

Eletrobras (ELET6): Nova MP para retomar a privatização da Eletrobras

Nova medida provisória (MP) para retomar a privatização da Eletrobras

O Governo Federal publicou a medida provisória nº 1.031, trazendo novos detalhes do plano de privatização da Eletrobras. Existem algumas alterações importantes no projeto de lei original nº 5.877 de 2019, mas a maior parte do texto não mudou. O fato de que o presidente Bolsonaro entregou pessoalmente a MP ao Congresso mostra sinais muito mais fortes de compromisso do governo em fazer isso acontecer.

O que dizia o texto original...

Da forma como o processo foi concebido, o pagamento da concessão referente ao processo de privatização será calculado com base no VPL do encerramento das usinas da Eletrobras atualmente em regime de cotas. O texto original também previa um pagamento de R\$ 3,5 bilhões referente ao fundo do Rio São Francisco. Ambos combinados levam a uma capitalização estimada de R\$ 24 bilhões, dos quais 1/3 (R\$ 8 bilhões) seriam transferidos para a CDE (Conta de Desenvolvimento Energético) para ajudar a reduzir as tarifas e 2/3 (R\$ 16 bilhões) seriam pagos ao governo.

... E que mudanças estão sendo propostas?

O texto apresenta algumas mudanças importantes. Primeiro, o Governo Federal manterá uma ação especial (ou seja, golden share), mantendo o poder de veto sobre tópicos específicos. Agora, além do fundo de R\$ 3,5 bilhões referente ao rio São Francisco, recursos adicionais também serão destinados a (i) recuperação dos reservatórios das hidrelétricas de Furnas (R\$ 2,3 bilhões), e (ii) redução de tarifas na região Norte (R\$ 2,95 bilhões), todos a serem pagos em um período de 10 anos. E o mais importante de tudo, a inclusão da renovação antecipada da concessão da UHE Tucuruí (8,5 GW), que expira em agosto de 2024.

Aumento de capital de R\$ 50 bilhões

Pelos cálculos do governo, estamos falando agora de uma capitalização potencial de R\$ 50 bilhões. A diferença em relação aos R\$ 24 bilhões iniciais pode ser atribuída à inclusão de Tucuruí, aos novos fundos regionais e às variáveis usadas pelo governo para estimar os pagamentos da concessão. O governo fez seus cálculos assumindo: (i) um GSF (risco hidrológico) de 10%, (ii) preços de energia de R\$ 155 (2022-2029) e R\$ 167 (2030-2051), (iii) um período de migração de 5 anos para as usinas no regime de cotas, e (iv) um WACC real de 7,2%.

BTG Pactual – EquityResearch:

João Pimentel

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Eletrobras (ELET6)

Data	24/02/2021
Ticker	ELET6
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	63,0
Preço (R\$)	32,4
Listagem	Nível 1

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	51.186,69
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	106,71

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	4,7x	4,4x
EV/EBITDA	4,5x	3,8x

Stock Performance:

Fevereiro (%)	18,4%
LTM (%)	-10,4%



Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,7	8,9	15,4	17,6	19,1
EV/EBITDA	5,9	10,7	6,2	4,5	3,8
P/L	2,9	7,9	8,1	4,7	4,4
Dividend Yield %	0,0	2,0	4,5	3,5	10,6

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	24.976	27.726	33.195	31.677	33.385
EBITDA	15.638	9.116	15.190	16.726	17.256
Lucro Líquido	15.023	7.595	7.128	10.745	11.660
LPA (R\$)	9,58	4,84	4,54	6,85	7,43
DPA Líquido (R\$)	4,17	3,96	3,85	4,43	4,37
Dívida Líquida/Caixa	-48.826	-38.345	-36.260	-24.305	-16.088

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 32,40, em 23 de Fevereiro de 2021.

Reduzir as tarifas agora é uma prioridade

O presidente Bolsonaro nomeou um novo CEO para a Petrobras em resposta ao aumento significativo nos preços dos combustíveis, ao mesmo tempo em que faz declarações sobre a necessidade de reduzir as tarifas de energia no Brasil. Com isso em mente, a nova medida provisória agora destina mais recursos da capitalização para a promoção de tarifas mais baixas, em vez de arrecadar dinheiro para o governo. O sistema original 1/3 CDE e 2/3 do Governo Federal foi substituído por uma mistura 50/50. Ao incluir Tucuruí no processo - e o significativo pagamento da concessão decorrente dele - as tarifas serão reduzidas ainda mais.

E quanto a Itaipu?

A imprensa local também mencionou que o governo está considerando usar Itaipu para ajudar a reduzir as tarifas. Em primeiro lugar, vale lembrar que Eletronuclear e Itaipu seriam excluídas do processo de privatização, pois essas empresas não podem ser transferidas para players privados e, eventualmente, seriam cindidas, o que significa que quaisquer mudanças potenciais em Itaipu não deveriam interferir no processo de privatização. Quanto a Itaipu, sua tarifa atual está fixada em US\$ 28/kW mês, dos quais ~ 2/3 referem-se ao custo da dívida de Itaipu, com vencimento em 2023. Uma alternativa para reduzir as tarifas seria dissociar essa parcela da dívida de Itaipu nas tarifas e alocá-la para esta nova entidade que surgirá pós-cisão, reduzindo o valor que resta a ser pago pelos consumidores. O governo também mencionou o uso de quase R\$ 50 bilhões em créditos fiscais de PIS/Cofins pendentes para reduzir tarifas aos consumidores.

Ventos favoráveis, mas a expectativa é uma estrada acidentada à frente

Como as MPs são normas com força de lei, o BNDES já pode começar a trabalhar na modelagem financeira do aumento de capital. No entanto, antes de ser oficialmente convertido em lei, a MP ainda precisa da aprovação (maioria simples) tanto da Câmara quanto do Senado no prazo de 120 dias. Embora o relançamento da capitalização por meio de uma MP possa ajudar a acelerar o processo, ainda há riscos de o texto expirar antes de ser aprovado, principalmente considerando a resistência na tentativa anterior. Ainda não alteramos nossas estimativas para a Eletrobras e ainda assumimos em nossos números 50% de chance de privatização, o que se traduz em um preço-alvo de R\$ 63 para a ELET6. Evidentemente, há mais valor a ser desbloqueado se uma privatização for bem-sucedida. Nesse caso, nosso preço-alvo para ELET6 salta para R\$ 75/ação (totalmente diluído).

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo o banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx