

# Eletrobras (ELET3) | Investor Day

## O que achamos do dia do investidor?

### Conclusão

**Seguimos com a recomendação de COMPRAR para as ações da Eletrobras (ELET3).** No geral, as informações disponibilizadas ao longo do evento nos trouxeram maior confiança na tese da empresa sob múltiplos pilares: I) Contratação do Portfólio, II) Custos com pessoal, III) empréstimos compulsórios, IV) Possíveis aquisições & venda de ativos não-estratégicos, V) Risco Político e VI) ESG. O objetivo dessa nota é trazer os dados e informações discutidas ao longo da apresentação e sobre como elas podem impactar a nossa avaliação da empresa. Nossa recomendação de COMPRAR é suportada por: I) potencial de valorização interessante em relação ao nosso preço-alvo, II) **Taxa Interna de Retorno implícita de ~12% em termos reais (preço de energia de longo prazo R\$130/MWh), III) múltiplos muito inferiores aos pares privados (5,5x EV/EBITDA 23E e P/VPA 0,8x, muito baixo para uma empresa de geração/transmissão privada), IV) potencial melhora nos preços de longo prazo da energia e V) redução na percepção de risco da empresa com negociação dos empréstimos compulsórios e afastamento da possibilidade do sucesso da Ação Direta de Inconstitucionalidade do governo Federal.** Em nossa leitura, maior parte da queda nas ações da Eletrobras desde a privatização é justificada da forte queda nos preços da energia de longo prazo (valendo lembrar que o ponto mais forte da tese da empresa diz respeito a reprecificação do seu portfólio de energia devido à descontração gerada com aquisição de novas concessões de praticamente a metade do seu gigantesco portfólio de hidroelétricas). Sendo assim, uma mudança de perspectivas derivada de alguns fenômenos meteorológicos (como o El Niño) pode levar a uma rápida reprecificação no case da empresa.

Para melhor entendimento desse documento, sugerimos a leitura da nossa iniciação de cobertura da Eletrobras (para maiores informações, clique aqui - "[Eletrobras \(ELET3\) | O que muda com a empresa privatizada?](#)") e no nosso último update do case (para maiores informações, clique aqui - "[Geração | São Pedro ajudou... e agora?](#)"). O case/avaliação da Eletrobras é complexo e a leitura prévia sobre como trabalhamos a avaliação da empresa, principalmente na construção do preço-alvo (via soma das partes), premissas (preços de energia, corte de custos, avaliação de SPEs, empréstimos compulsórios, créditos a receber etc.) pode ajudar em muito a sua compreensão.

### Empresas

#### Eletrobras (ELET3)

|                         |                  |
|-------------------------|------------------|
| Recomendação            | <b>MANTER</b>    |
| <b>Target Price 12M</b> | <b>R\$ 52,00</b> |
| Preço Atual (R\$)       | 38,23            |
| <b>Upside</b>           | <b>36,02%</b>    |

### Performance



**Vitor Sousa**

vitor.sousa@genial.com.br

**Israel Rodrigues**

israel.rodrigues@genial.com.br

**Brasil – Genial Investimentos**  
**Genial Institucional S.A. CCTVM**

Av. Brig. Faria Lima, 3400 - 9º

## Os fatos

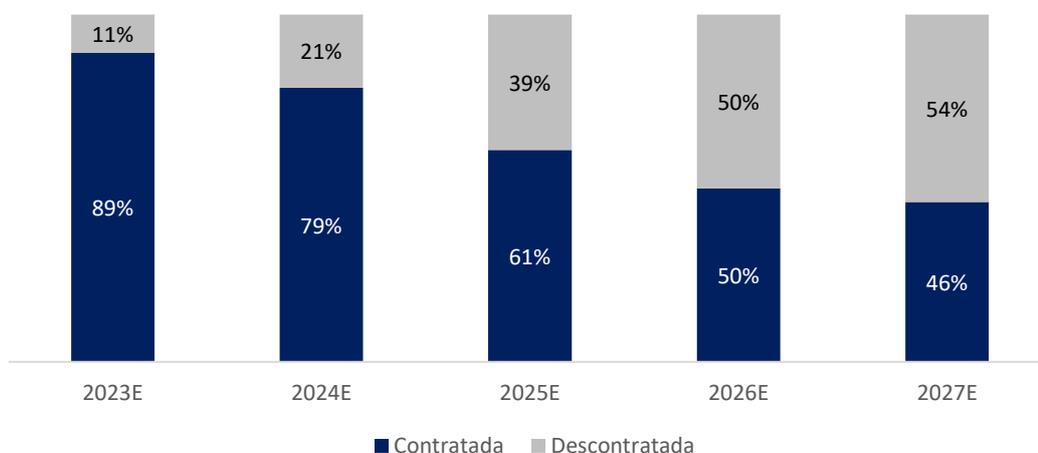
No dia de hoje, a empresa realizou o seu "Eletrobras Day" com a presença de seus principais executivos e analistas de mercado. Achamos o evento positivo devido ao detalhamento dado ao que observamos como principais alavancas de geração de valor para a empresa. Descrevemos abaixo os pontos que julgamos mais interessantes.

## Contratação do Portfólio

Do lado positivo, observamos o portfólio da empresa com alto grau de contratação de energia para o ano de 2023 (positivo, tendo em vista o atual nível de preços) a preços ao redor dos R\$200/MWh ao longo dos próximos anos. No mais, o alto grau de descontração permanece sendo um risco para o case da empresa.

Outro ponto a ser mencionado é o perfil do campo gerador da empresa, majoritariamente composto por hidroelétricas com reservatórios. Sendo assim, os ativos da empresa possuem alta capacidade de regularização da demanda e atendimento de capacidade de potência, pontos cruciais tendo em vista a entrada de fontes intermitentes (como eólica e solar) na matriz brasileira. Ou seja, um diferencial competitivo interessante a ser explorado nos próximos anos.

### Balanco Energético - Líquido Hedge

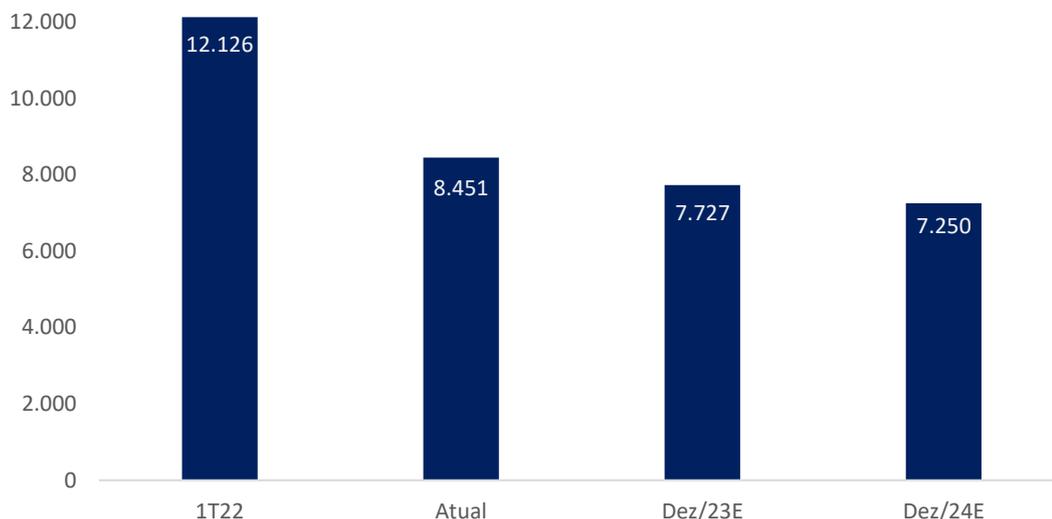


## Custos com Pessoal, Material, Terceiro e outros

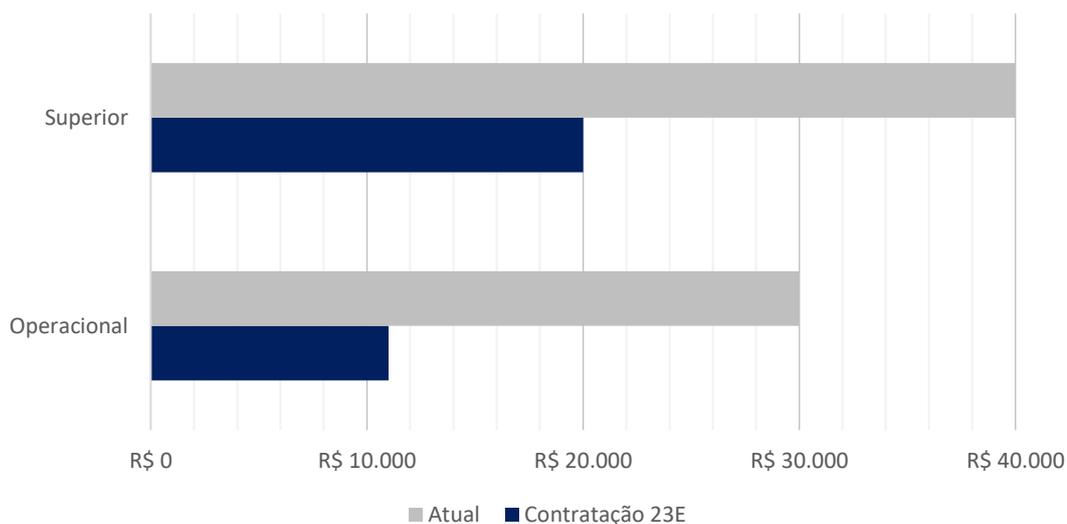
Nos chamou a atenção positivamente a expectativa de redução da linha de PMSO (pessoal, material, serviço de terceiros e outros). De acordo com o cronograma estimado, a redução total de custos até 2026 deve ser de R\$3,7 bilhões (vs R\$3,0 bilhões em nossos modelos). A empresa espera reduzir seu quadro de funcionários para apenas 7,250 empregados até 2024 (vs 8,451 empregados atualmente) com equalização dos custos por funcionário/mês tanto nos cargos operacionais quanto os de nível superior. Vale mencionar que tais números já consideram a recontração de parte dos funcionários que participaram dos programas de demissão voluntária (atualmente com 832 vagas abertas). Além disso, foi citado as evoluções relacionadas aos passivos previdenciários da empresa, com fechamento dos planos com risco atuarial, alinhamento em um único plano e colocação de indexadores bem definidos. Por último, foi citado a reestruturação nos suprimentos da empresa, com economia de c. R\$400

milhões no ano em Custos Operacionais e Investimentos via centralização de compras e renegociação de contratos vigentes (limpeza, seguros, materiais etc.), além de outra economia de R\$83 milhões esperadas para o 2º semestre de 2023.

### Número de funcionários - Eletrobras



### Custo Médio por Funcionário - R\$/Mês



### Possíveis aquisições e venda de ativos não estratégicos

**Do lado da venda.** A empresa espera reduzir as suas sociedades de propósito específico (SPEs) para até 31 SPEs até o 2º trimestre de 2024. Atualmente a empresa conta com 73 SPEs. Como mencionamos em nossa iniciação de cobertura, tais ativos são difíceis de se avaliar e/ou de funcionarem como alavancas de geração de valor tendo em vista a pequena participação da empresa no projeto ou mesmo devido ao seu tamanho em relação a Eletrobras como um todo. Sendo assim, a monetização desses ativos seria o caminho mais interessante, em nossa interpretação. Além disso, a empresa pretende vender pelo menos sete de suas participações em coligadas e participadas (importante lembrar que a Eletrobras possui participações diretas numa série de ativos de capital aberto, dentre elas Copel, ISA CTEEP etc.). Tais valores alcançam até R\$1,5 bilhões, sendo que 72% desses valores já estão

disponíveis para monetização (os demais estão bloqueados na justiça tendo em vista as garantias que a empresa precisa apresentar devido a disputas judiciais diversas).

**Do lado da compra.** Como alvos potenciais, foram citados ao menos 15 projetos sob análise, tanto no segmento de geração (hidro, eólica e solar) quanto transmissão. Na geração, os projetos teriam até 18 GW em fontes renováveis e na transmissão, Receitas Anuais Permitidas de até R\$2 bilhões. O valor estimado em todas essas aquisições situa-se entre R\$35-40 bilhões considerando o valor de mercado potencial e suas dívidas.

**E a internacionalização?** Apesar desse tema ter sido abordado, a diretoria deixou claro que o foco permanece no Brasil, tendo em vista principalmente todo o "dever de casa" a ser feito dentro da case da empresa e, principalmente, devido ao grande mercado de aquisições em potencial no segmento de transmissão e geração. É importante mencionar que a aquisição de ativos servirá para acelerar a apropriação de créditos tributários por parte da empresa (quanto maior o lucro antes do imposto de renda, maior a apropriação do crédito tributário no ano em questão. Sendo assim, uma maneira comum de aumentar o lucro tributável da empresa é via aquisições, aumentando a base em que incide o crédito). É importante mencionar que a Eletrobrás possui mais de R\$15 bilhões em créditos tributários (ainda não totalmente reconhecidos no balanço, importante mencionar) somente na holding e, quanto mais rápido acontecer essa apropriação, maior a geração de valor para a empresa.

### **Empréstimos compulsórios e risco político**

A empresa encerrou o 1T23 com R\$24 bilhões já provisionados (vs R\$25,8 bilhões no 3T22), citando a possibilidade do valor total de R\$47,3 bilhões (R\$5,3 bilhões classificados como "possível" e R\$42,0 bilhões como "remoto"). Vale lembrar que consideramos em nosso preço-alvo um impacto de até negativos R\$10 bilhões, relacionados exatamente aos valores ainda não-provisionados pela empresa. Em relação a esse tópico, a empresa citou a redução de R\$1,5 bilhões do valor total devido a negociações e liquidação desse valor, com R\$640 milhões em descontos negociados. Entendemos que ainda é um pequeno valor em relação ao valor total provisionado, mas chama a atenção o total do desconto aplicado em relação a redução do valor como um todo. Imaginamos que a redução paulatina desse valor deve ajudar na percepção de risco do case da Eletrobras. Por último, mas não menos importante, foi mencionado também a possibilidade de novas reduções em até o dobro desses valores já nesse próximo semestre.

Em relação ao risco de eventual reestatização (Ação Direta de Inconstitucionalidade Nº 7.385 de 05/05/2023), a empresa se mostrou confortável por esse tema. Para além do mérito da questão (afinal de contas, a aprovação da lei de privatização da Eletrobras foi aprovada no congresso, senado e com sua constitucionalidade aprovada pelo STF), foi citado o fato de que não houve nenhuma liminar e outras quatro ADIs sequer foram apreciadas nos últimos anos. Sendo assim, tal discussão deve caminhar ao plenário - ou seja, precisaria de maioria qualificada por parte dos juízes do STF.

## Disclaimer

A Genial pode fazer negócios com empresas que constam nos seus relatórios de pesquisa. Como resultado, os investidores devem estar cientes de que a empresa pode ter um conflito de interesses que poderia afetar a objetividade deste relatório. Os investidores devem considerar este relatório como apenas um dos fatores na tomada de sua decisão de investimento. Para as declarações do analista e outros disclaimers importantes, consulte a Seção de Disclaimers, localizada no final deste relatório.

### 1. DISCLAIMER GERAL

Este relatório foi produzido pelo departamento de Research da Genial. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Genial. A Genial não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

Este relatório de Research destina-se à distribuição somente em circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório de Research não leva em consideração os objetivos específicos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de qualquer indivíduo em especial, mesmo quando enviado a um único destinatário. Este relatório de Research não se propõe a ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui referidos. Nem a Genial nem qualquer um de seus conselheiros, diretores, funcionários ou representantes terá qualquer responsabilidade decorrente de qualquer erro, imprecisão ou imperfeição de fato ou opinião contida neste relatório, ou será responsabilizado por quaisquer perdas ou danos que possam surgir a partir da utilização deste relatório de Research.

A Genial poderá contar com barreiras de informação, tais como "chinese walls", para controlar o fluxo de informações dentro de suas áreas, unidades, divisões, grupos ou afiliadas.

O desempenho passado não é necessariamente um indicador de resultados futuros e nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é feita pela Genial em relação ao desempenho futuro. Rendimentos de aplicações podem variar. O preço ou valor dos investimentos aos quais este relatório de Research se refere, direta ou indiretamente, podem cair ou subir contra o interesse dos investidores. Qualquer recomendação ou opinião contida neste relatório de pesquisa pode se tornar desatualizada em consequência de alterações no ambiente em que o emitente dos valores mobiliários sob análise atua, além de alterações nas estimativas e previsões, premissas e metodologia de avaliação aqui utilizadas.

### 2. DECLARAÇÕES DO ANALISTA

O analista de investimento declara que as opiniões contidas nesse relatório refletem exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação a GENIAL.

A remuneração dos analistas está, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pela GENIAL.

Além disso, o analista certifica que nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será direta ou indiretamente relacionada com as recomendações ou opiniões específicas expressas neste relatório de Research.

A remuneração do analista não se baseia nas receitas de outras empresas de grupo, mas pode, no entanto, derivar de receitas oriundas dos negócios e operações financeiras da GENIAL, suas afiliadas e/ou subsidiárias como um todo. A remuneração paga aos analistas é de responsabilidade exclusiva da GENIAL.

O analista declara que é responsável pelo conteúdo deste relatório e atende às exigências da Resolução CVM nº 20/2021.

O analista declara que pode ser diretamente, em nome próprio, titular de valores mobiliários objeto do presente relatório.

Salvo disposição em contrário, os indivíduos listados na capa deste relatório são analistas devidamente credenciados.

### 3. DECLARAÇÕES DA EMPRESA

A Genial, suas afiliadas, coligadas, controladoras e/ou subsidiárias têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação aos emissores ou aos valores mobiliários objetos da análise.

### 4. DISCLOSURES ADICIONAIS

(i) Este documento foi preparado pelo Research da Genial e é publicado com o único propósito de fornecer informações sobre as empresas e seus valores mobiliários.

(ii) As informações contidas neste documento são fornecidas apenas para fins informativos e não constituem uma oferta para comprar ou vender, e não devem ser interpretadas como uma solicitação para adquirir quaisquer valores mobiliários em qualquer jurisdição. As opiniões aqui expressas, no que diz respeito à compra, venda ou detenção de valores mobiliários, ou com relação à ponderação de tais valores mobiliários numa carteira real ou hipotética, são baseadas em uma análise cuidadosa feita pelos analistas que elaboraram este relatório e não devem ser interpretadas por investidores como recomendações para qualquer decisão de investimento. A decisão final do investidor

deve ser tomada levando em consideração todos os riscos e as taxas envolvidas. Este relatório é baseado em informações obtidas de fontes públicas primárias ou secundárias, ou diretamente das empresas, e é combinado com estimativas e cálculos elaborados pela GENIAL. Este relatório não pretende ser uma declaração completa de todos os fatos relevantes relacionados a qualquer estratégia da empresa, indústria, segurança ou mercado mencionados. As informações foram obtidas de fontes consideradas confiáveis; a GENIAL não faz nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, quanto à integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. As informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento são baseadas em dados atuais e estão sujeitas a alterações. Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. A GENIAL não está obrigada a atualizar ou revisar este documento, ou a avisar sobre quaisquer alterações em tais dados.

(iii) Os valores mobiliários discutidos neste relatório, bem como as opiniões e recomendações contidas neste documento, podem não ser apropriados para todo tipo de investidor. Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou as necessidades específicas de um determinado investidor. Os investidores que desejam comprar, vender ou investir em títulos que são abrangidos por este relatório devem procurar aconselhamento financeiro independente que leve as características individuais e necessidades em consideração, antes de tomar qualquer decisão de investimento em relação aos valores mobiliários em questão. Cada investidor deve tomar decisões de investimento independentes depois de analisar cuidadosamente os riscos, taxas e comissões envolvidas. Se um instrumento financeiro for denominado numa moeda diferente da moeda do investidor, mudanças nas taxas de câmbio podem afetar adversamente o preço ou valor, ou da renda derivada do instrumento financeiro e o leitor deste relatório assume todos os riscos cambiais. Resultados com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento. O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. Portanto, a GENIAL, suas empresas afiliadas, e os analistas envolvidos neste relatório não assumem qualquer responsabilidade por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações contidas no presente, e qualquer pessoa que use este relatório se compromete a indenizar irrevogavelmente a GENIAL e suas afiliadas por quaisquer reclamações e demandas.

(iv) Os preços neste relatório são considerados confiáveis a partir da data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes: (i) fontes expressamente especificadas junto aos dados relevantes; (ii) preço cotado no principal mercado regulamentado para o ativo em questão; (iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis; ou (iv) dados de propriedade da GENIAL ou disponíveis para a GENIAL.

(v) Nenhuma garantia expressa ou implícita é fornecida em relação à exatidão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas à GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas. Em todos os casos, os investidores deverão realizar sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação a títulos ou mercados que são analisados neste relatório.

(vi) A GENIAL não faz declarações neste documento de que os investidores vão obter lucros. A GENIAL não vai compartilhar com os investidores os lucros de investimento, nem aceita qualquer responsabilidade por eventuais perdas de investimento. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência na tomada de suas decisões de investimento. A GENIAL não aceita deveres fiduciários em nome dos destinatários deste relatório. Este relatório não deve ser considerado como substituto para o exercício de julgamento independente do destinatário. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas refletem a opinião atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório a partir da data em que foi emitido e são, portanto, sujeitas a mudanças sem aviso prévio e podem diferir ou ser contrárias a opiniões expressas por outras áreas de negócios da GENIAL, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. As informações, opiniões e recomendações contidas neste relatório não constituem e não devem ser interpretadas como uma promessa ou garantia de um retorno especial em qualquer investimento.

(vii) Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, a GENIAL, suas subsidiárias e afiliadas podem ter publicado ou podem vir a publicar outros relatórios que não apresentem uniformidade e/ou cheguem a conclusões diferentes daquelas aqui contidas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma garantia de que os assuntos nelas referidas de fato ocorrerá. O preço e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são meramente indicativos e sujeitos a alterações sem aviso prévio. Resultado com instrumentos financeiros podem variar e, portanto, o preço ou valor podem aumentar ou diminuir, direta ou indiretamente.

(viii) Este documento não pode ser: (a) fotocopiado ou duplicado de qualquer forma, no todo ou em parte, e/ou (b) distribuído sem o prévio consentimento por escrito da GENIAL. A GENIAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito.

(ix) Nem a GENIAL nem quaisquer de suas afiliadas ou seus respectivos diretores, funcionários ou agentes, aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano resultante do uso de toda ou qualquer parte deste relatório.

(x) Genial Investimentos é a plataforma de negociações da Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários, uma empresa do Grupo Genial.