordinárias no valor de R\$ 3,5 bilhões. A Eletrobras realizará aporte de R\$ 1,4 bilhão, além de conversão de R\$ 2,1 bilhões em AFACs já existentes e compensação de R\$ 2,7 bilhões em dividendos pendentes. Em seguida, a Eletrobras realizará a conversão de suas ações ordinárias para preferenciais até o limite máximo legalmente previsto e definirá um acordo referente à participação na captação de recursos para Angra 3, que se encontra em fase de construção.

Figura 14: reorganização societária de Itaipu – composição final



Fonte: Audiência Pública sobre Capitalização da Eletrobras.
Obs.: inclui somente a parcela nacional de Itaipu.

Figura 15: reorganização societária da Eletrobras – passo a passo



Fonte: Audiência Pública sobre Capitalização da Eletrobras.

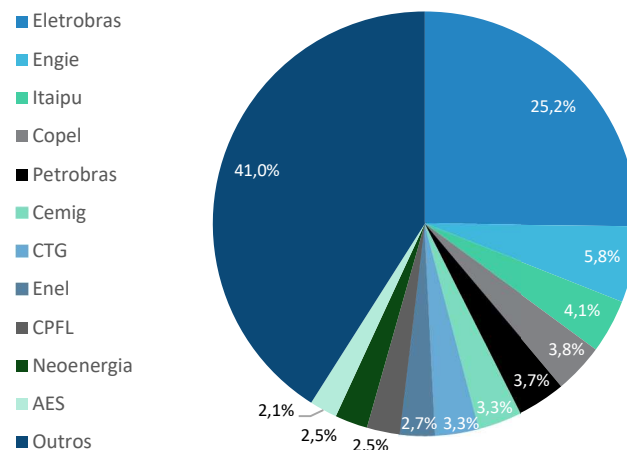
Atualmente, de toda a energia gerada (excluindo Itaipu), 89% vêm de usinas hidrelétricas, 2,9% de termelétricas, 7,3% de nuclear e 0,7% de eólica. A apresentação de resultados da Engie demonstra a superioridade da Eletrobras em relação às demais companhias em termos de tamanho e capacidade instalada, além de explicitar oportunidades de negócios, uma vez que 41% do mercado está em poder de empresas com menos de 2% de market share. De acordo com o apresentado, ao somarmos o market share das sete maiores empresas, exceto a própria Eletrobras e a Itaipu, chegaríamos próximo ao market share da Eletrobras.

Figura 16: capacidade instalada e o número de plantas por fonte em 31 de março de 2022



Fonte: Companhia.

Figura 17: market share da capacidade instalada existente (%)



Fonte: Apresentação 1T22 da Engie e Eleven Financial Research.
Obs.: inclui somente a parcela nacional de Itaipu.

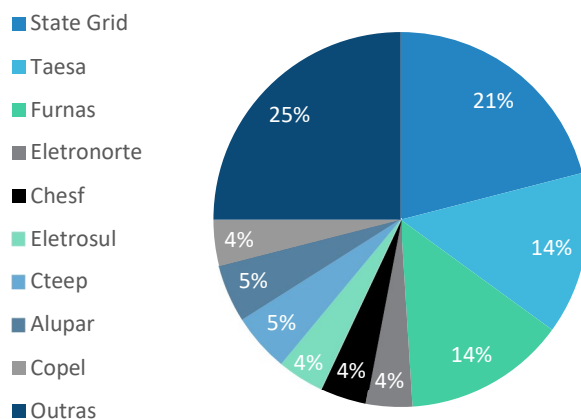
Já em relação ao segmento de transmissão, a Eletrobras está presente em todas as regiões do Brasil, seja por linhas próprias ou através de parcerias. Dos 74 mil km de linhas de transmissão, 9,3 mil km são referentes a linhas corporativas não renovadas, 57 mil km referentes a linhas corporativas sob regime de Operação e Manutenção e 7,5 mil km correspondem à proporção de suas participações acionárias em empreendimentos realizados pela Companhia por meio de SPEs. Considerando apenas as LTs com nível de tensão igual ou maior que 230 kV, a Eletrobras é responsável por 68,3 mil km, o que representa 39,5% do total de LTs do Brasil nas referidas tensões.

Figura 18: localização geográfica do sistema de transmissão das Empresas Eletrobras e de outras empresas



Fonte: Companhia e Eleven Financial Research.

Figura 19: market share de transmissão das concessões operacionais e em construção – RAP Total



Fonte: RI Taesa e Eleven Financial Research.

Governança corporativa

O histórico da Eletrobras ressalta a importância de uma governança corporativa de alto nível. O processo de turnaround foi essencial para o futuro da companhia e continua buscando maior destravamento de valor.

A partir da desestatização, algumas mudanças importantes acontecerão na Eletrobras. Após a diluição da participação da União para níveis iguais ou inferiores a 45%, a Eletrobras se tornará uma "True Corporation" e contará com a criação de uma "Golden Share", que garante à União poder de veto nas deliberações que visem alterar o limite de 10% estabelecido no estatuto social, sem conceder o direito a propor alterações estatutárias. Além disso, o mecanismo de defesa "Poison Pill" também foi incluído no estatuto, protegendo a Eletrobras contra eventuais aquisições hostis. Essa cláusula obriga os acionistas ou grupos de acionistas que ultrapassem 30% ou 50% do capital votante e que não retornem ao patamar anterior em até 120 dias a realizar uma oferta pública para aquisição da totalidade das demais ações, com prêmios de no mínimo 100% e 200%, respectivamente, sobre a maior cotação nos últimos pregões atualizada pela SELIC. Também é vedada a realização de acordos de acionistas para o exercício de direito de voto, exceto para a formação de blocos com número de votos inferior a 10% do capital votante. A inserção dessas cláusulas no estatuto visa mitigar o risco de que outra empresa do setor de energia passe a controlar a Eletrobras, o que favoreceria a concentração de mercado.

De acordo com o novo estatuto, o conselho de administração será integrado por 11 (onze) membros, eleitos pela assembleia geral, com prazo de gestão unificado de dois anos, sendo permitidas, no máximo, três reconduções consecutivas. O conselho deverá ser composto, no mínimo, por três membros independentes, seguindo os requisitos do segmento de governança do Novo Mercado. A indicação do presidente do conselho feita pelo Ministro de Estado de Minas e Energia (MME) deixa de existir.

A Diretoria Executiva será composta pelo presidente e até seis diretores, respeitando o mínimo de três membros, todos eleitos pelo conselho de Administração, com prazo de gestão unificado de dois anos, sendo permitidas, no máximo, três reconduções consecutivas. Vale destacar que o presidente da Eletrobras não poderá ocupar simultaneamente os cargos de presidente da companhia e presidente do conselho de administração.

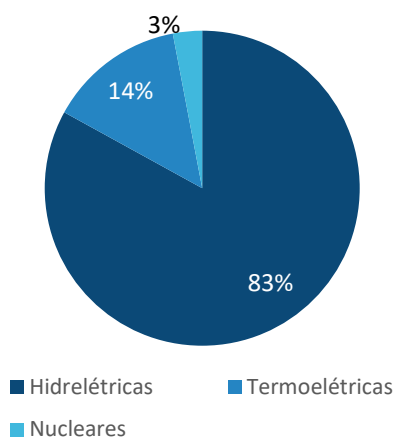
Mercados de atuação

O mercado de energia

O setor elétrico é dividido em três principais segmentos: geração, transmissão e distribuição. Esse setor como um todo é característico por ser intensivo em capital com longo prazo de maturação dos projetos e com investimentos elevados antes mesmo de o ativo se tornar operacional. A energia gerada, transmitida e distribuída por esse sistema é de fundamental importância para todos os setores da economia e a deficiência de energia elétrica pode atrasar o desenvolvimento econômico de um país.

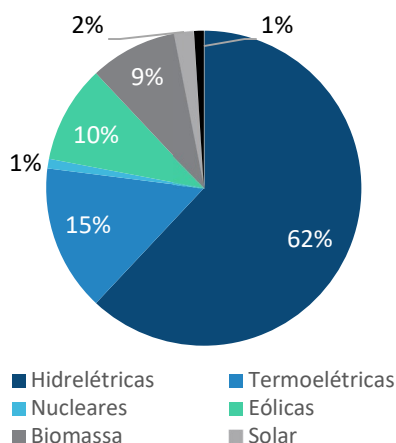
O Brasil tem características marcantes com predominância de usinas hidrelétricas na oferta de energia, além de grande potencial de geração eólica e solar. Nos últimos anos, o Brasil alterou o escopo de sua matriz elétrica. Em termos de capacidade instalada, é possível perceber o surgimento de novas fontes renováveis em substituição das fontes hidráulicas, que diminuem a exposição ao risco hidrológico e, conseqüentemente, aos riscos de déficits energéticos.

Figura 20: capacidade instalada de geração de energia elétrica por fontes em 2001



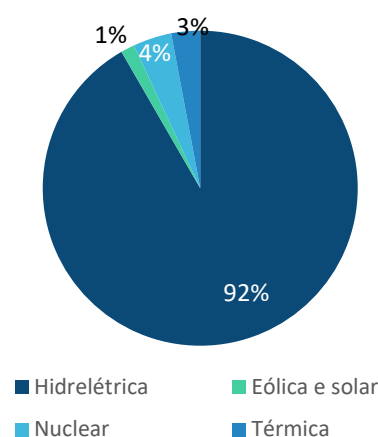
Fonte: EPE e Eleven Financial Research.

Figura 21: capacidade instalada de geração de energia elétrica por fontes em 2020



Fonte: EPE e Eleven Financial Research.

Figura 22: capacidade instalada de geração da Eletrobras



Fonte: Companhia e Eleven Financial Research.

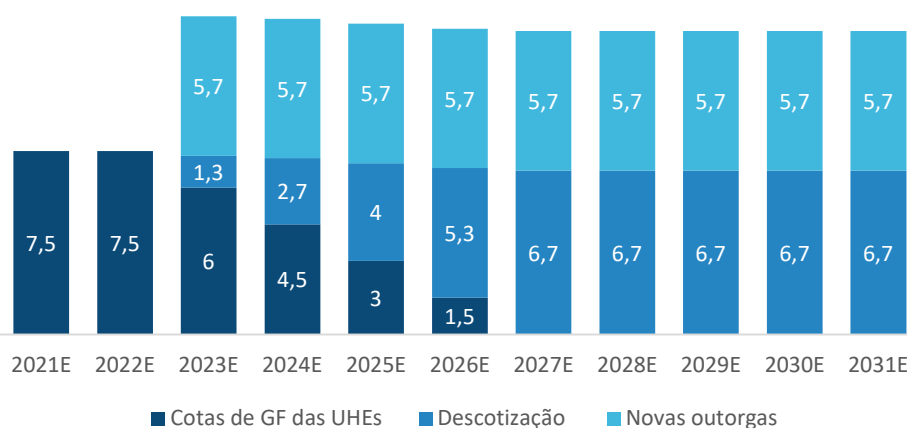
As geradoras são remuneradas por preços em acordos bilaterais (ACL), ou por preços regulados fixados em leilões competitivos de energia por meio de contratos de longo prazo (ACR), ao contrário do que ocorre em grande parte da energia gerada pela Eletrobras, que é remunerada através do regime de cotas.

A partir da desestatização, serão celebrados novos contratos de concessão de geração de energia (em 22 UHEs) em substituição aos contratos de concessão vigentes. A outorga desses novos contratos será dada pelo pagamento de R\$ 32 bilhões para a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), sendo R\$ 5 bilhões ainda em 2022, e mais R\$ 25 bilhões para a União. O valor pago à União é referente à bonificação de outorga, e não influenciará na tarifa de energia elétrica. Já o valor pago à CDE será creditado em favor das concessionárias de distribuição de energia para fins de modicidade tarifária no ACR, ou seja, para reduzir o valor das tarifas a serem cobradas dos consumidores cativos.

A contrapartida do pagamento à CDE se dá pelo valor econômico adicionado aos novos contratos, uma vez que o novo regime de Preço Independente de Energia (PIE) gera benefícios econômicos superiores aos do regime de cotas, em que as geradoras são remuneradas, por meio de tarifas calculadas pela Aneel, a partir dos custos de operação. Além disso, com os novos contratos de concessão, o risco hidrológico será transferido dos consumidores para as geradoras, que poderão gerenciar esse risco de forma mais adequada e terão maior flexibilidade para vender sua energia.

Atualmente, a companhia tem garantia física de 7,5 GWmed no regime de cotas, sendo 5,1GWmed da Chesf, 2,3 GWmed de Furnas e 0,1 GWmed da Eletronorte. Essa parte de sua receita está “travada”, impossibilitando que a Eletrobras acompanhe as dinâmicas de preço de mercado. Além da descotização das usinas sob esse regime, está prevista a antecipação da renovação da concessão da usina hidrelétrica de Tucuruí (GF de 4,0 GW) e de outras usinas de menor porte. Na figura 23 é possível analisar o volume de energia do regime de cotas atual e a partir da renovação das concessões. As UHEs que são sujeitas ao regime de cotas serão submetidas a uma migração gradual para o regime de produção independente. Os impactos tarifários advindos dessas alterações acontecerão com base na diferença dos custos da energia do regime de cotas para o regime PIE combinado com os depósitos à CDE (reductor da tarifa).

Figura 23: volume de energia dos ativos atualmente em Regime de Cotas e com Renovação da Concessão (GW médio)



Fonte: Companhia e Eleven Financial Research.

A energia gerada por essas diferentes fontes é repassada para as distribuidoras através das linhas de transmissão, que transportam eletricidade de alta voltagem (acima de 230kV). Além disso, o sistema de transmissão brasileiro é interligado, o que permite intercâmbio de energia entre praticamente todas as regiões do País. Essa interligação dos submercados de energia elétrica nivela os preços e possibilita o despacho otimizado da energia gerada.

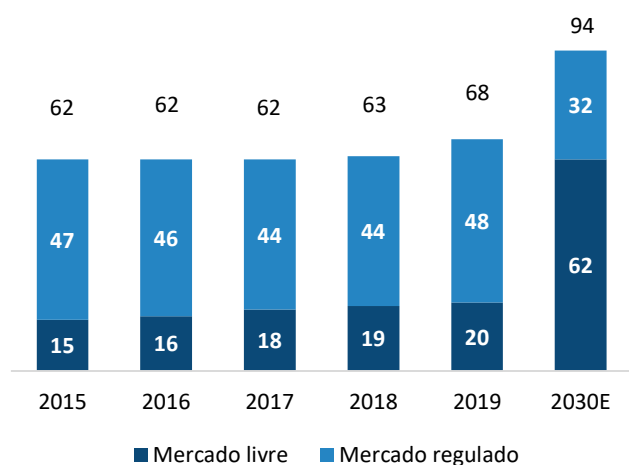
Diferentemente das geradoras e distribuidoras, o nicho de transmissão não está sujeito a riscos hidrológicos ou de nível de atividade econômica. As transmissoras têm receita fixa, chamada de Receita Anual Permitida (RAP), sem relação com o risco de volume e ajustada anualmente pela inflação, dependente apenas da disponibilidade das linhas. Ou seja, uma vez que a infraestrutura esteja disponível para ser utilizada, independente do fluxo de energia, a receita estará garantida. Com isso, dentro do setor de utilities, as transmissoras são vistas como investimentos mais sólidos e previsíveis.

Mercado de comercialização de energia e migração para o ACL

Além do modelo de regime de cotas, a comercialização de energia elétrica no Brasil pode ser feita em dois ambientes distintos: o Ambiente de Contratação Regulada (ACR) e o Ambiente de Contratação Livre (ACL). De maneira geral, no ACR as distribuidoras compram energia das geradoras através de leilões realizados pela CCEE, com contratos regulados pela ANEEL e preços definidos no leilão. Neste ambiente, os consumidores são chamados de cativos, pois não há opção de compra, tendo a sua carga atendida pela distribuidora local. Já no ACL, as condições de contratação como prazo, preço e demais variáveis são definidas através de livre negociação entre as partes (compradores e vendedores). No ACL participam, além das geradoras, as comercializadoras e os consumidores livres e especiais.

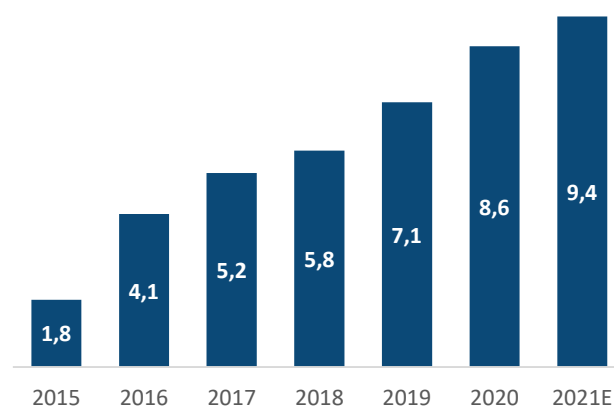
Os dados do mercado livre de energia mostram ganhos de participação de mercado e aumento no número de participantes no ACL nos últimos anos. O volume de energia contratado no ambiente de contratação livre aumentou de 15 GWmédios em 2015 para 20 GWmédios em 2020, representando um aumento de participação de 7 p.p. nos últimos cinco anos para 31% do volume total de energia contratada no Brasil em 2020. Além das vantagens contratuais (maior flexibilidade, melhor previsibilidade, menos encargos e ausência de bandeira tarifária), o crescimento no número de consumidores que migraram para o ambiente de contratação livre deve-se também à regulamentação. Desde julho de 2019, os consumidores com carga igual ou superior a 2,5 MW podem migrar para o ACL, limite reduzido em 2020 para 2,0 MW e que sofrerá reduções progressivas até 1º de janeiro de 2023, quando chegará à carga igual ou superior a 0,5 MW.

Figura 24: mercado livre e mercado regulado (GWmédios)



Fonte: PDE e Eleven Financial Research.

Figura 25: número de consumidores no mercado livre (em milhares)



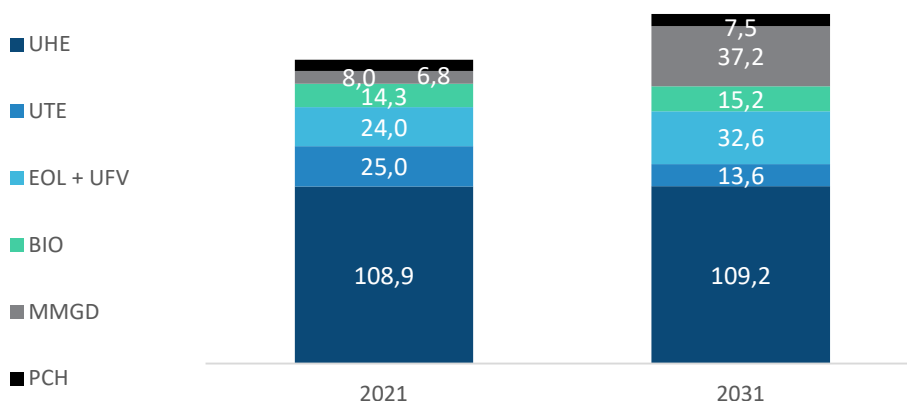
Fonte: PDE e Eleven Financial Research.

Desenvolvimento do setor

O Governo divulga anualmente o Plano Decenal de Expansão (PDE), em que compila os estudos para o planejamento de expansão. No último PDE publicado, que considera o horizonte de planejamento até 2031, podemos verificar aumento relevante da participação das fontes solar e eólica, decorrente tanto do ganho de competitividade dessas fontes quanto da opção por reduzir a presença de fontes térmicas. Os projetos de micro e minigeração distribuída, que na maioria das vezes utilizam fontes eólica ou solar, também ganharam destaque.

De acordo com o site do ONS, a expansão da rede básica de transmissão deve ser intensificada nos próximos anos, chegando a 2026 com cerca de 202 mil km de extensão¹. O PDE indica as perspectivas, e não as determinações, de expansão desse setor sob a ótica do Governo no prazo de dez anos. Como exemplo para demonstrar a importância desse plano tem-se o fato de que as obras de transmissão devem minimamente acompanhar as obras de geração eólica e solar, que estão com seus prazos de implantação cada vez menores e vêm ganhando força nos últimos anos, caso contrário as geradoras seriam inúteis. Os investimentos planejados de acordo com o PDE 2031 seriam de aproximadamente R\$ 101 bilhões.

Figura 26: evolução da capacidade instalada existente e contratada do SIN (em GW)



Fonte: PDE e Eleven Financial Research.

Legenda: Usina Hidrelétrica (UHE); Central Geradora Termelétrica (UTE); Central Geradora Eólica (EOL); Central Geradora Fotovoltaica (UFV); Biomassa (BIO); Micro e Minigeração Distribuída (MMGD); Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCH).

Análise relativa e Valuation

Estimativas

A Eletrobras passou por relevantes transformações nos últimos anos, principalmente durante a gestão do Wilson Ferreira Junior, com a venda das distribuidoras deficitárias e início do processo de reorganização e turnaround. Com a desestatização em curso, algumas mudanças já estão programadas (transferências de participações em Itaipu e Eletronuclear e descotização de usinas hidrelétricas), mas outras com certeza ainda serão implementadas pela nova gestão. Assim, apesar de mostrarmos nessa seção os números da companhia ao longo do tempo, consideramos que são praticamente três empresas distintas e focamos muito mais no potencial de geração de valor dos ativos do que nos números financeiros atuais.

Figura 27: projeções macroeconômicas calculadas pela Eleven

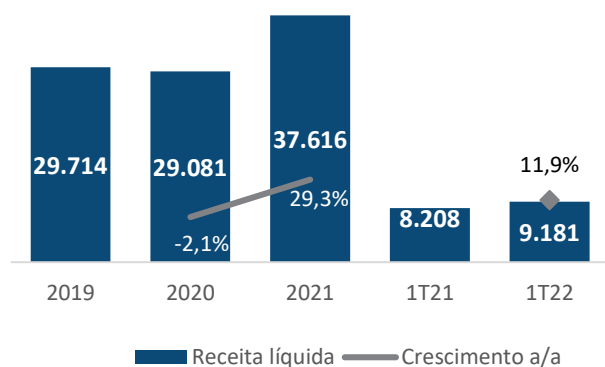
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Atividade econômica							
PIB	1,2	-3,9%	4,6%	1,5%	0,1%	1,2%	1,2%
Inflação							
IPCA	4,3%	4,5%	10,1%	8,7%	4,5%	3,0%	3,0%
Taxa de juros							
Selic	4,50%	2,00%	9,25%	13,75%	9,00%	7,00%	7,00%
Câmbio							
USD/BRL (Final)	4,02	5,19	5,57	5,00	5,20	5,25	5,30

Fonte: Eleven Financial Research.

¹ Conforme site da ONS.

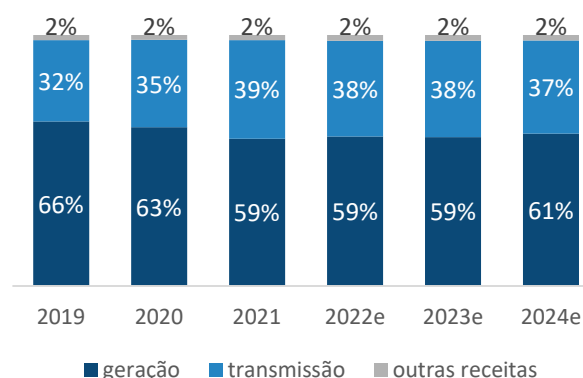
Os dois principais segmentos de atuação da Eletrobras são a geração e a transmissão de energia elétrica, que corresponderam a 98% da receita da companhia nos últimos três anos. Tanto a receita de geração quanto a de transmissão tiveram forte aumento em 2021. Além do próprio reajuste no preço dos contratos, muito do crescimento de 17% na receita de geração em 2021 está associado à crise hídrica que o País enfrentou ano passado, tanto pela importação de energia do Uruguai (com a respectiva venda no mercado nacional contabilizada como receita) quanto pelo aumento na receita variável de usinas térmicas mais despachadas para segurar o nível dos reservatórios. Já no segmento de transmissão, a evolução de 42% a/a na receita líquida em 2021 é resultado do aumento dos indexadores (IPCA de 4,3% em 2020 para 9,6% em 2021), que são utilizados para atualização monetária dos ativos contratuais, dos ajustes das revisões tarifárias e do maior patamar de receita de construção em razão da evolução das obras.

Figura 28: receita líquida (em R\$ milhões) e crescimento da receita



Fonte: Eletrobras. Elaborado por Eleven Financial Research.

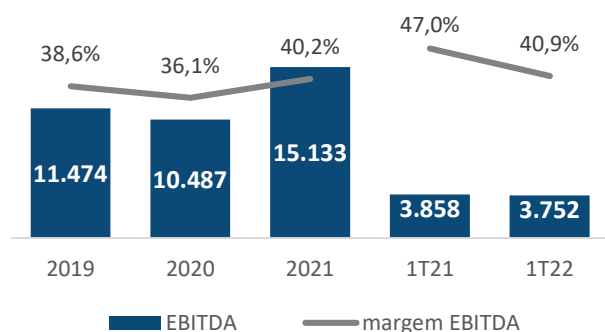
Figura 29: participação na receita consolidada por segmento de atuação



Fonte: Eletrobras Energia. Elaborado por Eleven Financial Research.

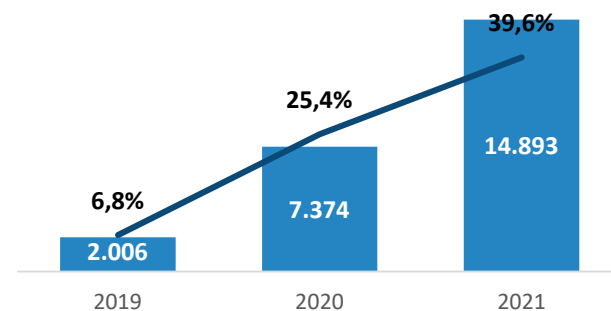
Pela característica dos segmentos de transmissão e geração, nos quais a parte mais relevante de desembolso de caixa de um projeto são geralmente relativos ao investimento inicial na construção, a margem EBITDA tende a ser mais elevada do que em companhias de outros setores da economia menos capital intensivos. Apesar de vermos esse aspecto em empresas privadas do setor elétrico, as margens da Eletrobras acabam sendo pressionadas não só pela quantidade de ativos e obrigações setoriais que a empresa carrega, mas também pelo elevado nível de provisões nos últimos anos, que chegou a R\$14,9 bilhões em 2021 ou quase 40% da receita líquida do período.

Figura 30: EBITDA em R\$ milhões e margem EBITDA



Fonte: Eletrobras. Elaborado por Eleven Financial Research.

Figura 31: provisões operacionais em R\$ milhões e % de provisões sobre a receita líquida



Fonte: Eletrobras. Elaborado por Eleven Financial Research.

O lucro líquido de 2021 foi pressionado por uma maior despesa financeira líquida, reflexo da maior atualização monetária e taxa de juros mais elevada, e por uma maior alíquota de imposto de renda (48%), influenciada pelos impostos diferidos sobre os eventos não recorrentes da extensão das outorgas das usinas da Eletronorte, do reperfilamento da RBSE e do GSF. A redução do nível de investimentos dos últimos anos em conjunto com a venda das distribuidoras deficitárias e a implementação de processos de melhorias operacionais trouxe alívio para o nível de alavancagem da companhia, que se encontra em nível confortável nos últimos anos, encerrando o 1T22 com o indicador dívida líquida/EBITDA recorrente em apenas 1,0x.

Figura 32: lucro líquido (em R\$ milhões) e margem líquida

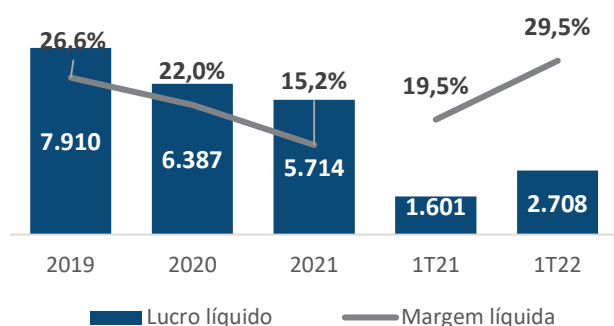
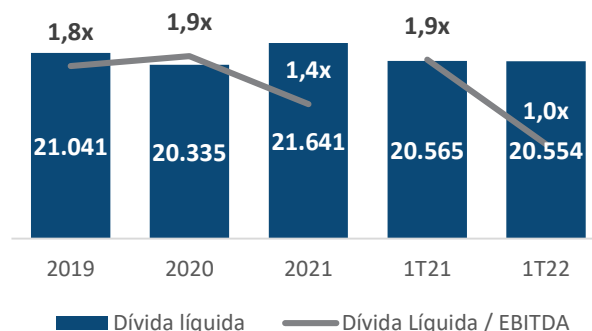


Figura 33: dívida líquida (em R\$ milhões) e nível de alavancagem



Fonte: Eletrobras. Elaborado por Eleven Financial Research. Lucro líquido de 2021 apenas das operações continuadas.

Fonte: Eletrobras. Elaborado por Eleven Financial Research.

Para a projeção da Eletrobras, a mudança mais importante é a transferência gradual do montante de garantia física, atualmente em regime de cotas, para o de Produtor Independente de Energia, que tem liberdade para a negociação de preços. Assim, apesar do ponto de partida de receita líquida no segmento de geração em 2022 estar abaixo do ano anterior pela não necessidade de importação de energia e menor despacho de térmicas, além da saída de Eletronuclear (assumimos no meio de 2022), o crescimento esperado para os próximos anos é superior ao verificado entre 2019 e 2021. Lembramos que esse efeito da descotização impactará a receita da Eletrobras até 2027, quando a totalidade das cotas terá sido liberadas. Em transmissão, vemos um arrefecimento do impacto de indicadores de inflação mais elevados sobre a atualização dos ativos contratuais, reduzindo assim a receita em IFRS. Nas nossas projeções reduzimos o patamar das provisões operacionais para o mínimo reportado nos últimos três anos, mas essa linha do resultado é a que apresenta praticamente nenhuma visibilidade. A depreciação cai em 2022 e 2023 pela saída da Eletronuclear, que depois da desestatização deve ser reconhecida através de equivalência patrimonial. A linha de participações societárias e outras sofre uma redução nas projeções, pois retiramos o efeito de outros ajustes e receitas da base de projeção, mantendo apenas as participações societárias. As obrigações da Eletrobras derivadas do processo de desestatização (CDE e demais contribuições) não foram contempladas nas projeções financeiras, sendo deduzidas diretamente como obrigações no valuation por soma das partes.

Figura 34: demonstração de resultados histórico e projetado

	2019R	2020R	2021R	2022E	2023E	2024E	CAGR (2019- 2021)	CAGR (2022- 2024)
Receita bruta de geração	23.374	22.270	26.055	25.124	26.089	28.505	5,6%	6,5%
Receita bruta de transmissão	11.533	12.248	17.450	16.141	16.876	17.380	23,0%	3,8%
Outras receitas	769	711	926	1.006	1.052	1.084	9,7%	3,8%
Deduções da receita	-5.962	-6.148	-6.815	-6.484	-6.751	-7.204		
Receita líquida	29.714	29.081	37.616	35.788	37.265	39.764	12,5%	5,4%
Crescimento a/a		-2%	29%	-4,9%	4,1%	6,7%		
(-) Custos	-7.450	-7.959	-6.189	-7.042	-7.996	-8.235		
(-) SG&A	-9.850	-9.176	-9.339	-9.396	-9.070	-9.341		
(-) Provisões operacionais	-2.006	-7.374	-14.893	-2.416	-2.516	-2.685		
(-) Depreciação e amortização	-1.807	-1.863	-2.081	-1.942	-1.712	-1.763		
(+) Participações societárias e outras	1.066	5.915	7.938	2.030	2.122	2.186		
EBIT	9.667	8.624	13.052	14.992	15.972	17.741	16,2%	8,8%
Margem EBIT	32,5%	29,7%	34,7%	41,9%	42,9%	44,6%		
EBITDA	11.474	10.487	15.133	16.934	17.684	19.504	14,8%	7,3%
Margem EBITDA	38,6%	36,1%	40,2%	47,3%	47,5%	49,0%		
Lucro líquido	7.910	6.387	5.714	9.208	11.090	12.758	-15,0%	17,7%
Margem líquida	26,6%	22,0%	15,2%	25,7%	29,8%	32,1%		

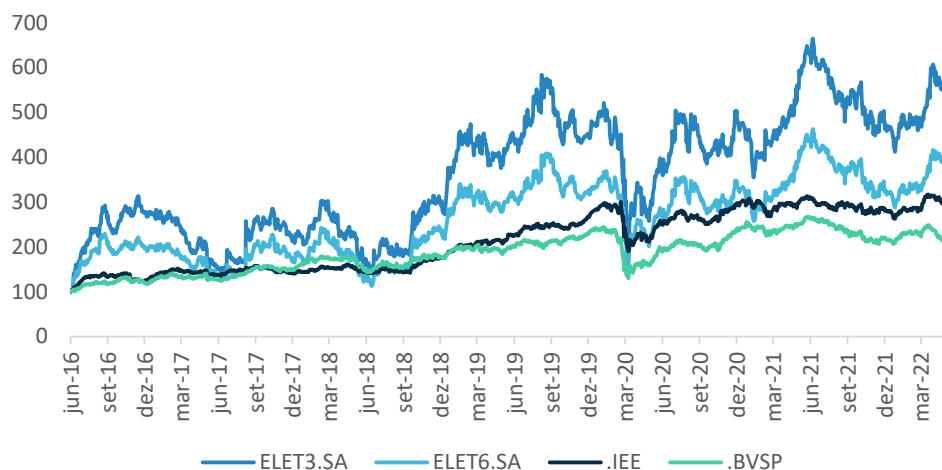
Fonte: Eletrobrás e Eleven Financial Research.

Valuation

Iniciamos a cobertura de Eletrobras com recomendação de compra e preço-alvo de R\$79,00 por ação, que considera a concretização da desestatização da companhia. O tema central da tese de investimento é a expectativa de um turnaround bem-sucedido na companhia, tanto na busca de eficiência na parte operacional e na gestão de passivos quanto na alocação de capital. Com isso, vemos a empresa migrando para múltiplos mais próximos das empresas privadas, principalmente quando consideramos a relação do potencial valor sobre os ativos de geração e transmissão da companhia. Como existem alguns riscos que podem impedir a efetivação da oferta (aprovação waiver em Furnas e preço mínimo), recomendamos aos investidores que montem a sua posição na oferta (follow-on) ao invés de comprar diretamente no mercado.

O grande salto de desempenho das ações da Eletrobras ocorreu após junho de 2016, quando Wilson Ferreira Júnior foi eleito como CEO da companhia depois uma carreira de destaque à frente da CPFL. Antes da troca da diretoria, a ação da Eletrobras era negociada um pouco acima de R\$7,00, o que representava uma capitalização de mercado de R\$9,5 bilhões ou apenas 0,2x o patrimônio líquido do final de 2016. Apesar da forte valorização desde então, a companhia negociaria com um múltiplo de 1,2x o Patrimônio Líquido (P/BV) com base na cotação de R\$44,00 e com a base acionária já diluída com a capitalização. Devido ao longo ciclo de vida dos ativos do setor e do efeito inflacionário sobre os resultados, é normal as empresas do setor negociarem com múltiplos bem mais altos. Atualmente, por exemplo, a Engie negocia com P/BV de 4,4x e a TAESA de 3,2x.

Figura 35: cotações com junho de 2016 na base 100



Fonte: Thomson Reuters. Elaborado por Eleven Financial Research.

Nosso preço-alvo de R\$79,00 para o final de 2022 foi calculado com base na metodologia de soma das partes, que considera para cada um dos dois principais segmentos da companhia (geração e transmissão) a média dos múltiplos das empresas privadas. Em geração adotamos o múltiplo de valor da firma sobre a garantia física (EV/GF), visto que a garantia física em GW médios é a unidade geradora de receita de uma empresa de produção de energia. Nesse segmento, consideramos como pares a Engie (da qual excluímos o valor da TAG e do segmento de transmissão para calcular o múltiplo), a Auren (antiga CESP) e a AES Brasil. No segmento de transmissão usamos o múltiplo de valor da firma sobre a receita anual permitida (EV/RAP), com os pares identificados como TAESA e ISA CTEEP. A presença da última é importante, pois ela também teve o reperfilamento da RBSE, assim como algumas das linhas da Eletrobras. Como adição ou redução sobre o valor dos ativos operacionais de geração e transmissão, incluímos os direitos e obrigações da companhia, que vão desde as contingências, obrigações pós-emprego até os empréstimos a receber, participações societárias e obrigações do processo de desestatização (contribuição à CDE e demais aportes).

Figura 36: soma das partes da Eletrobras

Ativo	Valor total (R\$ milhões)	Observação
Geração	196.869	9,4x EV/GF (média Engie s/ TAG e transmissão, Auren e AES Brasil)
Transmissão	72.337	6,4x EV/RAP (média Taesa e ISA CTEEP)
Créditos Eletrobras	6.130	4T21
Participações acionárias	10.421	ISA CTEEP, Equatorial Maranhão e outras
(-) Dívida líquida	-20.544	1T22, inclui financiamentos a receber
(-) Contingências	-33.837	1T22
(-) Benefício pós-emprego	-6.098	1T22
(-) Obrigações desestatização	-43.546	CDE e bacias
(-) Custos Holding	-7.486	
Equity Value	174.247	
# Ações pós-oferta	2.197	
Preço-alvo	79,00	
Preço atual	43,00	
Upside	83,7%	

Em termos relativos, vemos a Eletrobras negociando com desconto em todos os múltiplos frente à média dos múltiplos de geradoras e transmissoras (já considerando o aumento da base acionária), de modo a refletir os dois principais segmentos de atuação da companhia. O processo de descotização já está incluído nas nossas projeções, mas melhorias operacionais e de margens futuras ainda não, o que pode reduzir ainda mais o múltiplo. **Desse modo, reforçamos nossa recomendação de compra e de participação na oferta.**

Figura 37: tabela de múltiplos comparativos

Companhia	Ticker	P/L		EV/ EBITDA		DY	
		2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Eletrobras pós-money @ R\$44,00 / ação	ELET3	10,5x	8,7x	6,9x	6,6x	2,4%	2,9%
ELET3 vs. média		-33%	-12%	-15%	-7%	-2,9 p.p.	-7,1 p.p.
Média geração e transmissão		15,8x	9,9x	8,1x	7,1x	5,3%	10,0%
Média transmissoras		14,0x	9,9x	8,3x	7,1x	7,4%	10,7%
Alupar	ALUP11	14,5x	10,1x	7,1x	6,4x	5,8%	9,9%
ISA CTEEP	TRPL4	15,3x	11,1x	9,3x	7,8x	5,5%	10,3%
TAESA	TAE11	12,3x	8,4x	8,4x	7,2x	10,9%	11,9%
Mediana geradoras		17,5x	10,0x	7,9x	7,1x	3,2%	9,3%
AES Brasil	AESB3	17,5x	8,3x	7,6x	5,7x	3,2%	8,2%
Auren Energia	AURE3	59,1x	44,3x	9,7x	8,9x	0,8%	9,4%
Engie Brasil	EGIE3	12,2x	10,0x	7,9x	7,1x	7,8%	9,3%

Fonte: Thomson Reuters e Eleven Financial Research. Múltiplos das geradoras da Reuters.

DISCLAIMER

Este documento foi elaborado e distribuído pela Eleven Financial Research unicamente para uso do destinatário original, e tem como objetivo somente informar os investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório. As decisões de investimentos e estratégias financeiras devem ser realizadas pelo próprio leitor.

Nossos analistas elaboraram o presente relatório de forma independente, e o conteúdo do mesmo não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Todas as informações utilizadas neste documento foram redigidas com base em informações públicas, de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equívocas no momento de sua publicação, a Eleven Financial e os seus analistas não respondem pela veracidade das informações do conteúdo.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da Resolução CVM nº 20, o analista **Alexandre Kogake** declara-se inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise. De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma;

(ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas a mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Para mais informações consulte a Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, e também o Código de Conduta da Apimec para o Analista de Valores Mobiliários. Este relatório é destinado exclusivamente ao assinante da Eleven que o contratou. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.