

04 de abril de 2022



Equatorial

Ajustando Estimativas e o Preço-Alvo Após uma Oferta Bem-Sucedida de *Follow-On*

Equatorial (EQTL3)

Santander Equity Research

Energia Elétrica

04 de abril de 2022

Ajustando Estimativas e o Preço-Alvo Após uma Oferta Bem-Sucedida de *Follow-On*

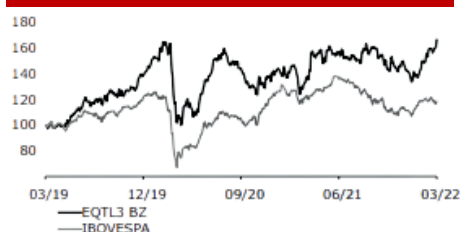
André Sampaio; Guilherme Ferreira Lima

Compra

Preço-Alvo: R\$ 30,45

Tese de Investimento. O ano de 2021 foi transformador para a Equatorial, com grandes aquisições em novos segmentos, o que a permitiu diversificar o seu portfólio. Embora a Equatorial tenha implementado o que consideramos ser lances agressivos para adquirir essas novas plataformas nos setores de saneamento (concessão do Amapá) e de geração de energias renováveis (Echoenergia), acreditamos que a administração deve ser capaz de implementar estratégias de crescimento com agregação de valor nesses novos segmentos, nos quais uma nova sólida tendência de investimentos é esperada. Acreditamos que a capacidade de gerir ativos e projetos da empresa será um fator chave para o sucesso da entrada da Equatorial no setor de saneamento e de geração renovável. Além disso, notamos que a Equatorial ainda está sendo negociada a uma TIR real de 9,6% e um múltiplo EV/RAB de 1,77x (2022E), números atraentes considerando o perfil *premium* da empresa e o seu potencial de crescimento. Portanto, mantemos a nossa recomendação de “Compra”.

Desempenho de Preços (R\$)



Atualizando Estimativas. Revisamos o nosso modelo para considerar: (i) as novas estimativas da nossa equipe de macroeconomia; (ii) novo caixa e diluição decorrentes da oferta de *follow-on*; (iii) um *spread* de energia incentivada de R\$ 70/MWh até 2035 e R\$ 40/MWh no longo prazo; (iv) uma visão mais otimista em relação à unidade de saneamento do Amapá; e (v) melhores números acerca da revisão tarifária da Celpa (aumentamos o nosso WACC regulatório de longo prazo para 7%). **Consequentemente, estamos aumentando o nosso preço-alvo de R\$ 26,35 para R\$ 30,45.**

Termos finais do *follow-on*. Em 8 de fevereiro, a Equatorial precificou com sucesso a oferta de *follow-on* anunciada no final de janeiro, emitindo um total de **118.395 milhões de novas ações (incluindo ações adicionais)**. O preço fixado no *bookbuilding* foi de R\$ 23,50/ação, 6% acima do preço na data do anúncio da oferta. **O valor total captado atingiu R\$ 2,782 bilhões.**

Alavancagem. Projetamos uma Dívida Líquida/EBITDA para o fim de 2022 de 3,6x. Acreditamos que a redução do seu índice de alavancagem permitiria à empresa desenvolver mais facilmente o seu *pipeline* de energias renováveis e concorrer em futuros leilões no setor de saneamento, reduzindo a necessidade de uma dívida adicional próxima às eleições de outubro.

Onde podemos estar errados? Os principais riscos para a nossa tese de investimento na empresa são: (i) um PIB mais fraco do que o esperado, reduzindo o consumo de eletricidade; (ii) um crescimento abaixo do esperado nas novas distribuidoras; (iii) um desenvolvimento malsucedido nos segmentos de saneamento e de energias renováveis; (iv) interferência política; (v) dificuldades quanto à renovação das concessões nas unidades Equatorial Maranhão e Pará; e (vi) preços de geração abaixo do esperado.

Equatorial

Destaques Financeiros: Demonstração de Resultados e Balanço, 2020–22E (R\$ em Milhões)

	2020A	2021E	2022E
P&L Account			
Revenues	13,686	19,147	28,391
EBITDA	3,245	4,500	6,747
EBITDA YoY Change (%)	157.6	38.7	49.9
EBITDA as % of Revenue	23.7	23.5	23.8
EBIT	4,749	4,126	5,448
Net Financial Result	(424)	(1,293)	(842)
Associates	34	59	0
Taxes	(911)	480	(691)
Minorities	(473)	(482)	(515)
Net Profit	2,975	2,890	3,400
Adj Net Profit	2,975	2,890	3,400
YoY Change (%)	23.2	(2.9)	17.7
as % of Revenues	21.7	15.1	12.0
Cash Flow			
EBITDA	3,245	4,500	6,747
Changes in Wkg. Capital	9,046	2,118	(26)
Capital Expenditures	(2,904)	(2,558)	(4,226)
Cash Financials	636	2,746	335
Cash Taxes	(911)	480	(700)
Other Cash Items	1,899	21	(8,501)
Free Cash Flow to Equity	11,012	7,307	(6,371)
Other Invest./Divest.)	7	(55)	(7,034)
Dividends	(984)	(2,033)	(1,527)
Capital Increases/Other	0	0	0
Change in Net Fin. Debt	1,061	4,040	1,094
Balance Sheet			
Cash and Equivalents	7,617	9,048	11,400
Current Assets	7,028	8,888	9,463
Goodwill	25,118	31,805	39,719
Non-Curr Assets (ex g'will)	4,361	5,129	5,620
Total Assets	44,124	54,869	66,202
Current Liabilities	8,710	11,628	11,606
Non-Current Liabilities	23,136	29,461	33,317
Minorities	1,816	1,946	1,946
Shareholders' Equity	10,462	11,835	19,333
Total Liabilities & Equity	44,124	54,869	66,202
Net Financial Debt	11,252	14,571	24,026
Other Ratios			
Dividend Payout (%)	25.0	25.0	25.0
ROCE (%)	21.1	18.4	15.3
EV/EBIT (x)	8.0	11.8	10.3
FCFF Yield (%)	27.2	7.9	(11.9)
P/BV (x)	2.2	2.5	1.5

Valuation

Realizamos o *valuation* da Equatorial utilizando a metodologia de fluxo de caixa livre (FCF) até o término das concessões. Descontamos os fluxos de caixa por meio de um WACC de 8,3% em termos nominais em reais. **O nosso modelo gera um preço-alvo de R\$ 30,45 para o ano de 2022, sugerindo um retorno potencial total de 16,8% (incluindo os dividendos estimados para 2022).** Por isso, mantemos a nossa recomendação de "Compra". Abaixo está a análise de *sum of the parts* que detalha o valor estimado de cada unidade de negócios.

Figura 1. Síntese de Valuation da Equatorial

Unit	% stake	Equity Value (@ 100%)	Equity Value (@ Stake)
EQTL Maranhão	65%	8,205	5,342
EQTL Pará	97%	9,939	9,592
EQTL Piauí	95%	4,824	4,583
EQTL Alagoas	96%	5,014	4,834
EQTL Rio Grande do Sul	95%	1,480	1,407
Intesa	100%	404	404
Transmission	100%	4,618	4,618
Solutions	100%	593	593
Holding	100%	-32	-32
Geramar	25%	340	85
CEA	100%	867	867
Echoenergia	100%	76	76
Caesa	80%	144	115
Dividends 2021			722
Other Adjustment			304
Total			33,511
Number of Shares			1,101
Target Price			30.45
DPS 2022			0.77
Current Price			26.74
Total Upside			16.8%

Fonte: estimativas do Santander.

Revisitando a Echoenergia

A Equatorial anunciou a aquisição da Echoenergia em 29 de outubro. **Na época, fomos surpreendidos negativamente pelo preço pago na aquisição e projetamos uma TIR real inferior a 7,5%, mesmo assumindo a geração P50.** Além disso, no final de janeiro, a empresa anunciou uma oferta de *follow-on* para financiar a aquisição, aumentando a nossa preocupação. Desde então, a cotação das ações subiu 19,4% (contra 2,4% do índice Ibovespa).

O que mudou? O pilar mais importante do plano de investimentos da Equatorial foi obter um maior *spread* sobre a energia incentivada. Durante o *follow-on*, a Equatorial demonstrou que os consumidores ainda presentes no mercado regulado poderiam se beneficiar muito mais ao migrarem para um livre mercado, o que lhes permitiria também obter melhores preços. **Consequentemente, no nosso novo modelo, decidimos aumentar o nosso spread sobre a energia incentivada para R\$ 70/MWh até 2035.** Observamos, no entanto, que ainda estamos céticos de que eles consigam sustentar isso no longo prazo, pois esperamos que o acesso à energia se tornará muito mais simples para o público no futuro, aumentando a concorrência em relação a esses consumidores.

Portanto, utilizamos um *spread* para o longo prazo de R\$ 40/MWh. Com esses novos números, atingimos um TIR real de aquisição de 8,8%, mesmo com níveis de geração mais conservadores (média de P90 e P50) e sem benefícios fiscais.

Revisão de Estimativas

Revisamos o nosso modelo para considerar: (i) as novas estimativas da nossa equipe de macroeconomia; (ii) novo caixa e diluição decorrentes da oferta de *follow-on*; (iii) um *spread* de energia incentivada de R\$ 70/MWh até 2035 e R\$ 40/MWh no longo prazo; (iv) uma visão mais otimista em relação à unidade de saneamento do Amapá; e (v) melhores números acerca da revisão tarifária da Celpa (aumentamos o nosso WACC regulatório de longo prazo para 7%). **Consequentemente, estamos aumentando o nosso preço-alvo de R\$ 26,35 para R\$ 30,45.**

Figura 2. Mudanças de Estimativas

Rating		2022 TP	EBITDA (R\$mn)				Net Income (R\$mn)			
			2021E	2022E	2023E	2024E	2021E	2022E	2023E	2024E
New	Outperform	30.45	4,500	6,747	6,958	7,968	2,890	3,400	3,704	4,338
Old	Outperform	26.35	4,577	6,706	6,764	7,752	2,816	3,307	3,466	4,125
Δ	-	15.5%	-1.7%	0.6%	2.9%	2.8%	2.6%	2.8%	6.9%	5.2%

Fonte: estimativas do Santander.

Figura 3. Tabela do Consenso

Estimates	EBITDA (R\$mn)			Net Income (R\$mn)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Santander	6,747	6,958	7,968	3,400	3,704	4,338
Consensus	5,908	6,150	6,297	2,416	2,725	2,777
Δ	14.2%	13.1%	26.5%	40.7%	35.9%	56.2%

Fonte: Visible Alpha e estimativas do Santander.

Comunicado Importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Nós, **André Sampaio** e **Guilherme Ferreira Lima**, analistas de valores mobiliários credenciados nos termos da Resolução CVM 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritores e responsáveis por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaramos que as recomendações refletem única e exclusivamente a nossa opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estamos vinculados, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaramos o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Têm interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.

© 2022 Copyright Banco Santander (Brasil) S/A. Direitos Reservados