Dividendos

EDIÇÃO #157

Publicado em 06.02.2020

Análise sobre Engie (EGIE3) com reajuste no preço para possível entrada (de R$ 35,00 para R$ 45,00).

Resumo

No relatório desta semana, trazemos uma análise atualizada de Engie, empresa presente em nossa watchlist.

No material, vamos apresentar detalhadamente a companhia, avaliar seu histórico de resultados, suas perspectivas e o atual valuation.

ATUALIZAÇÕES RECENTES

06/02/2020	**EGIE3**	Atualização do preço teto para R$ 45,00 (Ativo na Watchlist)
30/01/2020	**TAEE11**	Atualização do preço teto para R$ 35,00
30/01/2020	**TIET11**	Atualização do preço teto para R$ 18,50
23/01/2020	**LEVE3**	Atualização do preço teto para R$ 34,00
23/01/2020	**ENBR3**	Atualização do preço teto para R$ 25,00
16/01/2020	**PETR4**	Recomendação de Petrobras

Destaques

- A Engie apresentou um histórico robusto de resultados, elevando seus lucros num ritmo expressivo ao longo de sua história, sem abrir mão de criar valor aos acionistas e distribuir bons dividendos.

- Recentemente, realizou a compra de uma parcela do capital da TAG, empresa de transporte de gás natural e de projetos de transmissão.

- Esses investimentos, somados aos projetos de energia eólica e solar já em desenvolvimento, são bastante positivos para a empresa, pois são ativos de elevada rentabilidade e margens elevadas.

- As perspectivas futuras são bastante positivas. Além dos investimentos que a empresa vem realizando e estruturando, as recorrentes quedas nas taxas de juros (atualmente com a Selic em 4,25%) também beneficiam a companhia, com melhora na margem líquida e aumento das taxas de retorno dos projetos alavancados.

- Apesar das qualidades e perspectivas positivas, a empresa negocia a um valuation pouco atrativo, com o maior múltiplo EV/Ebitda histórico (10 vezes para 2020), e um Dividend Yield projetado de 6%, abaixo de outras empresas do setor presentes na nossa carteira.

- Por conta desses fatores, não estamos dispostos a recomendar Engie no momento. Porém, por estar presente em nossa watchlist e tendo em vista a qualidade da empresa e suas perspectivas, atualizamos o preço para possível entrada de R$ 35,00 para R$ 45,00.

Engie Brasil S.A – EGIE 3

A Engie Brasil S.A, negociada na B3 sob o código EGIE3, é uma das maiores companhias do segmento de energia elétrica do Brasil, atuando desde 1998, quando comprou a Central Geradoras do Sul do Brasil (“Gerasul”).

A empresa conta hoje com uma capacidade instalada total de 10.211 MW, composta por 61 usinas, sendo 11 hidrelétricas, quatro termelétricas e 45 complementares – centrais a biomassa, pequenas centrais hidrelétricas (PCHs), eólicas e solares. Esses números fazem dela a maior produtora independente de energia do Brasil.

Além da geração, segmento de maior representatividade nas receitas da empresa, a Engie recentemente também passou a atuar no setor de transmissão, após arrematar um Lote no leilão ANEEL de 2017. Essa operação é composta por linhas de transmissão com extensão de 1.146 km e subestações com 3.366 megavolt-ampere de potência, no Paraná, possuindo uma RAP (Receita anual permitida) de R$ 231,7 mi.

Adicionalmente, a empresa recentemente anunciou que venceu uma licitação para a construção de uma rede de transmissão de 1.800 km no Norte do país, além de uma nova subestação e da extensão de três subestações existentes, totalizando 3 mil km de linhas de transmissão programadas para os próximos anos.

A empresa acredita que será possível gerar sinergias operacionais, principalmente pelas linhas de transmissão estarem inseridas em regiões onde já atua com outros segmentos.

Com a entrada no segmento de transmissão, setor caracterizado por sua forte geração de caixa e margens elevadas, além de ser um pouco mais previsível que o setor de geração, a Engie mostra que está disposta a continuar crescendo, sem abrir mão da rentabilidade e de dividendos aos seus acionistas.

Além da transmissão, a empresa também entrou recentemente no segmento de gás natural, ao comprar 29,25% da TAG, operação concluída em junho de 2019. Isso fez da Engie a detentora da malha de transporte de gás natural mais extensa do país, com 4.500 km que atravessam 10 estados e 194 municípios.

Governança

Listada na B3 desde 2005, antigamente como Tractebel (TBLE3), a Engie tem um histórico de boa governança corporativa e faz parte do Novo Mercado, o mais alto nível de governança da Bolsa, que inclui a adoção das melhores práticas de governança e transparência entre os níveis existentes.

Ela está presente em vários índices: Ibovespa, IBrX-100 (índice teórico com as 100 ações mais negociadas), IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada), ITAG (Índice de Ações com Tag Along Diferenciado), IEE (Índice de Energia Elétrica) e ISE (Índice de

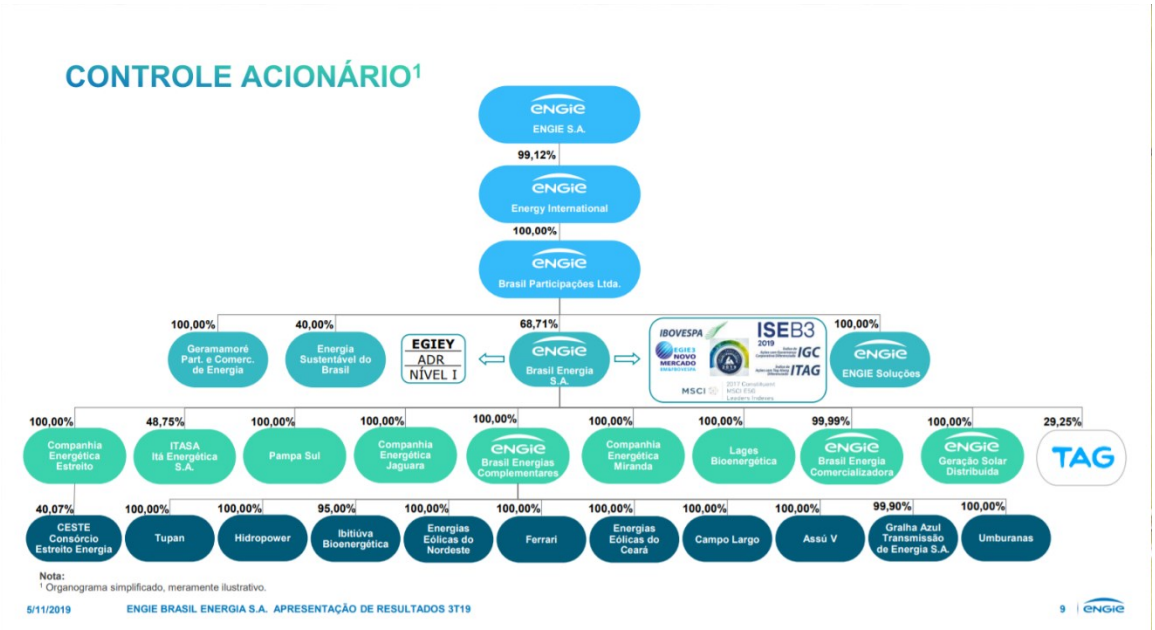
Sustentabilidade Empresarial). Por conta de seu ótimo desempenho operacional, a empresa também recebeu diversos prêmios.

O mais recente foi ter sido escolhida a **Empresa do Ano 2019** pelo anuário Época Negócios 360°.

Composição acionária e administração

A Engie Brasil Energia é controlada pelo Grupo Engie, multinacional francesa do setor de energia que atua em cerca de 70 países, sendo líder global na produção independente de energia.

Essa companhia, por meio de sua subsidiária Engie Brasil Participações Ltda, detém 68,71% do capital social da Engie Energia, contando com a expertise de um controlador de porte global e grande conhecimento no mercado de geração de energia.



Fonte: Engie Brasil

A Engie é uma empresa que tem uma equipe administrativa com conhecimento e experiência na área. Conta com um Comitê Executivo com 10 posições, sendo um presidente e nove diretores. O presidente, Maurício Bähr, está na empresa desde o início das operações no Brasil.

Os diretores, em sua maioria, atuam na empresa há pelo menos 10 anos. Vários deles subiram de cargo ao longo de sua trajetória na Engie, o que demonstra um alinhamento desses profissionais com a companhia, assim como a capacidade que a mesma possui de formar profissionais de qualidade para cargos diretivos.

Vemos isso como algo importante para que a Engie continue obtendo bons resultados no futuro.

Características dos negócios da empresa

A Engie Brasil é uma empresa que atua majoritariamente no negócio de geração de energia, possuindo ativos de geração hídrica, que representam a maior parcela da capacidade instalada (cerca de 77%), além de ativos de geração eólica, solar e térmica.

A empresa possui uma carteira diversificada de clientes, que abrange distribuidoras de energia, comercializadoras e consumidores livres, atendidos por meio de contratos customizados. Através de seu parque gerador, a Engie produz a energia e realiza a venda através de duas modalidades principais:

- **Mercado regulado:** a venda de energia é realizada diretamente para as distribuidoras, por meio de leilões públicos regulados pela Aneel, conhecidos como “leilões regulados”.

- **Mercado livre:** os contratos de venda de energia são formalizados e estruturados diretamente com empresas e indústrias. Nesse ambiente, consumidores e fornecedores negociam as condições de contratação de energia. Nesses contratos, são estabelecidos os preços, garantias e condições de pagamento, prazo de entrega, entre outros. A Engie é uma das principais comercializadoras de energia no Ambiente de Contratação Livre (ACL), detendo cerca de 15,8% do *market share* (participação de mercado) na comercialização de energia convencional e 9,6% de participação no mercado de energia incentivada. Nos 9M19, cerca de 43% da energia da companhia era direcionada ao mercado livre e 35% ao mercado regulado.

Algumas das principais características que gostamos neste segmento:

- **Previsibilidade de receitas:** o setor de energia é altamente regulado e apresenta características que fazem com que a Engie tenha uma alta previsibilidade de receitas em várias de suas linhas de negócio. Assim, a chance de surpresas desagradáveis nos resultados futuros da empresa é menor. Além disso, a empresa vem direcionando investimentos para os segmentos de transmissão, geração solar e transporte de gás natural, fortalecendo esse fator de previsibilidade.

- **Contratos de médio e longo prazos:** os contratos de concessão para geração de energia da Engie possuem vencimentos de médio e longo prazos (os mais próximos vencem apenas em 2028). No caso dos contratos de transporte de gás natural, o mais próximo vence em 2025 e os outros após 2030. É possível que a empresa consiga renovar esses contratos, mas o fato de ter alguns anos para se preparar e adicionar novas fontes de receita é um fator positivo e também garante previsibilidade em termos de geração de caixa.

- **Menor ciclicidade:** o setor de energia elétrica apresenta uma natural proteção ante períodos de recessão, uma vez que trata-se de um serviço essencial, e sua demanda acaba sendo menos impactada. O segmento específico de transmissão, no qual a empresa está entrando, é ainda mais protegido frente às crises, uma vez que as taxas de remuneração dessas operações não envolvem o volume de energia, mas sim as taxas de disponibilidade.

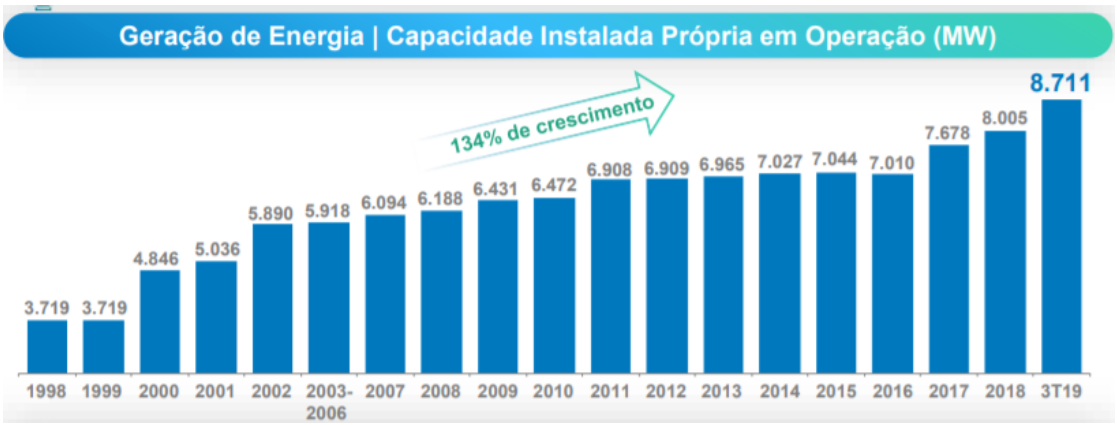
Histórico e desempenho operacional

Por estar inserida em um segmento perene (energia elétrica), além de ser uma empresa privada de boa rentabilidade, boa pagadora de dividendos e com um bom histórico de resultados, a Engie é uma empresa que nos agrada. Por isso, adicionamos a empresa ao nosso watchlist no passado.

Ao longo de sua história, a companhia vem se mostrando uma empresa que valoriza bastante seus acionistas, além de possuir uma gestão bastante

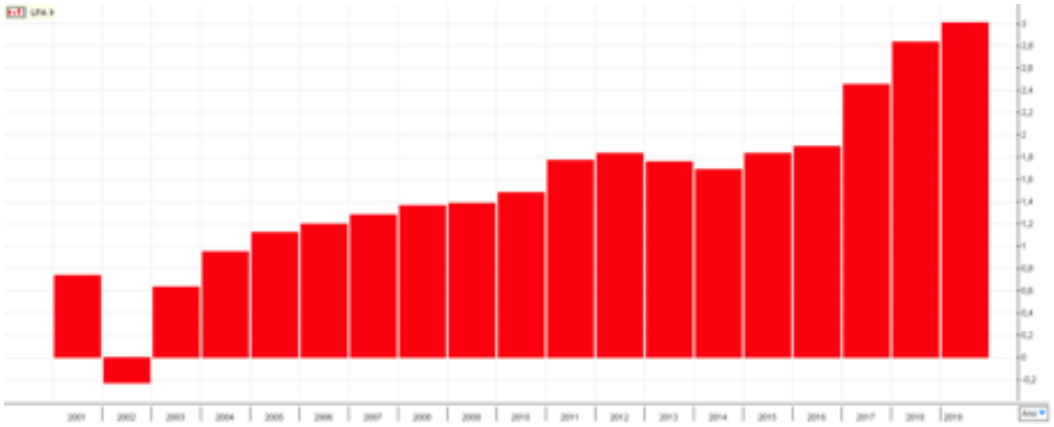
dedicada e eficiente. Com isso, consegue colher bons resultados, fruto de uma expansão sustentável e de uma boa administração financeira.

Veja abaixo como a Engie conseguiu aumentar sua capacidade instalada ao longo do tempo, através de investimentos em projetos de geração, que fizeram a capacidade própria da companhia saltar 134% desde 1998, quando iniciou suas operações no Brasil.



Fonte: Engie

Como resultado de uma expansão gradual e considerável, os lucros da Engie vêm crescendo nas últimas décadas, confirmando que a gestão da empresa tem mostrado eficiência e inteligência em seus investimentos, conseguindo traduzí-los em resultados maiores aos acionistas.

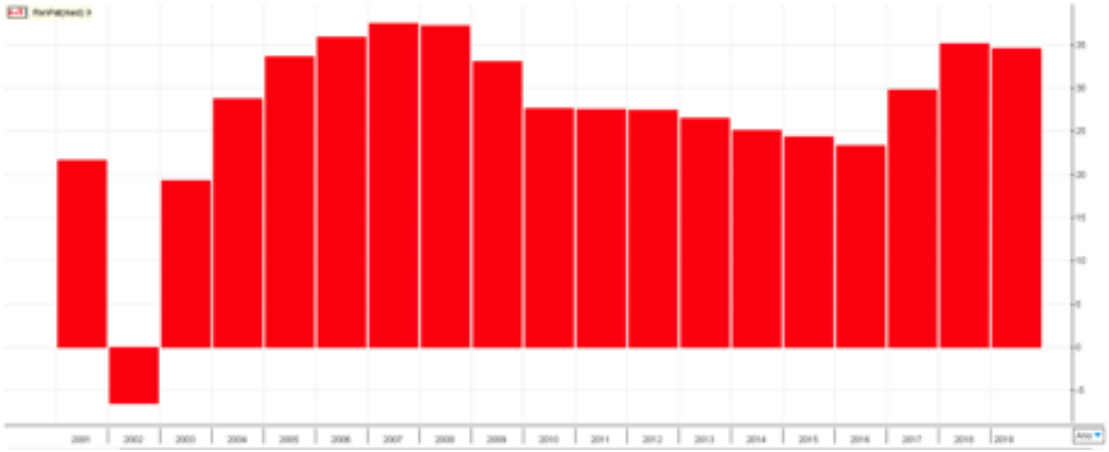


Fonte: Suno Research

Sabemos que apenas elevar e expandir faturamento não é o bastante. É importante que a empresa eleve ou mantenha uma boa rentabilidade. Assim, quando olhamos para o histórico de rentabilidade sobre patrimônio (ROE) da Engie, vemos mais uma prova de qualidade e excelência da gestão, que vem mantendo um ROE muito superior ao custo de capital.

Nos últimos 5 anos, o ROE médio tem se mantido próximo a 29%. Em 2018 e 2019, vem superando os 35%, o que a coloca como a empresa de maior ROE do setor elétrico, considerando números recorrentes e ajustados.

Esse nível de ROE tem sido fundamental para a empresa criar valor de forma constante aos seus acionistas e permitido à companhia distribuir também bons dividendos.



Fonte: Suno Research

Mesmo em períodos de grave crise hídrica (2014, 2015 e 2017), quando os níveis de afluência foram bastante comprometidos, com efeitos negativos sobre o GSF, a Engie conseguiu apresentar resultados consistentes, com uma boa gestão de risco, se antecipando ao cenário de crise, se expondo pouco ao mercado de curto prazo.

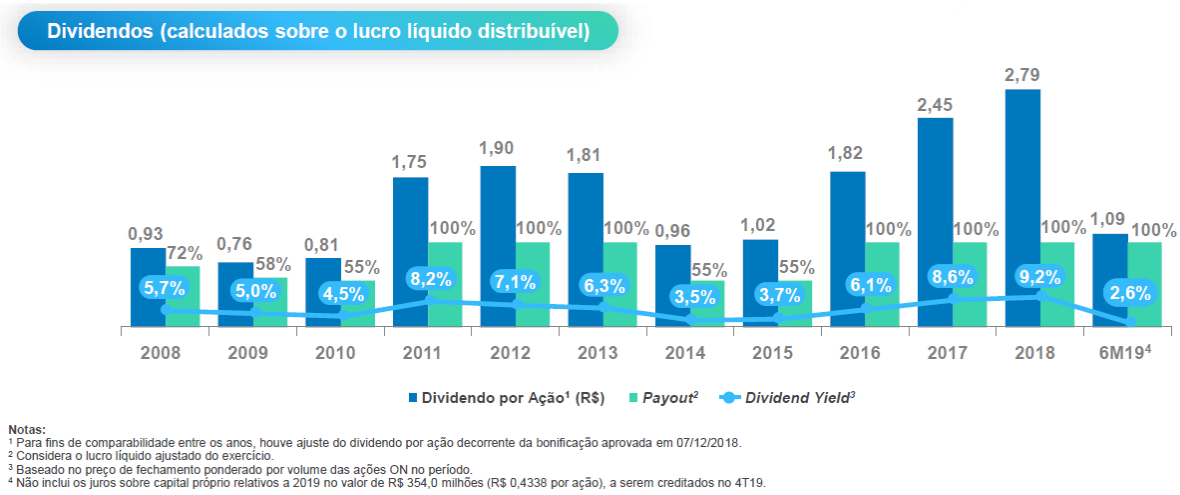
Dividendos

Um dos aspectos mais interessantes da Engie é a sua capacidade de crescer, mesmo distribuindo dividendos, fruto de sua forte geração de caixa e seu elevado ROE.

De acordo com o estatuto da Engie, o payout (percentual de pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio) mínimo da companhia é de 55%, podendo ser elevado caso não existam investimentos relevantes, com necessidade de grandes desembolsos.

Ou seja, a administração busca distribuir pelo menos 55% do lucro para os acionistas. Porém, na prática, a companhia tem alcançado um payout de 100% nos últimos anos. Normalmente, empresas com payout tão elevado crescem menos. Porém, ainda assim, a Engie vem entregando resultados incrementais atrativos.

A empresa tem focado em financiar a maior parte de seus investimentos com capital de terceiros. Por isso, tem conseguido distribuir robustos dividendos, sem abdicar do crescimento. Quem investiu em Engie nos últimos anos pode receber proventos consideráveis e ainda se aproveitar da melhora operacional da empresa.



Notas:
¹ Para fins de comparabilidade entre os anos, houve ajuste do dividendo por ação decorrente da bonificação aprovada em 07/12/2018.
² Considera o lucro líquido ajustado do exercício.
³ Baseado no preço de fechamento ponderado por volume das ações ON no período.
⁴ Não inclui os juros sobre capital próprio relativos a 2019 no valor de R$ 354,0 milhões (R$ 0,4338 por ação), a serem creditados no 4T19.

Fonte: Engie

Vale ressaltar que não há garantias de que a empresa manterá esse payout tão alto no futuro.

Com a expectativa de desenvolvimento de um pipeline robusto de ativos de geração solar e eólica, além da evolução da construção dos projetos em construção, é provável que a Engie opte por reduzir o payout, para manter uma ótima estrutura de capital e não pressionar muito a alavancagem.

Resultados 3T19

Os resultados mais recentes, referentes ao 3º trimestre de 2019, reforçaram a resiliência da empresa. O Lucro Líquido subiu 9% no acumulado dos 9 primeiros meses do ano em relação a 2018. Na tabela abaixo, podemos observar os principais números da Engie no período.

PRINCIPAIS INDICADORES FINANCEIROS E OPERACIONAIS

(valores em R$ milhões)	3T19	3T18	Var.	9M19	9M18	Var.
Receita Operacional Líquida (ROL)	2.494,1	2.488,6	0,2%	7.009,4	6.492,5	8,0%
Resultado do Serviço (EBIT)	1.355,5	849,1	59,6%	3.220,6	2.764,0	16,5%
Ebitda [1]	1.581,3	1.019,8	55,1%	3.846,0	3.283,3	17,1%
Ebitda / ROL - (%) [1]	63,4	41,0	22,4 p.p.	54,9	50,6	4,3 p.p.
Lucro Líquido	742,7	475,4	56,2%	1.693,6	1.553,8	9,0%
Retorno Sobre o Patrimônio (ROE) [2]	32,4	34,1	-1,7 p.p.	32,4	34,1	-1,7 p.p.
Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC) [3]	19,6	25,4	-5,8 p.p.	19,6	25,4	-5,8 p.p.
Dívida Líquida [4]	11.229,4	6.567,1	71,0%	11.229,4	6.567,1	71,0%
Produção de Energia Elétrica (MW médios) [5]	5.210	4.421	17,8%	4.977	4.159	19,7%
Energia Vendida (MW médios) [6]	4.551	4.127	10,3%	4.256	4.112	3,5%
Preço Líquido Médio de Venda (R$/MWh) [7]	189,24	181,89	4,0%	189,06	180,16	4,9%
Número de Empregados - Total	1.433	1.264	13,4%	1.433	1.264	13,4%
Empregados EBE [8]	1.403	1.216	15,4%	1.403	1.216	15,4%
Empregados em Projetos em Construção	30	48	-37,5%	30	48	-37,5%

Notas:
[1] Ebitda representa: lucro líquido + imposto de renda e contribuição social + resultado financeiro + depreciação e amortização
[2] ROE: lucro líquido médio dos últimos 4 trimestres / patrimônio líquido.
[3] ROIC: taxa efetiva x EBIT / capital investido (capital investido: dívida – caixa e eq. caixa – depósitos vinculados ao serviço da dívida + PL).
[4] Valor ajustado, líquido de ganhos de operações de *hedge*.
[5] Produção total bruta das usinas operadas pela ENGIE Brasil Energia.
[6] Desconsidera vendas por regime de cotas (UHEs Jaguara e Miranda).
[7] Líquido de exportações, impostos sobre a venda e operações de *trading*.
[8] A partir do 4T18, com a aquisição de 100% da ENGIE Geração Solar Distribuída, houve a absorção de seu quadro funcional.

Fonte: Engie

No acumulado anual, a Receita Operacional Líquida subiu 8% comparado com o ano anterior. No trimestre, a variação foi mais tímida: apenas 0,2%.

Apesar do forte desempenho operacional no 3T19, houve um decréscimo de R$412 milhões nas receitas referentes às transações realizadas pela empresa no mercado de curto prazo, o que ocasionou um aumento percentual não tão alto em relação ao 3T18.

O mercado de curto prazo é sazonal e é esperado que resulte em receitas (ou despesas) pouco previsíveis ao longo do tempo. Dessa forma, não vemos motivo para preocupação.

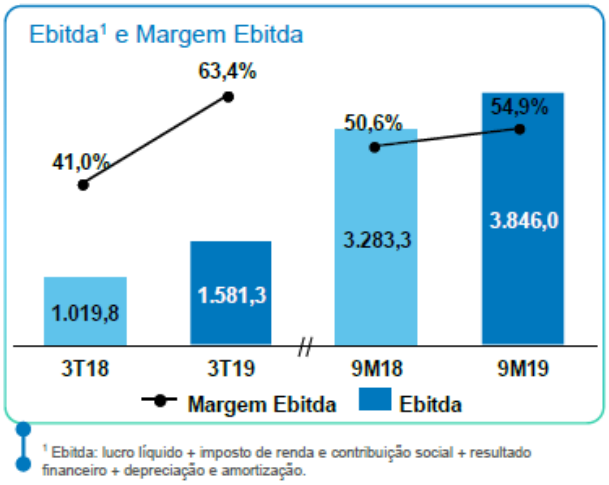
Pelo contrário, o fato da empresa ter aumentado sua Receita Operacional Líquida, mesmo com uma contribuição menor nesse sentido, demonstra a melhora operacional da mesma.

Parte da melhora operacional ocorreu em função do aumento do Preço Médio Líquido de Venda (4,9% a mais nos 9M19 comparado aos 9M18), decorrente da correção monetária nos contratos vigentes, e do Volume de Vendas (4.256 MW médios no acumulado de 2019, 3,5% maior do que em 2018), impactado pelo aumento no volume de vendas para distribuidoras.

O EBITDA atingiu R$ 3,8 bilhões nos 9M19, 17,1% maior comparado aos 9M18. A margem EBITDA foi de 54,9%, um valor saudável, que demonstra a alta capacidade de gerar caixa.

No 3T19, o EBITDA foi positivamente afetado por uma receita não recorrente de R$ 321 milhões, referente à execução de garantia por atraso na entrega das obras da Usina Termelétrica Pampa Sul.

Mesmo sem essa receita, a geração de caixa no trimestre ainda seria cerca de 25% maior do que no 3T18.



Fonte: Engie

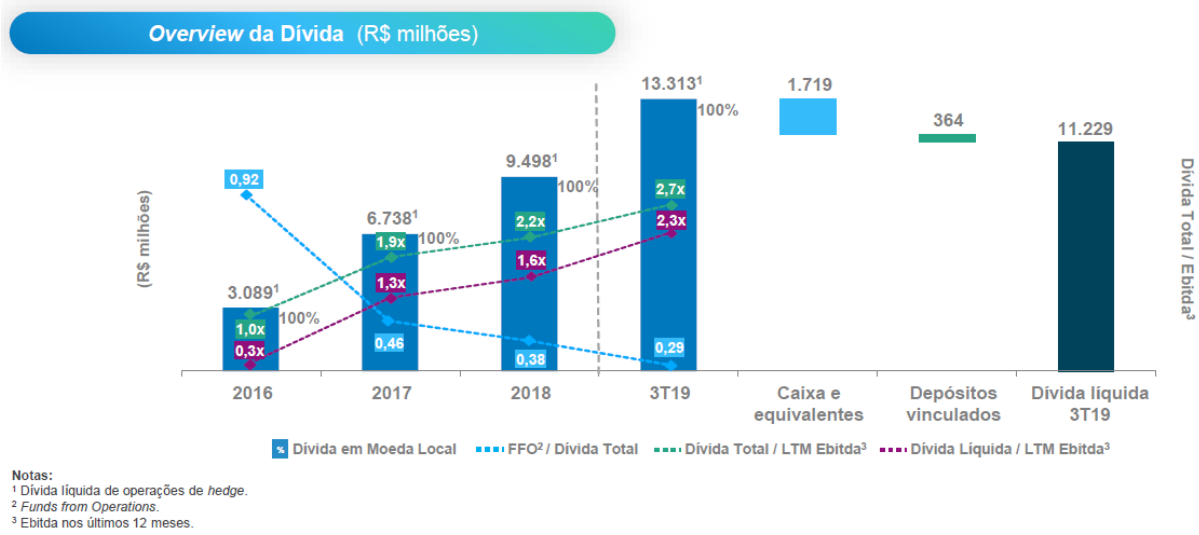
Outro fator positivo foi o início das operações de três novas usinas, que expandiram a capacidade instalada e contribuíram com mais de R$ 166 milhões para a empresa. Além disso, esse foi o primeiro trimestre em que a Engie contou com contribuição positiva da TAG em seu EBITDA.

No acumulado do ano, o Resultado Financeiro foi negativo em R$ 800 milhões (48,7% maior que em 2018). Esse resultado era esperado pelo aumento do endividamento da empresa para financiar novos projetos.

A Dívida Bruta consolidada, ao final do 3T19, estava em R$ 13,3 bilhões. Já a Dívida Líquida, considerando o caixa da empresa, estava em R$ 11,2 bilhões. Em uma empresa como a Engie, é natural contrair dívidas para financiar seus projetos de expansão. O importante é que o endividamento fique num patamar saudável, sem que os juros prejudiquem seu resultado.

Uma das maneiras de se analisar o nível de endividamento é através da relação Dívida Líquida/EBITDA. Para a Engie, esse indicador ficou em 2,3x no período. Esse valor já chegou a ser menor que 1 há apenas poucos anos.

No patamar atual, está acima da média histórica da empresa, mas isso é algo que a empresa já havia indicado, por conta do maior número de projetos em andamento. Um ponto positivo é que o custo da dívida tem diminuído: passou de 8,6% no 3T18 para 7,6% no 3T19.



Fonte: Engie

O Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC) caiu de 25,4%, nos primeiros 9 meses de 2018, para 19,6% em 2019. A queda pode ser explicada pelo aumento substancial do capital investido no período, por conta do endividamento adicional que foi contraído pela empresa. Mesmo assim, ainda é um valor muito bom, que demonstra o potencial da empresa em gerar lucro a partir de seus negócios.

No 3T19, a empresa conseguiu diminuir seus Custos Operacionais em relação ao 3T18, na ordem de 10,2%. Essa queda foi motivada pela redução de R$ 342,4 milhões nos custos de geração e venda de energia. Se compararmos com o acumulado do ano, porém, houve um aumento dos custos em 2019 até o período destacado: 10,5% maior do que em 2018.

Em grande parte, esse aumento pode ser explicado por efeitos decorrentes do aumento da capacidade da empresa, que exigiram maiores gastos com pessoal, material, serviços de terceiros, entre outros. Quanto às despesas, houve aumento de 29,3% e 22,2% em ao 3T18 e 9M18, respectivamente, nas Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas.

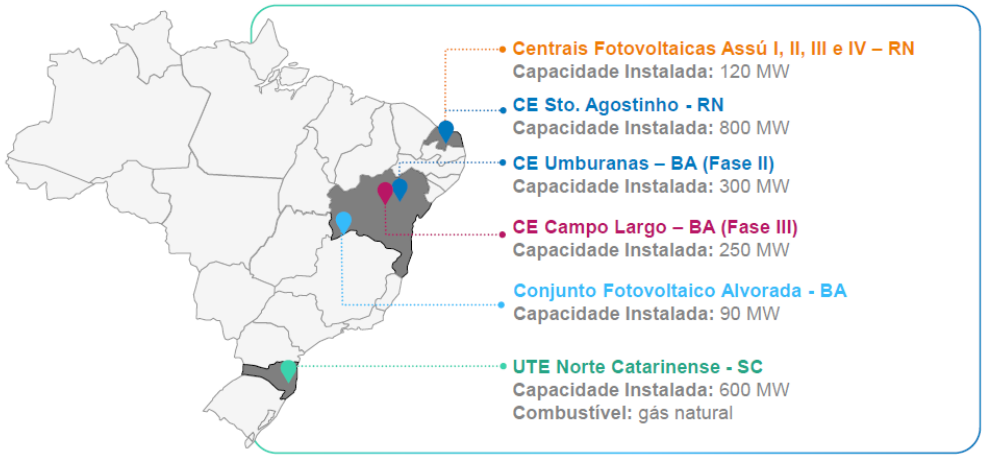
Parte desse aumento pode ser explicado por um custo maior com pessoal, por conta de reajuste anual de vencimentos e da contratação de novos colaboradores, além de ter sofrido influência do aumento da capacidade operacional da companhia e da nova dinâmica do mercado, com foco na transição energética.

Adicionalmente, alguns efeitos não recorrentes influenciaram as despesas. Sem eles, o aumento teria sido menor – 5,3% em relação ao 3T18.

Perspectivas

Após um histórico de grande crescimento, as perspectivas para Engie continuam positivas em nossa avaliação. Entre os principais fatores que devem possibilitar o crescimento da empresa no futuro estão:

- **Novos projetos:** ao longo de sua história, a administração da empresa se mostrou hábil em desenvolver novos projetos, que ajudaram a praticamente triplicar a receita da empresa nos últimos 10 anos. Atualmente, tem 2 projetos em construção: a fase II do Conjunto Eólico Campo Largo, com início de operação previsto para 2021 e capacidade comercial de mais de 200 MW médios, e o Sistema de Transmissão Gralha Azul. Além disso, tem outros cinco projetos em desenvolvimento, com potencial de adicionar mais de 2000 MW de geração.



Fonte: Engie

No início de 2020, a Engie assinou um acordo com a EDP Brasil (ENBR3) para criar uma joint venture offshore de energia eólica, com operações fixas e flutuantes. Esse é mais um desenvolvimento que tem o potencial de gerar bons frutos para a empresa no futuro. Esses projetos demonstram que a Engie, apesar de ser considerada uma boa pagadora de dividendos, não deixa o crescimento de lado, focando em elevar sua lucratividade e geração de caixa no longo prazo.

Cabe reforçar ainda que os projetos de geração solar que estão sendo desenvolvidos pela empresa, além de outros que ela monitora ativamente e eventualmente pode adquirir, são projetos que operam com margens elevadas, maior previsibilidade que a geração hídrica, e contribuem de forma bastante positiva para a companhia no longo prazo.

- **Novas linhas de negócio:** a Engie era, originalmente, uma empresa apenas de geração de energia. Recentemente, entrou também no segmento de transmissão. Isso demonstra a intenção de buscar novas fontes de receita. O segmento de transmissão possui diversas avenidas de crescimento, pois há uma grande base de ativos distribuídos em vários detentores de concessão pequenos, que podem ser adquiridos pela empresa.

  Além disso, a Engie passou a atuar no setor de gás natural, através da aquisição de 90% da TAG, uma área muito promissora e que já se

refletiu em resultados positivos no 3T19. Com a possível compra dos 10% restantes da companhia, a Engie pode se consolidar ainda mais nesse mercado. Outra área interessante é a de energia solar. A Engie fornece soluções de geração de energia solar distribuída, tanto para residências quanto para empresas. Essa linha de negócios cresceu 341,8% entre o 3T18 e o 3T19 e, no futuro, pode gerar ainda mais retornos positivos.





Fonte: Engie

- **Ciclo de juros baixos:** a Engie é uma das empresas mais beneficiadas pelo ciclo de juros baixos que o Brasil está vivendo. Neste cenário, companhia tem muito mais liberdade para financiar novos projetos, pois consegue contrair dívida a taxas mais aceitáveis.

  Por sua solidez, a empresa possui o *rating* AAA local pela Fitch Ratings (desde 2012). Esse é um componente adicional que, somado à taxa de juros menor, ajuda a empresa a conseguir condições ainda melhores em suas emissões de dívida. Em 2019, por exemplo, a Engie emitiu debêntures com o menor custo de sua história. Caso

esse ciclo continue, a expectativa é que a empresa continue se beneficiando, o que pode refletir em boas perspectivas para a empresa. Vale frisar que a combinação de juros menores e inflação controlada são benéficos para a margem líquida da empresa e seu fluxo de caixa livre através da redução de despesas financeiras, uma vez que quase 75% da dívida da Engie é atrelada ao CDI e ao IPCA.

Riscos

- **Regulação:** por atuar em um setor muito regulado, existe o risco das leis referentes ao setor elétrico ou tributárias evoluírem de maneira negativa no futuro, impactando os resultados da empresa.

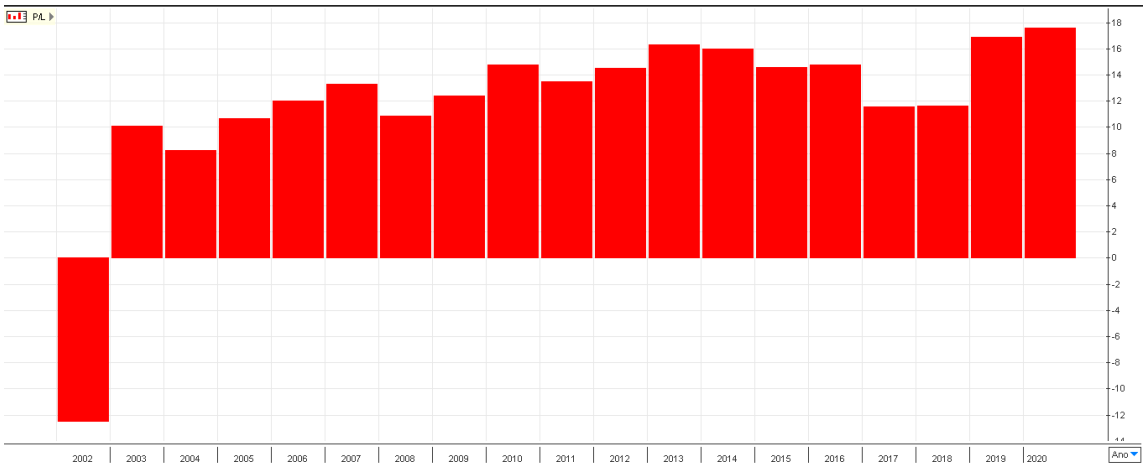
- **Risco hidrológico:** a maior parte da geração de energia da Engie provém de usinas hidrelétricas. Por mais que ela tenha conseguido lidar de maneira positiva com as mais recentes crises hídricas, há sempre alguma risco de que a empresa tenha problemas com as usinas em caso de estiagens.

- **Risco financeiro:** como já citado, a Engie utiliza da dívida para financiar seus projetos. Se a empresa não for capaz de planeja-los adequadamente, ou se tiver algum tipo de queda inesperada das receitas, bem como as taxas de juros voltarem a subir, pode ser que ela tenha seus resultados impactados.

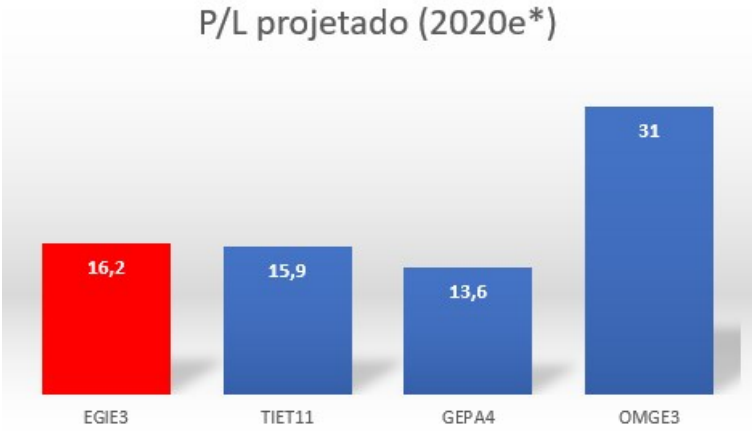
Valuation

Em relação aos números, era de se esperar que uma empresa com tanta qualidade e sólido histórico de resultados estivesse sendo negociada a múltiplos relativamente altos, sobretudo após a alta de quase 60% em 2019.

A relação P/L (Relação Preço/Lucro), considerando a estimativa de lucros para os próximos 12 meses, é de aproximadamente 16,2 vezes, o que representa um dos maiores múltiplos históricos da companhia se considerarmos as médias anuais históricas.



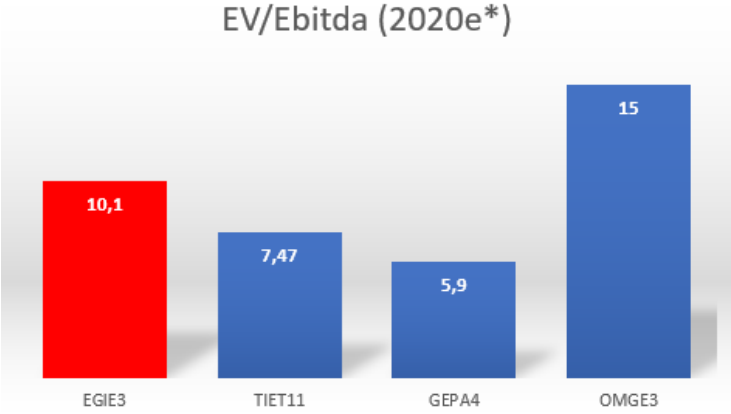
Se compararmos o P/L da Engie projetado para 2020 da com o múltiplo de outros players que atuam em geração de energia, temos:



Fonte: Suno Research

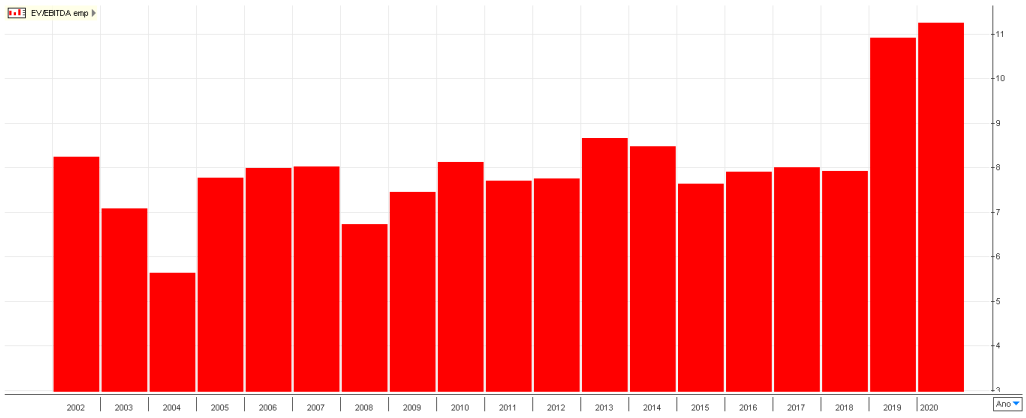
Companhias como AES Tietê e Geração Rio Paranapanema (presentes nas carteiras Dividendos e Valor) negociam a múltiplos mais atrativos do que a Engie, oferecendo uma margem de segurança maior neste momento.

Em termos de EV/Ebitda, que mede a relação do Valor de firma (Valor de mercado + Dívida Líquida) e o Ebitda (Geração de Caixa operacional), e é um indicador mais interessante que o P/L para avaliar companhias alavancadas, vemos que a empresa também só apresenta desconto frente a Omega Geração (OMGE3).



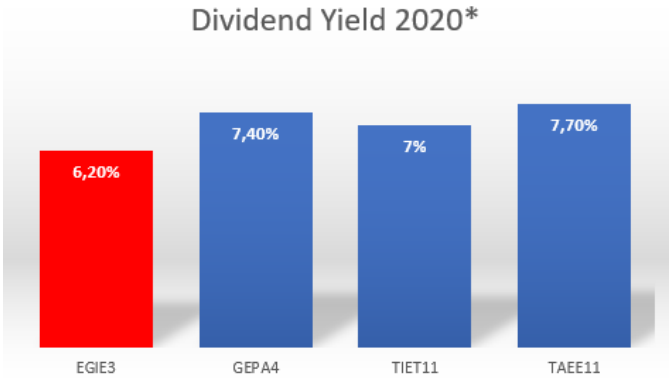
Fonte: Suno Research

Analisando o múltiplo EV/Ebitda histórico, vemos que a Engie negocia hoje nos maiores múltiplos da história, mesmo já considerando o EV/Ebitda projetado de 10,1 vezes, que captura o crescimento de 2020. Enquanto a média histórica dos últimos 10 anos para Engie esteve em torno de 8,3 vezes, a empresa hoje negocia a múltiplos bem superiores.



Fonte: Suno Research

Como o foco da carteira Dividendos é justamente permitir uma geração de renda passiva aos nossos assinantes, analisar o Yield (dividendo pago por ação dividido pela cotação do papel) é importante. Para os próximos 12 meses, esperamos os seguintes Yields para as empresas do setor elétrico:



Fonte: Suno Research

Assim, mesmo considerando a manutenção de 100% de Payout para Engie, o Yield projetado é menor que a dos ativos do setor que temos em carteira. Não faz sentido adicionarmos à carteira uma nova empresa do setor de energia elátrica, com Yield mais baixo e múltiplos mais caros, apesar de reconhecermos que a Engie é uma ótima empresa.

Vale destacar que é possível que a empresa opte por reduzir o Payout em 2020 ou 2021, já que existem inúmeros projetos em desenvolvimento, que naturalmente devem consumir caixa.

A estimativa é de que esses projetos (Gralha Azul, Novo Estado e Campo Largo II) sejam 70% pagos com dívida, 30% com capital próprio, além de demandar Capex (investimento em bens de capital) em torno de R$ 6 bi.

Além, é claro, do pipeline de ativos em desenvolvimento (que a empresa não iniciou a construção), mas que demandarão um volume relevante de Capex. Assim, é provável que a gestão reduza o Payout nos próximos anos.

Gostaríamos de recomendar Engie com uma relação EV/Ebitda próxima de 8,5 vezes, ou seja, mais próxima das médias históricas, e com um Earnings Yield (LPA/P, lucro por ação sobre preço) em torno de 7,5%, o que representaria hoje um preço por ação de cerca de R$ 45,00.

Neste preço, a Engie também ofereceria um Yield de 4%, mesmo reduzindo o Payout para 55%, patamar que seria mais confortável do que os 3,4% que a empresa oferece hoje neste nível de Payout.

Conclusão

Apesar de reconhecermos as qualidades da empresa e vermos boas perspectivas para o longo prazo, o atual valuation, com a Engie sendo negociada nos maiores múltiplos históricos e a grande possibilidade de redução de Yield (por conta da redução de Payout), preferimos aguardar.

Além disso, nossa carteira Dividendos já possui hoje cerca de 25% de seu portfólio em empresas de energia. Por isso, não faz sentido a adição de uma nova companhia, sobretudo sem grande atratividade nos preços.

Apesar de não recomendarmos Engie no momento, estamos realizando um reajuste no preço para possível entrada de EGIE3, que agora passa de R$ 35,00 para R$ 45,00.

Caso a companhia se aproxime deste preço, poderemos adicionar os ativos de Engie à nossa carteira.

Plantão de Dúvidas

Envie suas dúvidas referentes a este relatório. Elas serão respondidas em uma live especial!
Acesse: **https://sunoresearch.typeform.com/to/o490bk**



Tiago Reis
Analista CNPI

PRÓXIMOS DIVIDENDOS

Ticker	Tipo	Valor por ação	Status	Data ex	Data de Pagamento
LEVE3	JCP	R$ 0,092	Aprovado	03/01/2020	25/05/2020
VIVT4	JCP	R$ 0,50	Aprovado	17/06/2019	31/12/2020
VIVT4	JCP	R$ 0,29	Aprovado	17/04/2019	31/12/2020
VIVT4	JCP	R$ 0,36	Aprovado	15/02/2019	31/12/2020
TIET11	JCP	R$ 0,11	Aprovado	11/12/2019	A definir
ENBR3	JCP	R$ 0,39	Aprovado	02/01/2020	30/06/2020

CARTEIRA RECOMENDADA DIVIDENDOS

Ranking Suno	Ticker	Início	Alocação	Preço atual	DY esperado	Preço teto	Preço de entrada ajustado*	Recomendação	Variação
1	**ITSA4**	18/05/2017	10%	R$ 12,84	7,8%	R$ 14,00	R$ 6,73	Comprar	90,79%
2	**ENBR3**	06/02/2017	10%	R$ 22,19	4,1%	R$ 25,00	R$ 12,57	Comprar	76,53%
3	**TAEE11**	06/02/2017	10%	R$ 31,01	7,7%	R$ 35,00	R$ 16,38	Comprar	89,32%
4	**TIET11**	18/05/2017	5%	R$ 15,58	6,9%	R$ 18,50	R$ 10,52	Comprar	48,10%
5	**PETR4**	16/01/2020	5%	R$ 28,98	3,2%	R$ 33,00	R$ 29,52	Comprar	-1,83%
6	**LEVE3**	18/04/2019	5%	R$ 32,04	6,8%	R$ 34,00	R$ 21,12	Comprar	51,70%
7	**TUPY3**	08/02/2018	5%	R$ 25,93	2,6%	R$ 26,00	R$ 15,53	Comprar	66,97%
8	**UNIP6**	06/02/2017	15%	R$ 35,01	3,5%	R$ 35,00	R$ 3,16	Aguardar	1.007,91%
9	**ABCB4**	09/11/2017	5%	R$ 22,51	5,3%	R$ 22,00	R$ 14,00	Aguardar	60,79%
10	**WIZS3**	06/02/2017	10%	R$ 16,09	7,0%	R$ 15,50	R$ 11,07	Aguardar	45,35%
11	**GRND3**	31/05/2018	5%	R$ 11,44	3,9%	R$ 8,33	R$ 7,40	Aguardar	54,59%
12	**BBSE3**	30/03/2017	10%	R$ 34,79	5,7%	R$ 30,00	R$ 24,27	Aguardar	43,35%
13	**VIVT4**	30/08/2018	5%	R$ 60,16	4,9%	R$ 48,00	R$ 35,60	Aguardar	68,99%
14	**Renda Fixa**		0%						

RECOMENDAÇÕES ENCERRADAS *

Ativo	Início	Preço de entrada**	Final	Preço de saída	Desempenho
EZTC3	01/06/2017	R$ 17,82	07/09/2017	R$ 23,20	30,2%
IRBR3	07/08/2017	R$ 26,98	19/07/2018	R$ 53,67	98,9%
MPLU3	06/02/2017	R$ 30,67	18/08/2017	R$ 26,84	-12,5%
CGAS3	17/01/2019	R$ 64,97	19/07/2018	R$ 79,20	21,9%

WATCHLIST **

Ticker	Empresa	Setor	Preço atual (R$)	Preço para possível entrada*
ABEV3	Ambev S.A	Consumo não cíclico	R$ 17,06	Abaixo de R$ 13,00
EGIE3	Engie S.A	Energia Elétrica	R$ 46,36	Abaixo de R$ 45,00
EZTC3	EZTec S.A	Construção Civil	R$ 52,40	Abaixo de R$ 16,00
SAPR4	Sanepar S.A	Saneamento	R$ 20,64	Abaixo de R$ 11,00
IRBR3	Brasil Resseguros S.A	Previdência e Seguros	R$ 43,37	Abaixo de R$ 25,00
KLBN11	Klabin S.A	Materiais Básicos	R$ 21,40	Abaixo de R$ 15,00
MRVE3	MRV Engenharia	Construção Civil	R$ 20,92	Abaixo de R$ 16,00

Disclaimer

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá 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. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem a expressa autorização, acarretará multa de até 2.000 vezes o valor deste relatório, apreensão das cópias ilegais, além de responsabilização em processo civil.