

## Eneva (ENEV3): Resultado do 3T21

### O forte despacho térmico foi o principal destaque

A Eneva reportou resultados muito fortes no terceiro trimestre. Provavelmente o principal beneficiário das más condições hidrológicas no Brasil, a empresa viu um aumento maciço no despacho térmico neste trimestre. Suas usinas a carvão, que permaneceram desligadas durante o 3T20, tiveram despacho um aumento de quase 98% no 3T21. Já nas usinas movidas a gás, o despacho saltou de 36% para 97%. A forte geração térmica levou o EBITDA da Eneva (ex-poços secos) a impressionantes R\$ 573 milhões (+ 99% a/a), 3% acima de nossa estimativa de R\$ 558 milhões. O lucro líquido totalizou R\$ 363 milhões, superando nossa estimativa em 5% e superando o 3T20 (R\$ 56 milhões). A alavancagem também caiu para 3,0x Dívida Líquida/EBITDA, de 3,4x no 2T.

### EBITDA impulsionado pelo descasamento entre CVUs

Os resultados foram ajudados não apenas pelo forte despacho térmico, mas também pelo descasamento entre CVUs (custos unitários variáveis) das usinas térmicas da Eneva e seu custo efetivo de geração. Enquanto algumas das usinas da Eneva têm seus CVUs atrelados apenas à inflação (IPCA), três de suas usinas (Parnaíba I, Pecém II e Itaqui) têm seus custos operacionais variáveis atrelados a (i) preços de commodities, como Henry Hub (gás) e CIF ARA (carvão); e (ii) câmbio. Devido à recente alta nos preços das commodities, essas plantas conseguiram operar com margens muito superiores ao usual, impulsionando o EBITDA no trimestre. No lado de gás, a Eneva produz seu próprio gás, portanto, seu custo real não está vinculado aos preços internacionais. Embora a Eneva não tenha produção própria de carvão, acabou comprando estoque a preços muito mais baixos antes da alta nos preços das commodities, também aumentando as margens neste trimestre. Por exemplo, os CVUs da PI aumentaram 86% a/a, impulsionados por um aumento de 103% nos preços de Henry Hub, enquanto os preços do carvão subiram quase 174% a/a.

### Impacto negativo em PII parcialmente compensado por vendas em preço spot

Apesar de todos os aspectos positivos, os resultados ainda foram impactados negativamente por Parnaíba II, que passou por manutenções corretivas entre 19 de junho e 17 de julho. Durante a paralisação, a planta incorreu em custos adicionais que resultaram em um impacto negativo de R\$ 72 milhões (vs. R\$ 60 milhões do BTG). Por outro lado, Parnaíba IV, que tem parte de sua energia descontratada, conseguiu vender metade dessa capacidade ociosa a preços spot no pico (R\$ 582/MWh), gerando um impacto positivo de R\$ 50 milhões. O restante de sua capacidade não contratada já havia sido contratado por meio de contratos bilaterais.

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### João Pimentel

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Gisele Gushiken

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Eneva (ENEV3)

Data	05/11/2021
Ticker	ENEV3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	18,0
Preço (R\$)	14,9
Listagem	Novo Mercado

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	18.830,31
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	108,78

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	15,2x	11,5x
EV/EBITDA	10,9x	7,7x

#### Stock Performance:

Novembro (%)	3,3%
LTM (%)	3,3%



## As reservas de gás ainda estão intactas. Esperando por Urucu...

Apesar do forte despacho térmico, que consumiu 2,2 bcm de gás nos últimos 12 meses, as reservas de gás na verdade aumentaram desde o 3T20 devido ao recente relatório de reavaliação das reservas da Eneva pela GCA. A única grande dúvida que ainda resta pela Eneva é Urucu. As negociações com a PETR enfrentaram desafios devido às recentes flutuações nos preços das commodities e discussões relacionadas a impostos. No sso preço-alvo de R\$ 18/ação inclui Urucu/Juruá, que avaliamos em R\$ 4/ação. Mesmo que o negócio avance, há o risco de que os *economics* mudem, o que, portanto, teria um impacto potencial no valor que vemos para o ativo.

Valuation	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
RoIC (EBIT) %	9,3	9,4	11,9	16,3	15,0
EV/EBITDA	40,4	51,9	10,9	7,7	8,0
P/L	91,9	77,8	15,2	11,5	12,1
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,0	0,1	2,2

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E
Receita	3.137	3.243	5.225	6.045	5.577
EBITDA	1.459	1.608	2.201	2.842	2.565
Lucro Líquido	599	1.007	1.235	1.632	1.556
LPA (R\$)	0,48	0,80	0,98	1,29	1,23
DPA líquido (R\$)	0,04	0,00	0,02	0,32	0,31
Dívida Líquida/Caixa	-3.857	-5.166	-5.126	-3.025	-1.641

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\$ 14,88, em 04 de Novembro de 2021.

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual digital e os seus clientes. O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTGPactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTGPactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTGPactual S.A. (excluindo os diretores do 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 BTGPactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTGPactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTGPactual 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 BTGPactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTGPactual 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 BTGPactual 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 BTGPactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTGPactual 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 BTGPactual 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](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)