



Análise

Neoenergia NEOE3

Produzido por SIMPLA CLUB

Pedro Despessel

Última Atualização

Com os resultados referentes ao quarto trimestre de 2023, a Neoenergia finaliza a sua divulgação de balanços referentes ao ano de 2023. O ano trouxe um aumento de 10% no EBITDA Caixa da companhia em comparação com 2022, e foi marcado como um importante período de investimentos.

O ano marca a conclusão do ciclo de investimentos em geração eólica e solar com a entrega de dois novos projetos. A entrega do Complexo Eólico Oitis trará a capacidade instalada de 566,5 MW, enquanto o Complexo Solar Luzia terá 149 MWp.

Não só isso, mas a Neoenergia ainda operou com disciplina nos gastos e despesas operacionais que cresceram abaixo da inflação no período (2%). Já a estratégia de investimentos, totalizou R\$ 8,9 bilhões, 10% abaixo do ano anterior.

Estes investimentos foram concentrados majoritariamente no segmento de redes de distribuição e transmissão. Contudo, a área de geração de energia renovável também contou com novos investimentos. R\$ 4,7 bilhões foram destinados a atender a expansão de novos mercados e ampliar a qualidade de distribuição de energia.

Em transmissão, foi entregue 1,2 mil quilômetros de linhas, com 3 novas subestações, pelo investimento de R\$ 3,5 bilhões. Parte deste investimento foi destinado a importantes projetos como Vale do Itajaí, Lagoa dos Patos e Morro do Chapéu, que irão somar uma Receita Anual Permitida (RAP) de mais de R\$ 170 milhões. A próxima figura descreve o andamento dos projetos de transmissão.

Status dos Projetos de Transmissão				LICENÇAS			RAP (1)	CAPEX Aneel	Entrada em Operação (Aneel)	Fim da Concessão
				LP	LI	LO	R\$ (MM)	R\$ (MM)		
Leilão Dez/2018	Lote 2 Guanabara	<div style="width: 86%;"></div> 86%	✓	✓	▲	158	1.331	Mar/24	Mar/49	
	Lote 3 Itabapoana	<div style="width: 100%;"></div> 100%	✓	✓	●	91	754	Mar/24	Mar/49	
	Lote 1 Vale do Itajaí	<div style="width: 72%;"></div> 72%	✓	✓	■	257	2.792	Mar/24	Mar/49	
Leilão Dez/2020	Lote 14 Lagoa dos Patos	<div style="width: 74%;"></div> 74%	■	■	■	160	1.215	Mar/24	Mar/49	
	Lote 2 Morro do Chapéu	<div style="width: 71%;"></div> 71%	✓	✓	▲	209	1.997	Mar/26	Mar/51	
Leilão Dez/2021	Lote 4 Estreito	<div style="width: 71%;"></div> 71%	N/A	N/A	N/A	43	661	Mar/26	Mar/52	
Leilão Jun/2022	Lote 2 Alto Paranaíba	<div style="width: 3%;"></div> 3%	■	■	▲	395	4.938	Set/27	Set/52	
	Lote 11 Paraíso	<div style="width: 68%;"></div> 68%	✓	✓	▲	42	499	Set/26	Set/52	

(1) RAP ciclo 2023/2024 após Despacho nº 4.675/2023.

Concluído	✓
Concluído parcialmente	■
Em andamento	●
A iniciar	▲

LP = Licença Prévia

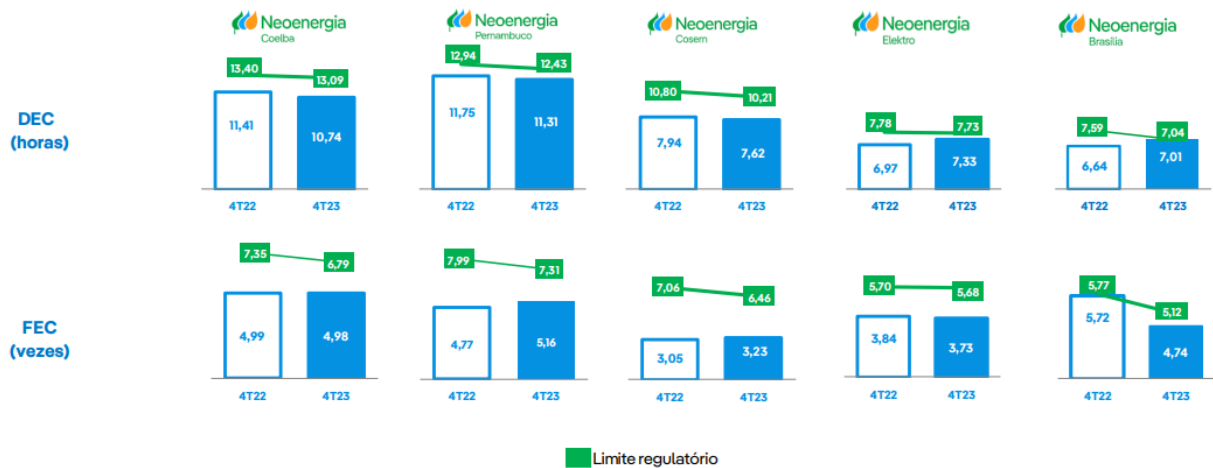
LI = Licença de Instalação

LO = Licença de Operação

Projetos de transmissão.
Fonte: RI Neoenergia.

Em renováveis, foi concluído mais um ciclo de investimento com a inauguração do Complexo Renovável Neoenergia na Paraíba (570 MW) e do Complexo Eólico de Oitis (567 MW), localizado entre a Bahia e o Piauí. Ao final do 4T23, a dívida líquida da companhia estava em 3,17x o seu EBITDA, mesmo patamar do trimestre anterior.

Tanto o indicador de frequência de interrupções de energia na rede elétrica (FEC) como o de duração destas interrupções (DEC), apresentaram uma melhoria em 3 das 5 empresas de distribuição da Neoenergia em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Todas as companhias ainda permanecem dentro do nível exigido pela ANEEL. A figura abaixo exhibe a evolução destes indicadores para cada uma das empresas de distribuição da Neoenergia em comparação ao limite regulatório da ANEEL.



DEC e FEC.
Fonte: RI Neoenergia.

Área de Atuação

Sector de Atuação

Utilidade Pública



Subsector

Energia Elétrica



Segmento

Energia Elétrica

A Neoenergia é uma *holding* com investimentos diversificados no segmento elétrico, estando presente em 18 estados brasileiros, atuando na geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia. A companhia é hoje o maior *player* nacional de distribuição de energia pela sua Base de Ativos Regulatórios (RAB) e número de clientes.

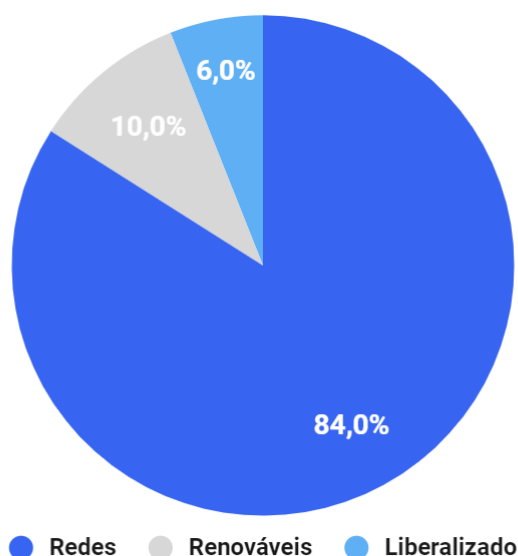
As principais unidades operacionais da companhia podem ser divididas em quatro linhas que serão detalhadas a seguir:

- ❖ **Redes:** é o ramo principal de atuação da Neoenergia, considerando os segmentos de transmissão e distribuição. Transmissão é a área relacionada a toda a infraestrutura do sistema de transmissão de energia elétrica. Já a distribuição, é a área na qual a empresa efetivamente entrega a energia aos clientes finais, atendendo aproximadamente 17% da população brasileira.

❖ **Renováveis:** é o segmento responsável pela geração de energia elétrica renovável. A companhia tem seu portfólio de ativos geradores composto por usinas hidrelétricas, eólicas e solares.

❖ **Liberalizados:** é o segmento que engloba a geração de energia térmica e também a comercialização. A comercialização envolve a negociação e venda de eletricidade entre diferentes agentes no mercado, enquanto a empresa atua como intermediária, comprando eletricidade de outros produtores (geradores) e vendendo-a para consumidores finais, indústrias ou outras empresas.

Na figura abaixo, temos acesso à composição do EBITDA ajustado, onde vemos maior concentração em Redes. Dentro dessa unidade, a parte de distribuição de energia ainda é bem mais relevante do que a de transmissão.

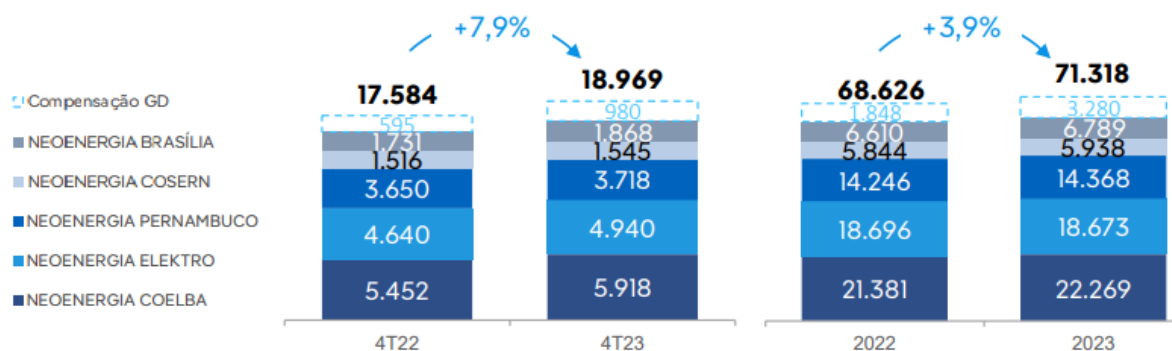


*EBITDA ajustado por segmento.
Fonte: RI Neoenergia / Elaboração: Simpla Club.*

A Neoenergia tem uma forte relevância nesse setor em âmbito nacional. Analisando sua principal fonte de faturamento, vemos que suas distribuidoras cobrem 37 milhões de habitantes, ou 17% da população

brasileira. Em número de unidades consumidoras, o *market share* aumentaria para cerca de 18,7%.

Entre a energia distribuída pela companhia, existe uma relevância ligeiramente maior para a Neoenergia Coelba, e Neoenergia Elektro. A energia produzida pode ser comercializada tanto em Ambiente de Contratação Regulado (ACR) ou Ambiente de Contratação Livre (ACL). Abaixo, é mostrada a energia distribuída da neoenergia por subsidiária.



Energia distribuída por subsidiária.

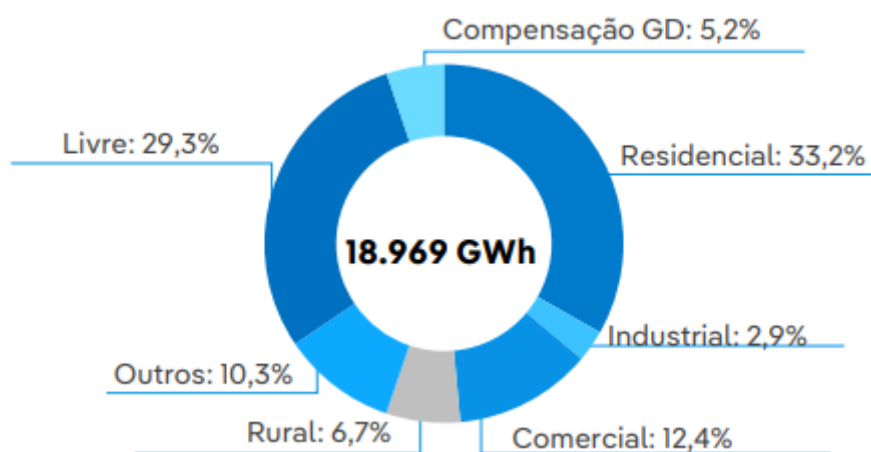
Fonte: RI Neoenergia.

No mercado regulado, a venda de energia acontece via leilão, sendo os órgãos reguladores responsáveis por todos os trâmites. Nesse caso, a empresa precisa vender a energia pelo preço estipulado, o que geralmente é um pouco menos rentável. Por outro lado, são contratos de longo prazo (30 anos), que garantem maior previsibilidade ao faturamento.

No segundo, o contrato é definido entre a Neoenergia e o cliente, que para acessar ao mercado livre precisa ter uma demanda de, pelo menos, 1000 kW (500 kW a partir de 2023, o que seria uma conta de luz de aproximadamente R\$ 140 mil). Essa modalidade garante benefícios para ambos os lados, já que a menor burocracia barateia o consumo para a compradora e aumenta a rentabilidade para a Neoenergia. Todavia, geralmente são contratos de menor duração e menos previsíveis.






Outras empresas, a exemplo da Engie, possuem maior venda no ACL, sendo essa uma das explicações que justificam sua maior rentabilidade em relação às demais. Pelo fato do mercado livre ter aumentado seu número de clientes ao longo dos anos, essa se torna uma perspectiva de melhoria favorável para a Neoenergia, em otimizar sua carteira de consumidores.

Além disso, a digitalização do setor pode favorecer sua rentabilidade, expandindo os meios de pagamentos (menor inadimplência, que já é baixa), assim como na automação das redes (otimização de colaboradores), gestão de consumo em tempo real, leitura e faturamento automáticos (otimização operacional). A figura abaixo exhibe a destinação da energia distribuída pela Neoenergia.



Destinação da energia distribuída.
Fonte: RI Neoenergia.

A renovação dos contratos de distribuição no mercado regulado acontece se a qualidade da operação estiver de acordo com as normas regulatórias. Para avaliar a operação da Neoenergia, vemos que sua perda de energia, no 4T23, está acima do máximo exigido pela ANEEL em 3 das 5 subsidiárias de distribuição.

DISTRIBUIDORAS	Perdas 12 meses (%)															
	Perda Técnica					Perda Não Técnica					Perda Total					
	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	Aneel 23
 Neoenergia Coelba	10,61%	10,48%	10,47%	10,52%	10,49%	4,01%	4,27%	4,13%	4,53%	5,56%	14,63%	14,75%	14,60%	15,04%	16,05%	15,20%
 Neoenergia Pernambuco	8,60%	8,65%	8,73%	8,89%	9,00%	7,98%	8,04%	8,09%	8,29%	8,44%	16,58%	16,69%	16,82%	17,18%	17,44%	15,25%
 Neoenergia Coesim	8,28%	8,11%	8,14%	8,07%	7,91%	-0,17%	-0,01%	-0,12%	0,34%	0,28%	8,12%	8,10%	8,02%	8,41%	8,19%	10,43%
 Neoenergia Elektro	5,98%	5,99%	6,03%	5,99%	5,94%	0,60%	0,96%	0,99%	1,52%	1,99%	6,57%	6,95%	7,01%	7,52%	7,93%	7,90%
 Neoenergia Brasília	8,22%	8,30%	8,23%	8,29%	8,16%	3,21%	2,79%	2,65%	2,93%	3,26%	11,42%	11,09%	10,88%	11,22%	11,42%	11,78%

Perdas.
Fonte: RI Neoenergia.

Comparando com a Equatorial, também uma empresa distribuidora da região Nordeste, vemos que a Neoenergia possui mais ativos dentro do limite regulatório, o que é um ponto positivo. Quanto menor a perda de energia, maior será seu faturamento, refletindo em maior lucro.

As perspectivas de crescimento para o setor de energia, de uma forma geral, são limitantes e, sobretudo, dependem do crescimento e enriquecimento populacional. Ainda existem outras perspectivas, embora nenhuma delas com poder de grandes mudanças estruturais.

Por outro lado, apesar de não existirem perspectivas tão fortes assim, vemos características resilientes, já que em todas as áreas seus contratos (desconsiderando a venda no ACL) são de longo prazo e reajustados conforme a inflação.

Sobre o enriquecimento, vemos que o Brasil possui 20% do consumo médio *per capita* (MWh/pessoa) dos EUA e 52% da China. Ou seja, melhores condições financeiras levam a maior consumo de energia elétrica.

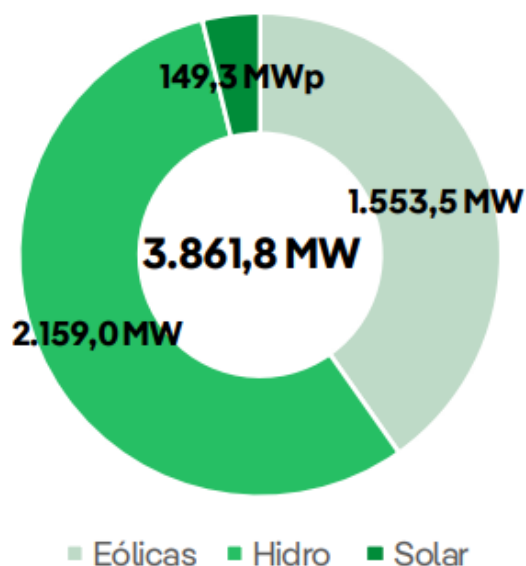
Além disso, vemos que São Paulo e o Distrito Federal são os estados de maior PIB *per capita*, o que nos leva a acreditar em um maior consumo de energia por cliente. Já a região Nordeste apresenta um consumo médio residencial menor do que nas demais áreas.

Assim, dos ativos da Neoenergia, dois são em áreas já de grande consumo *per capita*. Enquanto os demais são em áreas que podem aumentar o consumo em um *CAGR* de até 0,6 p.p. acima das demais regiões.

Em 2023, 92% do *capex* da empresa foi destinado ao segmento de redes, reforçando o grande foco da Neoenergia nesta área.

Em transmissão de energia, a Neoenergia possui R\$ 800 milhões de Receita Anual Permitida (RAP) liberada já para o 1T24. O objetivo da companhia é aumentar sua participação nesse mercado através de aquisições de ativos já em estágio operacional, possuindo hoje, 4 projetos em fase de implementação.

Apesar de não ser o segmento protagonista da companhia, em geração de energia, o foco tem sido em ativos de fontes renováveis, até mesmo com o objetivo de ampliar sua atuação em comercialização de energia no mercado livre. Em 2023, sua capacidade instalada era composta majoritariamente por geração hidrelétrica e eólica, conforme a figura abaixo.



Capacidade instalada renovável.
Fonte: RI Neoenergia.

História do Emissor

Em 1997, a empresa iniciou suas atividades a partir da aquisição da COELBA - empresa de distribuição de energia da Bahia - no leilão de privatização. Ainda no mesmo ano, arrematou a COSERN e a CELPE, também empresas de distribuição dos estados do RN e PE, respectivamente.

No ano de 1999, foi dado início à expansão do seu parque com a outorga de uma usina hidrelétrica na Bahia e, depois, com uma termelétrica em Pernambuco. Um ano após, criou sua própria comercializadora de energia.

Os anos de 2005 a 2010 foram marcados por uma forte expansão da sua capacidade instalada, através de aquisições em leilões. Entre as mais relevantes, destacamos a compra de 10% de participação na Usina de Belo Monte e o leilão da Usina de Teles Pires, entre as maiores usinas do país.

Em 2009, a Neoenergia expandiu seus ativos para a área de transmissão, arrematando algumas concessões nos estados da BA e RN. Em 2010, deu-se início à geração de fontes alternativas a partir de parques eólicos.

Já em 2016, para fazer frente ao seu novo plano de desenvolvimento, com mais investimentos em distribuição e em ativos de geração de grande porte, a companhia vendeu suas PCHs (Pequenas Centrais Hidrelétricas).

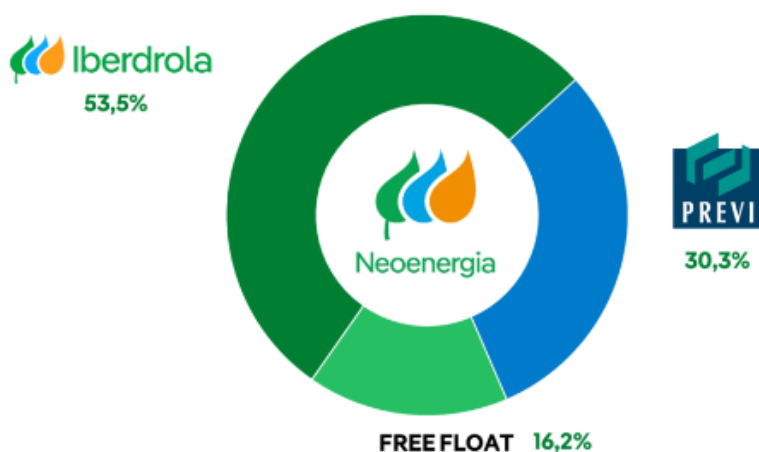
Um ano depois, a Neoenergia incorporou a Elektro, que tinha um quadro societário semelhante uma da outra. Com isso, a empresa passou a distribuir energia para mais de 220 cidades de SP e 5 cidades no MS.

Desde 2018, a companhia tem dedicado a atenção para novas aquisições, boa parte delas para transmissoras de energia. O IPO em 2019 deu ainda mais sustentação à Neoenergia.

Governança Corporativa

A Neoenergia está inserida no segmento de listagem Novo Mercado, sendo esse o maior nível quanto ao rigor das Boas Práticas de Governança Corporativa.

Como observamos na figura abaixo, a empresa tem um controle bem definido, exercido pela Iberdrola, que está entre as maiores companhias espanholas e uma das maiores do seu setor no mundo, em valor de mercado. A Iberdrola surgiu há mais de 170 anos e se transformou na líder do setor energético global, sendo a primeira geradora eólica.



Composição acionária.
Fonte: RI Neoenergia.

Essa é mais uma empresa do segmento elétrico brasileiro controlada por alguma empresa estrangeira, seguindo os exemplos de Engie (França), EDP Energias do Brasil (Portugal), CPFL (China) e ISA Cteep (Colômbia).

Recentemente, houve um comunicado curioso da Iberdrola, que passou a cobrar *royalties* da Neoenergia por uso da marca no Brasil. Apesar de ser comum em outros setores, os clientes não devem consumir mais energia pelo valor da marca Iberdrola, logo, a cobrança de *royalties* é, no mínimo, peculiar.

No Conselho de Administração da Neoenergia é possível identificar a presença de vários membros vinculados à Iberdrola, muitos deles estrangeiros. Lembrando que esse órgão é responsável pela parte estratégica da companhia, sendo interessante a presença de mais membros independentes para critérios de isonomia e equidade.

O cargo de *CEO* também é ocupado por um profissional ligado à Iberdrola, com grande experiência no setor e conhecedor profundo da companhia. Afinal de contas, por 14 anos atua como conselheiro, além de seu cargo na Diretoria.

Por fim, a remuneração dos órgãos está de acordo ao praticado pelo mercado, ainda com a existência de plano de remuneração baseado em ações, que é bem visto pelo mercado (apesar de não ser o suficiente para alinhar interesses).

Riscos do Negócio

Vemos algumas características internas na Neoenergia que levantam dúvidas sobre possíveis conflitos de interesse, além do próprio caso de cobrança de *royalties* controversa. Inclusive, talvez tenha sido esse evento que colocou em “cheque” os reais interesses do controlador.

Em primeiro lugar, a empresa possui um *free float* pequeno, abaixo do ideal, que seria algo em torno de 25% do total de ações. Um possível fechamento de capital por parte da controladora seria menos custoso e trabalhoso à Iberdrola.

Em seguida, pessoas fundamentais no corpo técnico da Neoenergia são ou pelo menos já foram colaboradores também da controladora. Embora isso não seja um problema diretamente, a ausência de mais conselheiros independentes, com visão não enviesada, seria melhor para os acionistas minoritários.

Além do mais, a Iberdrola é tão grande a nível mundial que o valor investido no Brasil não é algo vital para suas operações. Pela soma de todos esses pontos, não está descartado um possível fechamento de seu capital na bolsa de valores, caso as ações não se valorizem como o esperado pelo controlador, por exemplo.

O risco de regulamentação também se faz presente no setor. Estamos falando de um mercado político e economicamente importante para governantes. Com certa frequência vemos alterações de normas através de medidas provisórias e leis, que podem impactar diretamente a atuação da Neoenergia. No passado, algumas dessas foram prejudiciais ao setor, enfraquecendo várias companhias.

Já o risco de negócios envolve a capacidade da Neoenergia em proporcionar um serviço de qualidade à população. A empresa precisa preencher diversos requisitos para continuar sua operação, caso contrário pode pagar multas, ou em casos mais graves, perder sua concessão.

Por fim, diante de tantos investimentos realizados e o desejo por aquisições, a companhia pode não conseguir o retorno esperado e destruir valor aos acionistas. Esse é um setor que, pelo baixo crescimento, erros podem não ser “consertados” tão facilmente.

Resultados Anteriores

Como sabemos, as empresas de energia elétrica costumam ser mais resilientes quando comparadas à média das demais empresas listadas. Isso não quer dizer, porém, que são imunes ao risco, inclusive sofrem com impactos gerados por fatores macroeconômicos.

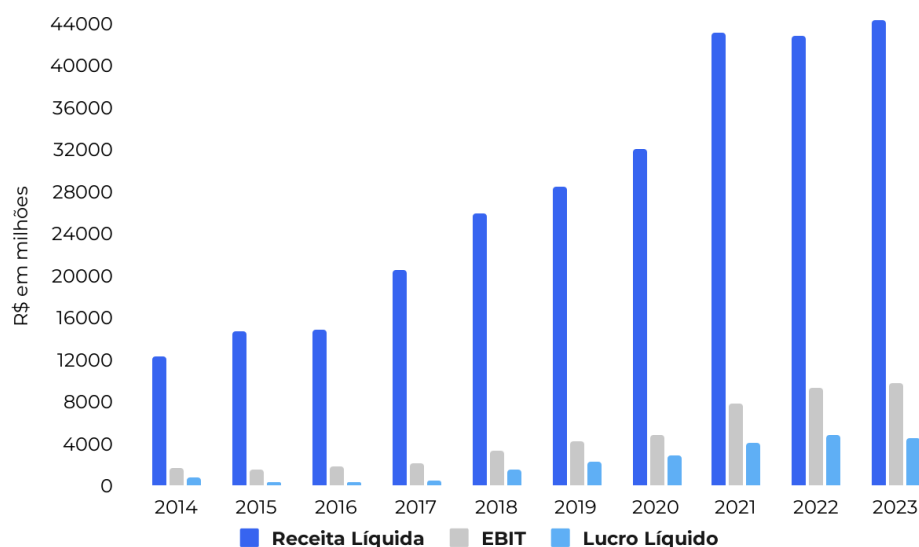
Isso acontece principalmente pela redução do consumo de energia em momentos de crise, resultando em menor arrecadação para as empresas. Em uma crise, também é comum existir um aumento de inadimplência e

maiores perdas não técnicas de energia (roubos e furtos), mais uma vez impactando a arrecadação.

Também vale destacar que com menos chuvas, a geração de energia é comprometida prejudicando a operação da Neoenergia. Apesar de ter surgido leis que protegem o setor elétrico, como é o caso das tarifas extras de consumo por bandeira, o impacto ainda é relevante.

Quando a geração de energia nas usinas hidrelétricas não é suficiente para abastecer a demanda, é necessário o despacho das usinas termelétricas, que por sua vez, possuem maior custo de operação. Assim, as geradoras têm que se expor ao mercado de curto prazo, com preço de energia muito mais caro, para honrar com seus contratos.

Na Neoenergia, após diversos investimentos, seja em aquisições ou no desenvolvimento de novos projetos em geração, transmissão e distribuição, a lucratividade da operação mais do que compensou qualquer suboferta de energia devido a crise econômica ou hídrica. Podemos comprovar tal evolução pelo gráfico dos resultados operacionais reportado abaixo.



Resultado operacional.
 Fonte: RI Neoenergia / Elaboração: Simpla Club.

Seu *CAGR* Receita Líquida nos últimos dez anos foi acima de 15%, enquanto seu *CAGR* EBITDA é de 18,7% e *CAGR* Lucro Líquido é de 31,6%. Importante ressaltar que grande parte desse crescimento não é orgânico, e foi acompanhado de uma alavancagem acima da média do setor, logo, pode não se repetir. Porém, isso ainda nos mostra que sua lucratividade cresceu em ritmo ainda mais acelerado.

Essa observação é importante, já que durante alguns anos a Neoenergia teve uma alocação de capital controversa. Por exemplo, o ano de 2018 foi o mais ativo na aquisição de leilões de transmissão de energia, tendo adquirido 45% de tudo aquilo que ela tem hoje.

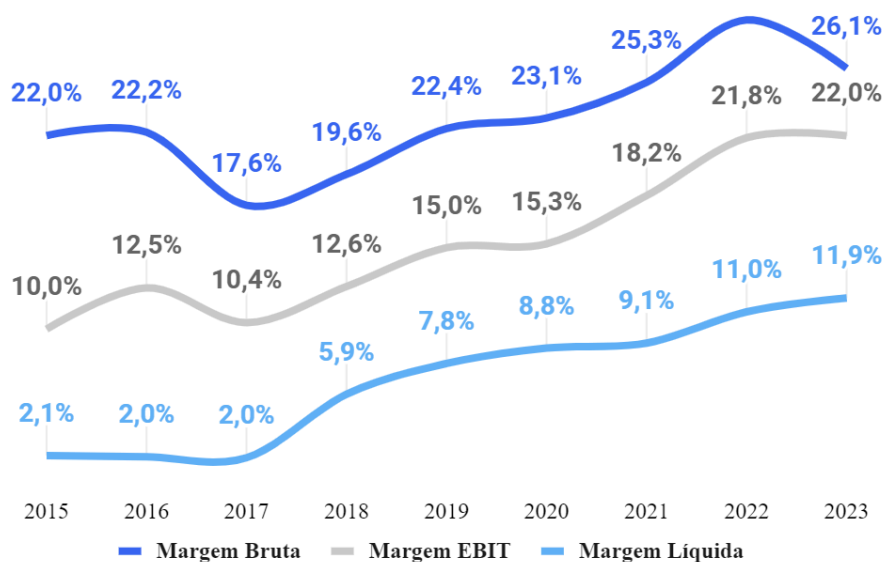
O *CAPEX* total previsto pelo regulador (ANEEL) foi na ordem de R\$ 6,1 bilhões e a Receita Anual Permitida (RAP) dos novos empreendimentos totaliza R\$ 501,2 milhões. Ou seja, tivemos um *RAP/CAPEX* (rentabilidade do projeto) de 8% ao ano. Esse é um retorno muito baixo, bem inferior ao que Taesa, Alupar e Transmissão Paulista costumam ter.

Em 2020, um novo leilão em transmissão foi arrematado, com um *CAPEX* estimado de R\$ 2 bilhões e RAP de R\$ 160 milhões. Ou seja, foi a mesma rentabilidade de 8%.

Essas aquisições, apesar de relevantes, não vão trazer retornos positivos à companhia (considerando o atual patamar de juros). Outras decisões podem ser questionadas, como é o caso de investimentos em distribuição, que durante alguns anos não trouxeram resultados positivos.

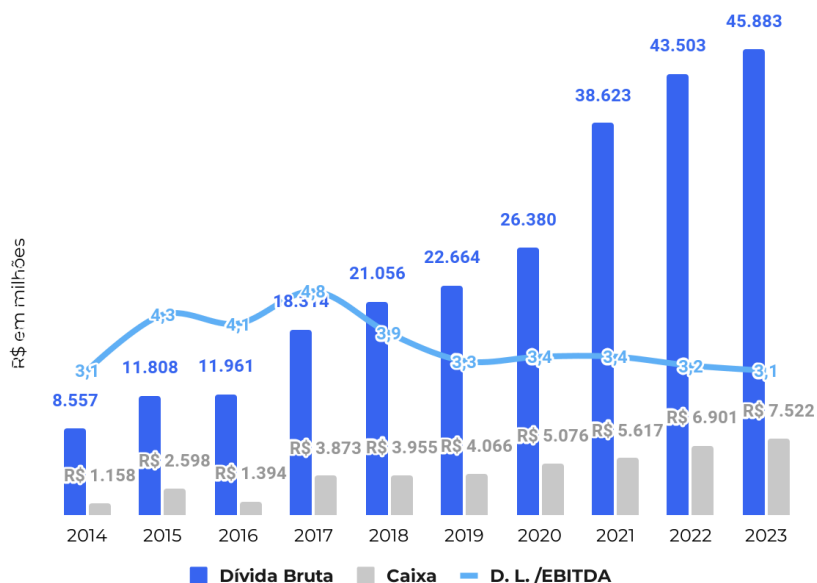
No gráfico seguinte, vemos como essas decisões custaram uma baixa margem de lucro à Neoenergia, apesar desse cenário ter melhorado para a companhia. É verdade que quando comparado à Energias do Brasil e Equatorial, sua rentabilidade ainda é inferior, embora com tendência positiva.

Isso porque a margem líquida continua um pouco pressionada devido aos encargos das despesas financeiras, que subiram devido ao aumento da taxa de juros. As despesas financeiras também se tornam relevantes pelo volume de endividamento.



Lucratividade e rentabilidade.
Fonte: FactSet / Elaboração: Simpla Club.

Desde 2014 a companhia negocia com endividamento (Dívida Líquida/EBITDA) acima do que o mercado financeiro define como “ideal”. Pelo menos seu cronograma de vencimento das dívidas também é longo, em cerca de 4,9 anos. Ou seja, a dívida é alta, mas não apresenta riscos de crédito, segundo a própria *Standard & Poors*.

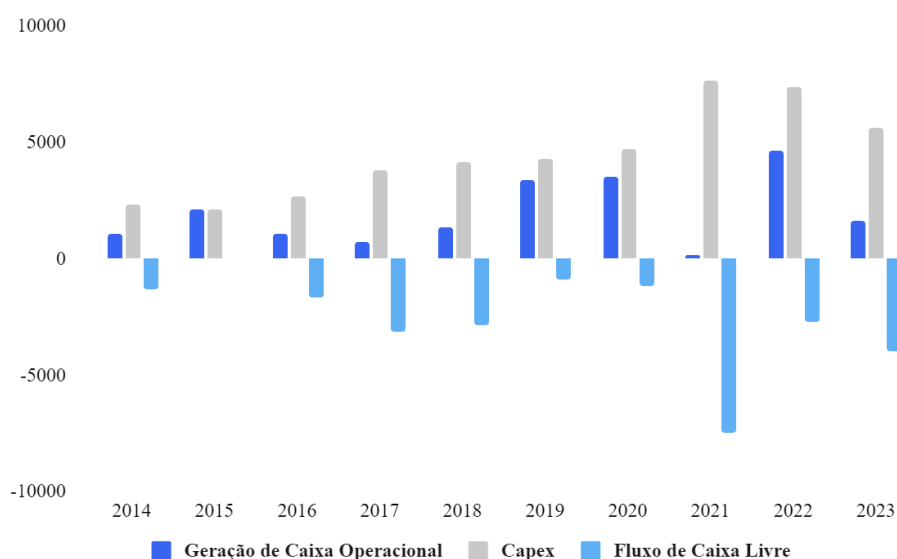


Endividamento.

Fonte: RI Neoenergia / Elaboração: Simpla Club.

O alto endividamento é reflexo do volume de investimentos que a companhia vem realizando. Alguns deles trouxeram retornos positivos, como o caso de um investimento de R\$ 3,5 bilhões, dedicados à modernização e expansão da sua rede, que trouxeram bons resultados em indicadores de qualidade, após anos estando pior que os limites regulatórios estabelecidos pela ANEEL.

O ritmo de crescimento da Neoenergia custou não só um alto endividamento, mas também uma queima de caixa. A Neoenergia está entre as empresas que mais dedicam recursos ao CAPEX de toda a bolsa de valores e o alto investimento colabora com o fluxo de caixa livre constantemente negativo até então.



Geração de caixa livre e operacional.

Fonte: RI Neoenergia.

Por ainda viver uma fase de crescimento, pouco do seu dinheiro é destinado ao pagamento de dividendos. Em 2024 e 2025, está previsto um *dividend yield* de cerca de 4%, bem aquém ao que costumamos ver entre empresas desse setor, embora por uma razão legítima.

Valuation

Análise de Múltiplos

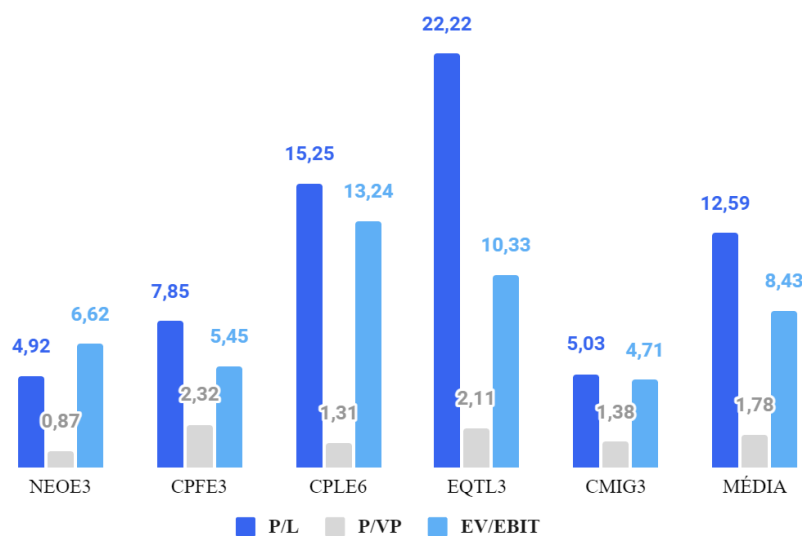
O método consiste na análise dos múltiplos das empresas. Para que sua eficiência seja atestada, é coerente que se compare empresas do mesmo setor de atuação e que, ainda por cima, essas empresas estejam no mesmo ciclo de vida. Isto é, se estão em expansão, maturidade ou decaimento de suas atividades.

Para a comparação de múltiplos, foram escolhidas as empresas Copel (CPLE6), Equatorial (EQTL3), CPFL Energia (CPFE3) e Cemig (CMIG3). Todas essas companhias atuam, principalmente, com a distribuição de energia, embora tenham participação em geração e transmissão também.

❖ **P/L:** indica o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo lucro da companhia, de outra forma, quantos anos os acionistas estão dispostos a investir de maneira a recuperar seu aporte inicial.

❖ **P/VP:** é a relação entre o valor de mercado da companhia e seu patrimônio líquido. Indica o quanto o mercado está disposto a pagar em todo o patrimônio que a ele pertence. Isto é, esse múltiplo relaciona a capacidade da empresa em rentabilizar o patrimônio do acionista.

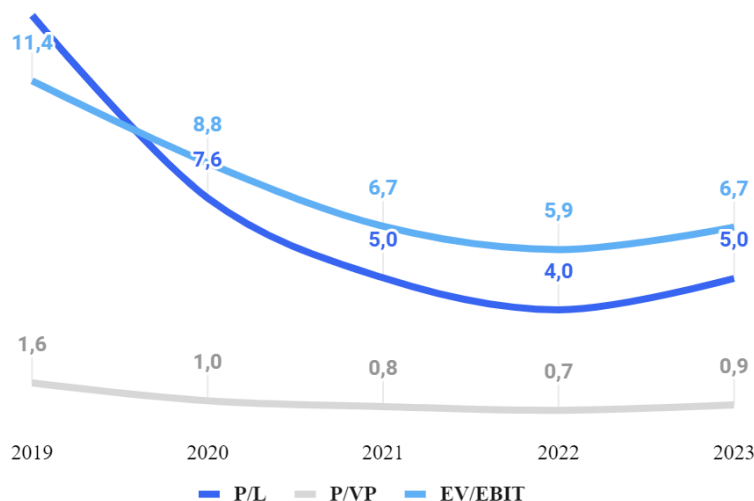
❖ **EV/EBIT:** o objetivo desse indicador é analisar quanto o valor da firma, que é a soma do valor de mercado com a dívida líquida, se relaciona com o lucro operacional da empresa. É diferente dos outros indicadores pois, aqui, relaciona a operação em si.



*Comparação de múltiplos.
Fonte: Factset / Elaboração Própria.*

Apesar da Neoenergia não possuir a maior rentabilidade, lucratividade e nem o melhor histórico de gestão entre as empresas comparadas, vemos que seus múltiplos estão negociados um pouco abaixo da média. No entanto, vale destacar que alguns de seus investimentos ainda não refletiram nos resultados.

Vemos que desde seu *IPO*, em 2019, os múltiplos da companhia apresentaram tendência de queda. Ao final de 2023, apesar de uma leve alta nos indicadores em relação a 2022, a empresa mantém o patamar dos seus indicadores de preço próximos a mínima histórica.



*Comportamento Histórico dos Múltiplos.
Fonte: Factset / Elaboração Própria.*

Método Do Fluxo De Caixa Descontado (DCF)

Esse método projeta fluxos de caixa da empresa para os próximos anos e o traz a valor presente descontado a uma taxa média ponderada, chamada de custo de capital, na sigla em inglês *WACC (weighted average cost of capital)*.

Essa taxa representa o quanto a empresa gasta com custos de dívida e de remuneração ao acionista. De maneira geral, é o custo de financiamento da empresa.

Esse método tem como objetivo fazer uma estimativa reversa do mercado. Em outras palavras, o objetivo dessa análise consiste em avaliar, dado o preço das ações, qual seria o crescimento esperado pelo mercado em relação à companhia.

Para justificar o atual preço das ações, a Neoenergia precisaria reduzir a sua margem EBIT para 19% nos próximos anos, sendo que a margem ebit da companhia em 2023 foi de 22%. Não só isso, mas para o atual preço da companhia ser justificável, a empresa deveria entregar um crescimento de aproximadamente 2% ao ano nos próximos 10 anos, até alcançar a sua perpetuidade com um crescimento de 4% ao ano.

É claro que em comparação com outras empresas do setor, a Neoenergia possui uma operação mais agressiva, principalmente no que tange à alavancagem, e por isso o mercado a precifica de maneira mais rígida. Porém, acreditamos que esta subprecificação é mais forte do que deveria, visto que uma entrega de resultados acima da projetada é plausível e já foi alcançada em anos anteriores.

Opinião do Analista

A Neoenergia é uma das referências no Brasil em distribuição de energia, seja pela quantidade de ativos que possui na *holding*, pela diversificação de atividades ou pelo volume de investimentos que estão injetando nos últimos anos.

A companhia tem sido muito agressiva em aquisições, arrematando muitos leilões de transmissão e comprando outras de mesma atividade ou de distribuição. Isso sem contar nos investimentos feitos em geração, com um parque cada vez mais voltado à energia renovável.

Os investimentos feitos também trouxeram maior qualidade à Neoenergia, demonstrado através de ganho de margem de lucro e rentabilidade. Tudo isso aconteceu após a adequação dos indicadores de distribuição aos padrões da ANEEL. O ponto positivo é que ainda há espaço para melhorias.

Porém, tamanho foram os investimentos que sua alocação de recursos não foi a mais otimizada. Além de alguns leilões arrematados não trazerem

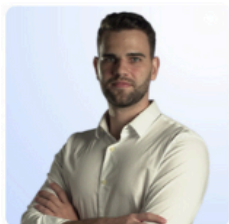
retorno tão favorável, a empresa há alguns anos negocia com endividamento beirando um limite não tão saudável.

A Governança Corporativa ainda traz alguns ingredientes a mais de desconfiança. Cobrar *royalties* da Neoenergia e dominar quase todos os espaços de discussão, estratégias, controle e execução não é tão popular.

No seu *valuation*, porém, assim como boa parte das empresas do segmento de energia elétrica, vemos múltiplos descontados. Não só isso, mas o valuation por DCF demonstra um bom espaço para crescimento, imaginando ainda, que a Neoenergia tem espaço para melhorar seus indicadores e que parte do seu risco (mais alto do que outras do setor) já está embutido em seus preços. Há portanto, uma assimetria favorável ao investimento.

Por isso, temos recomendação de compra para as ações da Neoenergia (NEOE3). Embora, junto a isso, temos o *disclaimer* que a sugestão de colocar a ação em carteira deve ser feita principalmente por investidores que entendam seu risco, mas ainda assim buscam por uma valorização nas ações.

Equipe



Gabriel Bassotto

Analista CNPI especialista em

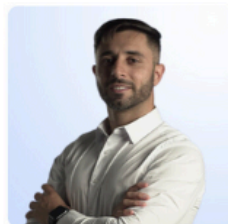
Ações Brasileiras



Carlos Júnior

Analista CNPI especialista em

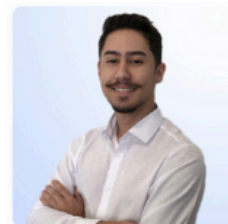
Fundos Imobiliários



Thiago Armentano

Analista CNPI especialista em

Investimentos no Exterior



Pedro Despessel

Analista CNPI especialista em

Ações Brasileiras

Acompanhamento

relatório atualizado em 08.03.2024

Nossa equipe de analistas está atenta a todas as movimentações relevantes, mantendo os *rankings* e seus respectivos fundamentos atualizados todas as semanas. Em caso de grandes mudanças, os relatórios também podem ser atualizados.

Disclaimer

Todas as análises aqui apresentadas foram elaboradas pelo analista de valores mobiliários autônomo Pedro Henrique Ribeiro Despessel (CNPI-P EM-3655), com objetivo de orientar e auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; portanto, o material não se constitui em oferta de compra e venda de nenhum título ou valor imobiliário contido. O investidor será responsável, de forma exclusiva, pelas suas decisões de investimento e estratégias financeiras. O relatório contém informações que atendem a diversos perfis de investimento, sendo o investidor responsável por verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Resolução CVM nº 20/2021, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à pessoa jurídica à qual estão vinculados. Além disso, os analistas envolvidos não estão em situação que possam afetar a imparcialidade do relatório ou que possam configurar conflitos de interesse. A elaboração desse material se deu de maneira independente, e o conteúdo nele divulgado não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem autorização prévia.

